

A jegybank által vezérelt BUBOR-reformok legfontosabb lépései nemzetközi összehasonlításban*

Erhart Szilárd – Mátrai Róbert

Mit mutatnak a bankközi referenciakamatok, és miért kitüntetett fontosságúak? Miért volt szükség a BUBOR (Budapest Interbank Offered Rate) reformjára, és milyen lépéseket tett a reformok során a Magyar Nemzeti Bank? A nemzetközi reformlépéseket is áttekintő tanulmányunkban ezekre és hasonló kérdésekre keressük a választ. A jegybank által indított reformok célja az volt, hogy a LIBOR (London Interbank Offered Rate) árjegyzések kapcsán felmerült, legfontosabb kockázatokat a hazai környezetben is kiküszöböljék. A referenciakamatok közjóságnak tekinthetők, és a gazdasági szereplőknek jelentős értékben van BUBOR-hoz kötött pénzügyi szerződése, illetve a BUBOR-ra hivatkozik számos jogszabály is. A reformok egyik legfontosabb lépése volt az adminisztrátor függetlenségének erősítése érdekében a Magyar Forex Társaságon (MFT) belül a Jegyzési Bizottság megalapítása, amelynek a jegyző bankok képviselőin túl már tagjai a Magyar Nemzeti Bank és a Magyar Bankszövetség delegáltjai. A BUBOR módszertanában a nemzetközi gyakorlatot követve fontos változások történtek: (i) az árjegyzések elérhetőségének és megbízhatóságának javítása érdekében finomították az úgynevezett nyesési eljárást, (ii) a jegyzett futamidők száma csökkent, és (iii) megerősítést kapott a BUBOR-árjegyzők kiválasztásának módszertana. Az MNB a BUBOR-árjegyzések átláthatóbbá tétele érdekében a jegyzések idősoros adatait már panelbankonként is közzéteszi a Reuters hírügynökségen keresztül, valamint rendszeres elemzéseket készít és publikál arról, hogy a jegyzések megfelelnek-e a piaci kondícióknak. Emellett a Jegyzési Bizottság üléseinek jegyzőkönyvei is nyilvánosak a 2014. júliusi első ülés óta.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E43, E52, E58

Kulcsszavak: BUBOR, referenciakamat, LIBOR, monetáris politika

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

A szerzők hálával tartoznak a tanulmány véleményeztetése során kapott hasznos megjegyzéseikért a két bírálónak, Koroknai Péternek, Kuti Zsoltnak, Palotai Dánielnek és Liener Gábornak.

Erhart Szilárd a Magyar Nemzeti Bank Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóságának vezető közgazdásza, a BUBOR Jegyzési Bizottság MNB által delegált tagja. E-mail: erhartsz@mnk.hu.

Mátrai Róbert a Magyar Nemzeti Bank Jegybanki eszköztár, devizatartalék és kockázatkezelési igazgatóság közgazdasági elemzője, a BUBOR Jegyzési Bizottság MNB által delegált tagja. E-mail: matrain@mnk.hu.

1. A reformok indokai

1.1. A BUBOR definíciója

A BUBOR (Budapest Interbank Offered Rate) Magyarország talán legfontosabb referenciakamata, amely a kamatjegyző bankok úgynevezett fixing eljárás keretében meghatározott kamatjegyzéseinek nyesett átlagát jeleníti meg minden egyes munkanapon. A fixing eljárás során a kamatjegyzés azt a kamatlábat jelenti, amely kamatlábon a kamatjegyzést szolgáló bank a jegyzési eljárásban meghatározott futamidőkön (1 nap, 1 hét, 2 hét, 1 hónap, 2 hónap, 3 hónap, 6 hónap, 9 hónap, 12 hónap) valamely aktív kamatjegyző bank legjobb tudomása és megítélése szerint az adott magyar banki munkanapon egy másik aktív kamatjegyző bank részére fedezetlen bankközi hitel (*unsecured interbank loan*) nyújtására üzleti ajánlatot tenne (*Magyar Forex Társaság, 2014a*).

1.2. A BUBOR rendszerszinten is fontos pénzügyi mutató

A BUBOR rendszerszinten fontos referenciakamat, alakulása több ezermilliárd forintnyi vállalathitel-állomány, illetve derivatív pénzügyi termék (határidős kamatláb-megállapodások, kamatswapok stb.) pénzügyi elszámolását befolyásolja (*Erhart et al., 2013*). 2012 végén a becslések szerint a 2700 milliárd forintra rúgó vállalati forinthitelek döntő hányada változó kamatozású, BUBOR-hoz kötött volt. Bár a 4000 milliárd forintnyi háztartási forinthitel esetében ezek aránya alacsony volt korábban, a háztartási devizahitelek konverzióját követően ugyanakkor ebben a szektorban is fontosabb szerephez juthat a BUBOR a kamatkondíciók meghatározása során. A BUBOR-hoz kötött mérlegen kívüli tételek közül az MNB K14-es statisztikája alapján a legnagyobb forgalma az FRA-ügyleteknek, azon belül is a 3 hónapos BUBOR-hoz kötött ügyleteknek volt, az állomány tekintetében ugyanakkor a kamatswapok (IRS) meghatározóak megközelítőleg 25 000 milliárd forintos állományukkal. Az FRA- és IRS-ügyletek kapcsán érdemes megemlíteni, hogy ezek döntő hányadát pénzügyi partnerekkel kötötték a hazai bankok a manipulációnak leginkább kitétt 2012 előtti években (*Kocsis et al., 2013:25*), miközben a manipulációs kockázat leginkább a nem pénzügyi partnerekkel szemben merült fel.

A BUBOR-jegyzések mint pénzügyi mutatók a monetáris transzmisszióban betöltött szerepük miatt is kulcsfontosságúak a jegybank számára (*Horváth et al., 2004; BIS, 2013*).

A monetáris politikai beavatkozás kiinduló lépése ugyanis a piaci kamatkondíciók és kamatvárakozások befolyásolása. Emellett a BUBOR-ra hivatkozik számos jogszabály.¹

1.3. A nemzetközi átvilágítások azonosították a bankközi referenciakamatok átalakításainak indokait

A bankközi árjegyzések kapcsán számos probléma merült fel, ami a referenciakamatok hitelességét általánosságban is veszélybe sodorta (*The Wheatley Review, 2012a; BIS, 2013; EBA–ESMA, 2013*).

Érdekkonfliktus és manipulációs veszély:

A LIBOR² manipulációja kapcsán manifesztálódott kockázat leginkább abból fakadt, hogy az árjegyzők pénzügyi eredményét, illetve reputációját is befolyásolhatta saját árjegyzésük. Emiatt nem volt kizárható, hogy a kamatvárakozások, hitelkockázat stb. megítélése mellett az árjegyzésekre a manipuláció is hatott.

A piaci forgalom hiánya:

A BUBOR/LIBOR és egyéb bankközi referenciakamatok megállapítása szempontjából releváns bankközi piacok likviditása – különösen a 2008-as válság óta – az 1 hónapnál rövidebb futamidőkre koncentrálódik, így nincs az árjegyzések mögött valós piaci aktivitás, és az árjegyzéseket a szakértői becslések határozzák meg.

A referenciakamatok a pénzügyi piac világitótornyai, azaz közjóságok:

A referenciakamatokhoz bárki korlátlanul és mások akadályozása nélkül hozzáférhet, ezért a referenciakamatok közjóságoknak tekinthetőek. A közjóságok esetében felmerülő külső hatások és problémák ugyanakkor a referenciakamatoknál is jelentkeznek (poyautas-probléma, közlegelő tragédiája), ami indokoltá teszi a hatósági beavatkozást.

A referenciakamatokkal szembeni elvárások megváltozása:

Az elmúlt évtizedben jelentősen megnőtt az igény a hitelkockázatot nem, vagy a bankközi referenciakamatoknál kisebb mértékben tartalmazó referenciakamatok iránt. A derivatív piacokon az elszámolások központosítása és kollateralizációja miatt az ügyletek

1 A BUBOR-ra hivatkozik többek között a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény, a 2011. évi LXXV. törvény a devizakölcsönök törlesztési árfolyamának rögzítéséről és a lakóingatlanok kényszerértékesítésének rendjéről, a 2009. évi IV. törvény a lakáscélú kölcsönökre vonatkozó állami készpénzes kezességről, a 2007. évi CVI. törvény az állami vagyonról, a 250/2000. (XII. 24.) Korm. rendelet a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások éves beszámolóképzési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól, a 215/2000. (XII. 11.) Korm. rendelet a befektetési alapok éves beszámolóképzési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól, a 251/2000. (XII. 24.) Korm. rendelet a befektetési vállalkozások éves beszámolóképzési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól.

2 LIBOR (London Interbank Offered Rate): a londoni bankközi referenciakamat rövidítése.

hitelkockázata érdemben csökkent, így a mögöttes referenciakamatokkal szemben egyre kevésbé elvárás, hogy a hitelkockázatot tükrözzék; a LIBOR típusú referenciakamatok ugyanakkor tartalmazzák a hitelkockázati komponenst.

A referenciakamatok szűk palettája és jelenlegi szerkezete növelheti a monetáris politikai és stabilitási kockázatot:

A jegybankok számára aggasztóvá vált, hogy a bankok hitelkockázatának emelkedése a válságot követően a referenciakamatokon keresztül olyan makrogazdasági szereplőket is érintett, amelyeknél a szerződő fél hitelkockázata nem változott. Mindez a pénzügyi rendszer zavarainak időszakában a kockázatok felnagyítását is okozhatja, ami stabilitási veszélyeket hordoz, torzíthatja a monetáris politikai transzmissziót, illetve fékezhet a hitelkeresletet és makrogazdasági kilábalást.

Az ösztönzőrendszer, az átláthatóság és felügyelet hiánya:

Az árjegyzőket sem negatív, sem pozitív ösztönzők nem sarkallták a hatékony árjegyzési munkára, tevékenységük eredményessége nem befolyásolta az árjegyző munkatársak értékelését, a hibás árjegyzések nem vonnak maguk után szankciókat.

A LIBOR/EURIBOR manipulációs botránya ellenére a bankközi kamatok többségénél, így a BUBOR esetében sem merült fel, hogy eltérítették volna a piaci kondíciók által meghatározott szintektől. Az átlagos BUBOR-jegyzések összességében a jegybanki irányadó kamatszint változásait követték (Fliszár, 2013:7). A felmerült kockázatokra ugyanakkor reagálni kellett a BUBOR hitelességének tartós megőrzése érdekében.

1.4. Az állami szerepvállalás lehetőségei a referenciakamatok előállításakor

A LIBOR manipulációja a piac részbeni kudarcát mutatja, ugyanakkor fontos kérdést jelent, hogy milyen mértékben és milyen módon érdemes a hatóságoknak szerepet vállalnia a referenciakamatok kialakítása során.

A piac kudarcát részben az okozhatta, hogy a szélesebb társadalmi előnyöket a referenciakamat előállítói nem élvezték, ugyanakkor a költségeket teljes egészében viselni voltak kénytelenek. A LIBOR esetében a Brit Bankszövetség (BBA) például a globális pénzügyi piacot szolgálta ki, így az ingyenes felhasználásból származó hasznokat a teljes pénzügyi világ élvezte, miközben a költségek a referenciakamat működtetőjét terhelték. Mindez közrejátszott abban, hogy a BBA nem investált a biztonságos működéshez szükséges tőkét a LIBOR rendszerébe, ami veszélybe sodorta a szolgáltatás működtetési biztonságát és színvonalát.

A nemzetközi hatósági vizsgálatok ugyanakkor arra is felhívták a figyelmet, hogy a referenciakamatok kialakítását és működtetését továbbra is a piaci erőknél kell vezérelnie

(*Wheatley Review, 2012b:22*). A korábban leírtak szerint az árjegyzések készítését és az árjegyzői panelek munkájában történő szerepvállalást a nemzetközi hatóságok továbbra is elvárják a független piaci szereplőktől.

Az árjegyzések teljes állami irányítás alá vonásával szembeni érvet jelent, hogy érdekkonfliktusok ebben az esetben is felmerülhetnek, például egyes kormányzati célokkal való ütközés esetén. Emellett ebben az esetben a versenyhelyzet megszűnik, ami a referenciakamatok új körülményekhez igazodó fejlesztését lassíthatja, illetve a referenciakamatok kínálatát szűkítheti. A teljes állami felelősségvállalás az egyedi árjegyzők erőfeszítéseit gyengítheti, hiszen a felelősséget nem nekik kell viselniük.

Az állami szerepvállalás lehetőségei:

- olyan elvárások és szabályozások megfogalmazása, amelyek elősegítik az árjegyzések kamatjegyző bankok profitchéljaitól való függetlenségének növelését,
- árjegyzések felügyelete,
- segíteni az átállást az új referenciakamatokra, aktív közreműködéssel a lehetséges alternatívák fejlesztésében (a referenciakamatok fejlesztése a múltban több országban, így Magyarországon is a jegybankok közreműködésével történt),
- részvétel az árjegyzések irányításában, publikációjában (az MNB-hez hasonlóan több jegybank jelenleg is közreműködik az árjegyzések irányítása, közzététele során, illetve a tranzakciós adatok gyűjtésében),
- a transzparencia érvényesítésének támogatása,
- az alternatív referenciakamatok közötti választás szempontjainak feltérképezése és azok megismertetése a piaci szereplőkkel.

2. A BUBOR-reformok menetrendje és lépései

2.1. A BUBOR-reformok menetrendje

A LIBOR és EURIBOR manipulációját követően megkezdődött a referenciakamatok és pénzügyi indexek átvilágítása. A 2012 júniusában elindított hazai átvilágítás nem talált a legfontosabb hazai referenciakamat, a BUBOR manipulációjára utaló jeleket. A hazai

hatóságok (az MNB, illetve a korábbi Felügyelet) azonban szükségesnek ítélték az árjegyzés módszertanának és felügyeletének hiányosságai miatt a nemzetközi reformokhoz igazodó átalakítást (1. táblázat). A Monetáris Tanács és a Pénzügyi Stabilitási Tanács 2013. januárban és februárban hagyta jóvá a BUBOR-reformcsomagot.

A reformok az MNB és a korábbi Felügyelet által kidolgozott ajánlások 2013. áprilisi publikációjával kezdődtek el. Ezt követően többoldalú tárgyalásokat folytatott az árjegyzések fő felelőse, a Magyar Forex Társaság, az MNB és a Bankszövetség az intézményi és módszertani reformokról.

1. táblázat	
A BUBOR átalakításának eddigi lépései	
2012. június	A LIBOR manipulációs botrány kirobbanása után nyilvánvalóvá válik, hogy szükség van a LIBOR, illetve a LIBOR módszertanát követő számos referenciakamat, köztük a BUBOR reformjára.
2012. június–december	Megkezdődik a referenciakamatok nemzetközi és hazai átvilágítása. Magyarországon a PSZÁF és MNB munkacsoportjai nem találnak a BUBOR manipulációjára utaló jeleket, ugyanakkor a hazai reformokat indokoltnak látják.
2013. január–február	A Monetáris Tanács ⁴ és a Pénzügyi Stabilitási Tanács ⁵ jóváhagyja a BUBOR reformjára vonatkozó, stratégiai javaslatokat. A javaslatok kitérnek a BUBOR irányításának, módszertanának, ellenőrzésének és alternatíváinak kérdéseire.
2013. április – 2014. június	Megkezdődik a BUBOR reformja. A PSZÁF nyilvánosságra hozza elnöki ajánlásait a BUBOR-árjegyzők számára ⁶ az év eleji Pénzügyi Stabilitási Tanácson tárgyalta javaslatokat követve (2013. április). Négyoldalú tárgyalások kezdődnek a BUBOR adminisztrátorával, a Magyar Forex Társasággal (MFT), a Bankszövetséggel, valamint a PSZÁF és az MNB bevonásával a BUBOR reformjáról (2013. május). Módszertani átalakítások kidolgozásának megkezdése: futamidőszám csökkentés, nyelési eljárás (2013. június).
2014. május –	Az MFT–MNB–Bankszövetség háromoldalú megállapodást köt az intézményi reformokról és a Jegyzési Bizottság felállításáról. 2014. júliustól a Jegyzési Bizottság legalább háromhavonta ülésezik, és az eddigi ülésein többek között áttekintette a jegyzések rendszeres ellenőrzésének és az árjegyzők kiválasztásának módszertanát.

A reformokat több lépésben hajtották végre. Tekintettel a gazdasági szereplők jelentős értékű BUBOR-kitettségre és az új alternatívákra történő átállás rövid távon feloldhatatlannak tűnő ellentmondásaira, elsődleges fontosságú volt a BUBOR-árjegyzések intézményi megerősítése. Ezt követően kezdődött meg 2013. júniustól a módszertan átalakítása. Több

3 A 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról alapján a Monetáris Tanács (MT) a Magyar Nemzeti Bank legfőbb döntéshozó szerve, míg a Pénzügyi Stabilitási Tanács (PST) az MT által meghatározott stratégiai keretek között a pénzügyi közvetítőrendszerrel és annak stabilitási kérdéseivel kapcsolatban hoz döntéseket.

4 A Pénzügyi Stabilitási Tanács (PST) a Magyar Nemzeti Bank elnöke és a (pénz-, tőke- és biztosítási piac szabályozásáért felelős) nemzetgazdasági miniszter alkotta konzultációs testület volt a BUBOR-reformjavaslatok elfogadásának időpontjában. (A Felügyelet jegybanki integrációját követően a PST a jegybankon belüli testületté vált a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény alapján, illetve a testület összetétele is átalakult.)

5 A PSZÁF elnökének 8/2013. (IV.29.) ajánlása a BUBOR-jegyzésben részt vevő piaci szereplők számára megtalálható a 2. számú függelékben (http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2394592/8_2013_ajanas.pdf).

BUBOR-t érintő változtatás azonban hosszabb előkészítést igényelhet (a tranzakciós adatokra történő áttérés vizsgálata, a panelméret bővítése, az alternatív referenciakamatok palettájának szélesítése stb. A jövőbeli reformfeladatokat a jelen tanulmány 4. fejezetében tekintjük át).

2.2. A BUBOR intézményi reformja

A jegyzések hitelességének megerősítése érdekében a korábbi PSZÁF és az MNB 2013 első negyedévében a BUBOR-jegyzésért felelős testület megerősítését, a jegyző bankoktól való függetlenségének fokozását javasolta a 8/2013 (IV. 29.) számú felügyeleti ajánlás kiadásával, követve a nemzetközi hatóságok ajánlásait (IOSCO, 2013; Wheatley Review, 2012b; EBA–ESMA, 2013). A korábbi rendszerben a jegyző bankok mérlegkitettséükből fakadóan érintettjei, végrehajtói és a Magyar Forex Társaságon (MFT) keresztül felelősei is voltak a BUBOR-jegyzéseknek. A hitelintézeteken kívül ugyanakkor számos érdekcsoportja van a jegyzéseknek (BUBOR-hoz árazott hitellel rendelkező háztartások, vállalatok, BUBOR alapú derivatív kitétséggel rendelkező pénzügyi piaci szereplők). A felügyeleti ajánlás ezért – a BUBOR intézményi függetlenségének erősítése érdekében – a BUBOR fő felelősének, a Magyar Forex Társaságnak (i) a szervezeti megerősítését; és (ii) a BUBOR-adminisztrációnak az MNB képviselőjével, illetve a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) által delegált független szakértővel⁶ történő kibővítését tartalmazta.

Az MNB, több más jegybankhoz (cseh, lengyel, román stb.) hasonlóan, a kezdetektől közreműködött a bankközi referenciakamatok kialakításában és a jegyzések lebonyolításában. Az MNB a Magyar Forex Társasággal kötött megállapodás szerinti technikai közreműködői feladatokat látott el a BUBOR megállapítása és publikálása során: az aktív kamatjegyző bankoktól érkező kamatadatok befogadása és rögzítése, trimmelt átlagok kiszámítása. Emellett az MNB közreműködőként részt vett az aktív kamatjegyző bankok listájának MFT általi megállapításában, a jegyzések archiválásában.

Az intézményi reformok keretében 2014. júliustól az MNB már a jegyzések módszertani és ellenőrzési munkáiban is közreműködik a Jegyzési Bizottságon keresztül. A Jegyzési Bizottság negyedévente ülészik; a tagok kinevezése legfeljebb két évre szólhat, illetve egyszer megújítható, ezzel is követve az EBA-ESMA (2013) reformjavaslatait.

Az MFT–MNB–Bankszövetség által megkötött háromoldalú megállapodás alapján a Jegyzési Bizottság felügyeli többek között a BUBOR számítási módszertanát, a Jegyzési Eljárásokban részt vevő panelbankok kinevezésének és visszahívásának a kritériumait, a Jegyzési Eljárásokkal kapcsolatos futamidőket és a jegyzési mechanizmusokat, a Jegyzési Eljárások

⁶ A PSZÁF 2013. őszi jegybanki integrációja következtében az MFT–MNB–Bankszövetség–megállapodás alapján az MNB két képviselőt jelölt a Jegyzési Bizottságba.

során alkalmazandó átlagolási, trimmelési szabályokat és a minimális árjegyzői szám biztosításának módszerét, valamint a tagoknak a Jegyzési Bizottságban betöltött és egyéb, a Jegyzési Bizottságon kívüli feladataik során felmerülő érdekellentétek kezelését (*Magyar Forex Társaság, 2014b*).

A függetlenség erősítése érdekében a referenciakamatok felügyeletét ellátó nemzetközi intézmények is átalakultak:

- LIBOR: A nemzetközi intézményi reformok során a manipulációnak korábban kitett LIBOR esetében komolyabb intézményi változtatásokra volt szükség a hitelesség visszaállítása érdekében, ezért a Brit Bankszövetség helyett új adminisztrátort választottak. A tendereljárás során a New York-i székhelyű International Exchange (ICE) lett az új LIBOR-adminisztrátor. A LIBOR felügyeletére megalakult a Felügyelőbizottság (Oversight Committee), amelynek a panelbankokon túl tagja lett többek között az amerikai, az angol és a svájci jegybank (Federal Reserves, Bank of England, Swiss National Bank).
- STIBOR: A Riksbank reformjavaslatait követve, 2013 januárjában a Svéd Bankszövetség elnöksége jóváhagyta az adminisztrátori felelősség átvételét.
- EURIBOR: Az EURIBOR felügyeletét ellátó EURIBOR–EBF szintén intézményi reformokat hajtott végre – nem panelbanki tagokat nevezett ki, és létrejött az Európai Pénzügyi Intézet, amely az EURIBOR–EBF helyett a jegyzések új felelőse lett.
- TIBOR: Megalakultak a Japán Bankszövetségen belül a TIBOR adminisztrációjáért felelős testületek, köztük a Felügyelőbizottság, amelynek a tagjai többek között ügyvédek, számviteli, akadémiai és egyéb szakemberek.
- WIBOR: Megalakult a WIBOR Tanács, amelynek tagjai a Lengyel Felügyeleti hatóság (KNF), a Varsói Részvénytőzsde (GPW), a Lengyel Bankszövetség (ZBP), a pénzügyminiszter (MF), a KDPW_CCP és a Lengyel Forex Társaság (ACI Polska).

2.3. Kisebb változtatások a BUBOR-számítás módszertanában

A LIBOR-árjegyzések kapcsán felmerült legfontosabb kockázatok (manipuláció, piaci forgalom hiánya, szakértői becslések esetleges hibái) kizárása érdekében a BUBOR módszertana is változott: *(i)* csökkentették a jegyzési futamidők számát, *(ii)* módosult a nyelési eljárás, *(iii)* megerősítést kapott a panel kiválasztásának módszertana.

2.3.1. A lejáratok számának csökkentését a BUBOR esetében is végrehajtották

Az árjegyzések fontos problémája, hogy a fedezetlen bankközi piacon 1-2 hétnél hosszabb ügyletek az elmúlt években jellemzően nem kötöttek, így a hosszabb lejáratok kamatát szakértői becslések befolyásolták (Wheatley Review, 2012a; Erhart et al., 2013).

2. táblázat**A bankközi referenciakamatok adminisztrátorai és az árjegyzések felügyeletének új intézményi struktúrájú**

Név	Adminisztrátor			Árjegyzések felügyeletének intézményi átalakulása
	2012		2014	
BUBOR	Magyar Forex Társaság		Magyar Forex Társaság	Megalakul a Jegyzési Bizottság, amelynek tagjai az MNB és a Bankszövetség delegáltjai.
LIBOR	Brit Bankszövetség	➔	ICE Benchmark Administration	Megalakul a Felügyelőbizottság, amelynek tagjai Bank of England, Federal Reserve, Swiss National Bank, ISDA, Association of Corporate Treasurers, DTCC New York, Thomson Reuters, stb.
PRIBOR	Cseh Forex Társaság		Cseh Forex Társaság	Cseh Jegybank*
EURIBOR	Euribor-EBF	➔	Európai Pénzügyi Intézet (EMMI)	Az EMMI Irányítótestülete (Steering Committee) kibővítésre kerül új, kamatjegyző bankoktól független tagokkal, akik az irányítótestület többségét kell, hogy adják.
WIBOR	Lengyel Forex Társaság		Lengyel Forex Társaság	A WIBOR Tanács tagja a Lengyel Felügyeleti hatóság (KNF), Varsói Részvénytőzsde (GPW), Lengyel Bankszövetség (ZBP), Pénzügyminiszter (MF), KDPW_CCP és a Lengyel Forex Társaság
STIBOR	árjegyző bankok	➔	Svéd Bankszövetség	Megalakul a STIBOR Bizottság, amelynek tagja a Riksbank, egy független szakértő.
TIBOR	Japán Bankszövetség (JBA)	➔	Japán Bankszövetség Tibor Adminisztrátora (JBATA)	Megalakul a Felügyelőbizottság, amelynek tagjai ügyvédek, számviteli, akadémiai és egyéb szakemberek.

*Megjegyzés: *A Cseh Jegybank közreműködőként korábban is részt vett a jegyzések számításában.*

Forrás: ACI Polska, CNB, EMMI, ICE, JBA, Magyar Forex Társaság

Emiatt nemzetközileg is fontos módszertani javaslatként merült fel a lejáratok számának csökkentése. A javaslat végrehajtását megkönnyítette, hogy a pénzügyi szerződések általában csak néhány lejáratra (leggyakrabban az 1, 3 és 6 hónapos lejáratra) hivatkoznak. Egyes országokban – a BUBOR és LIBOR esetében korábban jegyzett 15 lejárat helyett – csak lényegesen kevesebb lejáratra készültek bankközi kamatjegyzések már a LIBOR-ügy kirobbanását megelőzően is (WIBOR: 9, PRIBOR: 9, ROBOR: 8, STIBOR: 8). A hazai és nemzetközi viták során többen úgy érveltek, hogy a futamidőszám csökkentése könnyen végrehajtható, ugyanis néhány hozamgörbepont megtartása mellett már interpolálhatóak a köztes lejáratok kamatai.

3. táblázat
Bankközi referenciakamat-jegyzések száma futamidőnként és a megszüntetett futamidők⁸

Referencia-kamat	Deviza	Futamidők száma			Megszüntetett futamidők
		2012	2014	Változás 2014 és 2012. között (%)	
BUBOR	HUF	15	9	-40%	4, 5, 7, 8, 10, 11 hó
CIBOR	DKK	14	8	-43%	4, 5, 7, 8, 10, 11 hó
EURIBOR	EUR	15	8	-47%	3 hét, 4, 5,7,8,10,11 hó
LIBOR	CHF, EUR, GBP, USD, JPY	15	7	-53%	2 hét, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 11 hó
PRIBOR	CZK	9	9	0%	-
ROBOR	RON	8	8	0%	-
STIBOR	SEK	8	6	-25%	9,12 hónap
TIBOR	YEN	13	13	0%	-
WIBOR	PLN	9	9	0%	-

Forrás: ACI Polska, BNRO, CNB, Danish Bankers Association, EMMI, ICE, JBA, Magyar Forex Társaság, Riksbank

A nemzetközi gyakorlatban a referenciakamat-jegyzési futamidők száma 20–50 százalékkal csökkent. Elsősorban a 3 hónapnál hosszabb, szerződésben ritkán hivatkozott futamidőket (4, 5, 7, 8, 10, 11 hó) törölték 2013-at követően (3. táblázat).

Az MNB ajánlásaira reagálva módosult a BUBOR-szabályzata, és 2014 februárjától a jegyzéseket a korábbi 15 helyett csak a legfontosabb 9 futamidőre készítene a panelbankok (1 nap⁸, 1 hét, 2 hét, 1 hó, 2 hó, 3 hó, 6 hó, 9 hó, 12 hó). Mindez az árjegyzők eljárásrendjét egyszerűsíti, és csökkenti az árjegyzések adminisztrációs költségeit.

2.3.2. Az árjegyzések megbízhatóságának és elérhetőségének javítása érdekében változott a nyelési eljárás

A nemzetközi gyakorlatban a szélsőségesen alacsony és magas jegyzéseket figyelmen kívül hagyják a referenciakamatok kalkulációja során, amit szakszóval nyelési eljárásnak (trimmelés) neveznek. A nyelési eljárás csökkenti a manipuláció lehetőségét és az egyedi banki ügyletek volatilitásának átgyűrűzését. A trimmelés hátulütője ugyanakkor az, hogy

7 CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate) - dán koronában denominált koppenhágai bankközi hitelek referenciakamata, EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) - euróban denominált hitelek bankközi referenciakamata, PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate) - cseh koronában denominált hitelek prágai bankközi referenciakamata, ROBOR (Romanian Interbank Offered Rate) - román lejben denominált hitelek bankközi referenciakamata, STIBOR (Stockholm InterBank Offered Rate) - svéd koronában denominált hitelek stockholmi bankközi referenciakamata, TIBOR (Tokyo InterBank Offered Rate) japán jenben denominált hitelek tokiói bankközi referenciakamata.

8 overnight (o/n)

minden nap figyelmen kívül hagyja a jegyzések egy adott részét (korábban a BUBOR esetében a legmagasabb és legalacsonyabb 4-4 jegyzést), még olyankor is, amikor a kezelni kívánt kockázatok nincsenek jelen, és így értékes információkat hagyhatnak figyelmen kívül, ami akár torzítást is vihet a jegyzésekbe.

Amennyiben az árjegyzők száma alacsony, az árjegyzést koordináló intézmény trimmelési mozgástere kisebb, hiszen értékes megfigyeléseket kell kizárnia a mintából. Így Svédországban és egyes ázsiai országokban, ahol alacsony az árjegyzők száma, jelenleg nem trimmelt átlagokat számítanak, illetve a trimmelés mértéke az árjegyzők számának függvénye.

A BUBOR-szabályzatot követve, korábban a nyesési eljárás során az átlagszámításhoz a kalkulációkat végző Magyar Nemzeti Bank a legmagasabb 4, illetve a legalacsonyabb 4 jegyzést elhagyta a mintából. Az árjegyzői szám csökkenésére reagálva, ugyanakkor az MNB javaslatára a nyesési módszert az árjegyzők számának függvényében határozták meg. Az új eljárás szerint a trimmelés igazodik az árjegyzők számához: kisebb árjegyzői szám esetén csökken az átlagszámítás során elhagyott jegyzések száma (Magyar Forex Társaság, 2014a).

4. táblázat

A nyesés abszolút és relatív mértéke különböző panelbankméretek esetén a korábbi és az új eljárás szerint*

Panelbankok száma (N)	Korábbi eljárás		Új eljárás	
	Trimmelés (db)	Trimmelés relatív értéke	Trimmelés (db)	Trimmelés relatív értéke
16<=N	4	<25%	4	<=25%
12<=N < 16	4	27-33%	3	20-25%
7<=N < 12	4	36-57%	2	18-29%
N < 7	4	66%<	1	17%<

*Megjegyzés: A táblázatban az egyirányú nyesés mértékét tüntettük fel.

A nemzetközi gyakorlatban további módosítási javaslatként merültek fel a középérték-számítás olyan alternatívái, amelyek az átlagnál kevésbé érzékenyek a manipulációra: egyrészt a medián, másrészt a véletlen kiválasztás, harmadrészt az adaptív trimmelés. Ezek hátránya ugyanakkor, hogy nehezebben értelmezhetők és ellenőrizhetők a közvélemény számára. Tekintettel arra, hogy a nemzetközi gyakorlatban sem született javaslat új számítási módszerre történő áttérésre, a BUBOR esetében sem történt ezen a téren változtatás.

2.3.3. A panelméret csökkenésének megfordítása kiemelt céljá vált

A nagyobb panelméret statisztikai szempontokból előnyös, különösen figyelembe véve azt, hogy az átlagszámítás során alkalmazott nyesési eljárás miatt a mintának csak egy része használható a BUBOR kalkulációja során (lásd részletesebben a 2.3.2. pontban a nyesési eljárás kapcsán írottakat).

A LIBOR manipulációját követően a jegyzési tevékenység kockázatai növekedtek, ami átmenetileg a panelméret nemkívánatos csökkenéséhez vezetett számos országban. Az árjegyzési tevékenység egyrészt költségesebbé vált, mert a reformokhoz kapcsolódó ajánlásoknak egyre nehezebb volt megfelelni. Emellett a jegyzési tevékenység jelenleg már fokozottabb szabályozói ellenőrzésekkel jár, és reputációs kockázatot hordoz. Az önkéntes alapon működő jegyzési hajlandóság csökkenésének kockázataira a nemzetközi hatóságok is figyelmeztettek (IOSCO, 2013:32). A legnagyobb mértékű csökkenés azokban az országokban történt, ahol korábban relatíve sok jegyző volt, az EURIBOR-jegyzők száma például 44-ről 25-re csökkent bő két év alatt.

A WIBOR esetében 2013 januárjában átmenetileg csak 10 árjegyző vett részt, ugyanakkor 2014 decemberéig sikerült az árjegyzők számát a 2012. novemberi 13-ra emelni. Ebben az is közrejátszhatott, hogy a Lengyel Nemzeti Bank a panelméret csökkenésére reagálva, módosította a pénzügyi árjegyzői rendszerét, 2013 márciusától ugyanis csak WIBOR-árjegyzők férnek hozzá a 7 napnál rövidebb futamidejű gyorstenderekhez (NBP, 2013).

5. táblázat
A jegyzéseket készítő panelbankok száma a bankközi referenciakamatok esetében

Referenciakamat	Deviza	Panelméret		
		2012. szeptember	2014. december	Változás (%)
BUBOR	HUF	16	9	-44%
CIBOR	DKK	9	6	-33%
EURIBOR	EUR	44	25	-43%
LIBOR	CHF, EUR, GBP, USD, JPY	8-16 (devizánként változó)	11-18 (devizánként változó)	21%
PRIBOR	CZK	8	6	-25%
STIBOR	SEK	6	6	0%
TIBOR	YEN	16	15	-6%
WIBOR	PLN	13	13	0%

Forrás: ACI Polska, CNB, Danish Bankers Association, EMMI, ICE, JBA, Magyar Forex Társaság, Riksbank

A BUBOR-panelban 2012. szeptemberben 16 bank képviseltette magát, 2014-re ugyanakkor a panelbankok száma 9-re csökkent. Nemzetközi összehasonlításban a hasonló méretű országokhoz képest a hazai panelméret összességben továbbra is nagyra tekinthető (Csehország, PRIBOR: 6, Dánia, CIBOR: 6, Svédország, STIBOR: 6), ugyanakkor a nyelési eljárást figyelembe véve, az árjegyzői szám csökkenésének megállítása és a folyamatok megfordítása kiemelt céllá vált.

Az MNB közreműködésével kidolgozott, 2013-as felügyeleti ajánlás egyéb módszertani kérdések (futamidők, trimmelés, stb.) mellett a panelméret bővítésére is javaslatot tett:

„A jegyzésben részt vevő panelbankok körét fenn kell tartani, lehetőség szerint bővíteni kell, a Felügyelet ezt elvárja a magyar bankközi piac szereplőitől.”⁹

Az MNB hivatalosan is felkért több bankot a panelbankok kiválasztási kritériumainak 2014. novemberi felülvizsgálatát követően a BUBOR jegyzésekben történő közreműködésre.

Az árjegyzői szám további csökkenése esetén az Európai Parlament és a Tanács folyamatban lévő szabályozási javaslatának szellemében felmerülhet az árjegyzések kötelezővé tétele.

2.4. A transzparencia fokozása kedvezően hathat az árjegyzésekre

Általános kritikaként fogalmazták meg a referenciakamatok kapcsán, hogy az eljárásrend és a referenciakamatokkal kapcsolatos döntések nem eléggé átláthatóak, és a hitelesség visszaállítása érdekében is nagyobb fokú transzparencia indokolt (Wheatley Review, 2012b; Riksbank, 2012; EU Bizottság, 2012; IOSCO, 2013).

A Wheatley Review (2012b) a transzparencia fokozása érdekében a LIBOR-t felügyelő intézmény döntéshozatali jegyzőkönyveinek nyilvánosságra hozatalára tett javaslatot, valamint a referenciakamatok felügyeletét ellátó intézmények döntéshozatalának és szankcióinak átláthatóbbá tételét sürgette. Emellett a jelentés készítői a jegyzések rendszeres statisztikai átvilágítását javasolta annak ellenőrzésére, hogy a jegyzések híven tükrözik-e a piaci kondíciókat.

A BUBOR reformja során a transzparencia növelése érdekében a következő lépéseket kezdeményezte az MNB:

- A BUBOR-jegyzések közzététele: az MNB a manipulációs kockázatok csökkentése érdekében az egyedi banki jegyzéseket idősoros formában is közzétette a Reuters hírügynökség oldalán (BUBOR PANEL). A BUBOR-átlagok már korábban is elérhetőek voltak az MNB honlapján, valamint a Bloomberg és Reuters hírügynökségeken keresztül.¹⁰
- A BUBOR-jegyzések rendszeres elemzése: a nemzetközi ajánlásokat követve a Bankszövetség–MNB–MFT közötti háromoldalú megállapodásban rögzítették, hogy az MNB rendszeres, éves gyakoriságú elemzéseket készít arról: az árak megfelelnek-e a piaci kondícióknak, nem merült-e fel a BUBOR manipulációjának szándéka. A Jegyzési Bizottság 2014 augusztusában hagyta jóvá az MNB-nek a BUBOR-jegyzések éves statisztikai elemzési

⁹ 8/2013. (IV. 29.) számú MNB-ajánlás BUBOR-jegyzésben részt vevő piaci szereplők számára, https://felugyelet.mnb.hu/data/cms2394592/8_2013_ajanlas.pdf.

¹⁰ BUBOR-jegyzések idősoros formában az 1996. évtől: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Monetaris_politika/mnben_jegybanki_eszkozatar/mnben_egynaposjegybankieszkozok/bubor2.xls.

módszertanára vonatkozó javaslatait. Az első rendszeres átvilágítást 2015. februárban végezték el, az átvilágítás részleteit nyilvánosságra hozza az MNB.

- A Jegyzési Bizottság-ülések jegyzőkönyveinek publikációja: A Jegyzési Bizottság a jegybanki ajánlásokat követve határozott arról, hogy üléseinek rövidített jegyzőkönyvét közlésezi honlapján.

3. A BUBOR aktív kamatjegyzőivel szembeni kritériumrendszer felülvizsgálata

3.1. Nemzetközi kitekintés

A BUBOR-kamatjegyző bankokra vonatkozó kritériumrendszer felülvizsgálatához 10, főként európai ország, illetve az euroövezet¹¹ referenciakamatait vizsgáltuk meg. Közülük 3 ország esetében (Bulgária, Horvátország, Szerbia) nem találtunk elérhető jegyzési szabályzatot. A többi vizsgált referenciakamat szabályzata *a kamatjegyző bankok kiválasztásának szabályozottsága szerint alapvetően 3 csoportba sorolható*:

1. Nincsenek szabályzatban rögzített fix kritériumok

- a. Csehország (PRIBID/PRIBOR): A pályázó bank írásbeli pályázatát a Cseh Forex Társaság a cseh jegybankkal folytatott konzultáció után 60 napon belül elbírálja, aminek keretében elfogadhatja vagy – akár indoklás nélkül – elutasíthatja (CNB, 2013).
- b. Egyesült Királyság (LIBOR): A LIBOR-szabályzat jövőbeni módosításai fognak a kritériumokról rendelkezni, a hatályos LIBOR-szabályzat nem tartalmaz pontos iránymutatást. A hiányosság oka, hogy az Intercontinental Exchange Benchmark Administration Ltd. csak 2014. február 1-jével vette át a LIBOR szabályozását (ICE, 2014).

2. Csak nem vagy nehezen számszerűsíthető kritériumokat tartalmaz

- c. Svédország (STIBOR): A banknak működése során legalább egyéves, jelentős, közvetett vagy közvetlen kötődéssel kell rendelkeznie a STIBOR-hoz, a svéd pénzpiacon közvetítőként vagy kibocsátóként kell tevékenykednie, továbbá személyi és infrastrukturális fel-

¹¹ Bulgária (SOFIBID/SOFIBOR), Csehország (PRIBID/PRIBOR), Dánia (CIBOR), Egyesült Királyság (LIBOR), Eurozóna (EURIBOR), Horvátország (ZIBOR), Japán (TIBOR), Lengyelország (WIBID/WIBOR), Románia (ROBID/ROBOR), Svédország (STIBOR), Szerbia (BELIBOR).

tételeiben képesnek kell lennie a napi szintű kamatközlésre. A bank pályázik a tagságra, és pályázatában közli, vállalja, hogy megfelel a STIBOR-szabályzatnak és a Svéd Bankszövetség igazgatósága, valamint a STIBOR-bizottság által hozott döntéseknek (SBA, 2014).

d. Dánia (CIBOR): A jegyző bankok két csoportra oszthatók, amelyek közül az 1. csoport tagjai egész nap (8.30 és 16.00 óra között) a piac rendelkezésére állnak, és feltételezik róluk, hogy elégséges limitekkel állnak más CIBOR-jegyzők rendelkezésére. Az 1. csoport tagjai a CIBOR-on kívül más jegyzésekben is részt vesznek. A 2. csoportba kerüléshez pályázni kell a Dán Bankszövetséghez vagy egy 1-es csoportban lévő bank ajánlása szükséges, valamint legalább egyéves pénzügyi részvétel szükséges hozzá.

A CIBOR-bizottság az alábbiakat vizsgálja a felvételnélkor:

- a jelölt néhány termékével legyen meghatározó szereplő a piacon,
- álljanak rendelkezésre a szükséges erőforrásai,
- a részvétele javítsa a referenciakamat minőségét (DBA, 2012).

3. Könnyen számszerűsíthető kritériumokat is tartalmaz

e. Eurozóna (EURIBOR): Olyan bank pályázhat tagságra, amelyik eurókamathoz kötődő pénzügyi eszközökhöz kapcsolódóan képes lebonyolítani jelentős forgalmat.

A jelentkező tevékenységének és szakértelmének elbírálásakor elsődlegesen az alábbi – mérlegen belüli – ügyletekre vannak tekintettel:

- rövid lejáratú hitelek,
- pénzügyi papírok (pl.: letéti igazolás, kereskedelmi papír),
- passzív repoügyletek,
- rövid lejáratú betétek,
- aktív repoügyletek,
- kisebb mértékben derivatívák EURIBOR-hoz kötött mögöttes termékekkel GMU-országok pénznemében denominálva,
- devizaswapok, amelyeknek legalább egy lába GMU-pénznemben van denominálva (EMMI, 2014).

f. Lengyelország (WIBID/WIBOR): A szabályzat alapján a kamattjegyző bankok közé kerüléshez a Lengyel Forex Társaság meghívása szükséges. Meghívható az a hitelintézet, amelynek az eszközállománya a lengyel bankrendszer teljes eszközállományának legalább az 1 százalékát kiteszi.

A Lengyel Forex Társaság a meghívás során tekintettel van az alábbiakra:

- a banknak a bankközi piacon betöltött szerepére, különös tekintettel a likviditásnyújtó képességére és forgalmi adataira,
- a bank Tier 1 tőkeszintjére,
- a bank bankközi piaci működésének professzionalizmusára és reputációjára (ACI Polska, 2013).

g. Japán (TIBOR): Az árfolyamjegyző bankok kiválasztásánál a szervező általánosságban szem előtt tartja a TIBOR folytonosságát, valamint a pénzügyi szektor diverzifikáltságát, továbbá tekintettel van a kiválasztásra kerülő bankok

- kereskedési volumeneire (jen TIBOR – japán piac; eurojen TIBOR – Japánon kívüli piacok),
- jeneszközeinek teljes állományára,
- múltbeli árfolyamjegyzéseinek a megbízhatóságára (amennyiben nem újonnan kiválasztásra kerülő bankról van szó),
- belső folyamataira, amelyek a TIBOR-szabályzatban foglalt szabályoknak való megfeleléssel függnek össze (JBA, 2014).

h. Románia (ROBID/ROBOR):

A bankok meghívásánál az alábbi kritériumokat veszik figyelembe:

- aktivitás a bankközi piacon,
- a többi kamatjegyző partnereknek nyújtott lej betéti limitjei,
- a többi kamatjegyző bank lej betéti limitjei a bank felé (BNRO, 2014).

A fentiek alapján azon referenciakamatok, amelyeknek a szabályzata jól számszerűsíthető kritériumokat tartalmaz, közősek abban, hogy a jegyzők körének meghatározásakor vizsgálják a pályázó hitelintézetnek a fedezetlen bankközi hitelpiaci aktivitását. A depópiaci forgalom mellett több referenciakamat szabályzatában megjelenik az egyéb, nagyrészt a referenciahozamhoz köthető, vagy azok mögöttes termékének piacához hasonló pénzügyi piacokon lebonyolított forgalom is (repopiaci aktivitás, kibocsátott pénzpiaci papírok, devizaswapok, egyéb derivatívák). A WIBOR és a TIBOR esetében – a BUBOR-hoz hasonlóan – megjelennek a bankok méretére vonatkozó kritériumok is (eszközállomány, Tier 1 tőkeszint).

3.2. A BUBOR-panel kiválasztásához használt mutatók köre

A 2014 novemberét megelőzően hatályos BUBOR-szabályzat szerint az aktív kamatjegyző bankok listájának alapjául 50 százalékban a tárgyidőszakot megelőző naptári negyedév futamidővel súlyozott, teljes bankközi forintbetét/hitel és devizacsere ügyletek forgalmi ranglista, valamint 50 százalékban a tárgyidőszakot megelőző naptári negyedév végén jelentett mérlegfőösszeg alapján felállított lista szolgált. A devizacsereügyletek esetében az induló értéknappra kötött forintösszeget veszik figyelembe. Az így képzett listán szereplő bankok közül – a listán elért sorrendnek megfelelően – a Jegyzési Bizottság által az MNB közreműködésével meghatározott számú, de legfeljebb 16 bank vesz részt a BUBOR-fixing eljárásban (Magyar Forex Társaság, 2014).

A 2014 novemberét megelőzően hatályos BUBOR-szabályzat alapján tehát legfeljebb 16 bank vehetett részt a fixingeljárásban, így a fejezet során használt vizsgálatoknál a rangsorokban első 16 bankra fókuszáltunk. A felülvizsgálat során azt vizsgáltuk, hogy a különböző mutatók alkalmazása milyen mértékben differenciál az egyes bankok között, illetve az egyes mutatók használata esetén hogyan változna az első 16 bank közé potenciálisan bekerülő 16 bank listája. Ehhez meghatároztuk a legfrissebb elérhető adatok (2014. augusztus–szeptember–október) alapján a BUBOR-szabályzatban rögzítettek szerint az első 16 bank listáját, amelyet a különböző méretet, illetve piaci aktivitást mérő mutatók 2011. januártól 2014. szeptemberig tartó idősorai alapján kialakult rangsorokhoz lehetett viszonyítani. A rangsorokat a közvetlen VIBER- vagy BKR-tagsággal rendelkező, 39 tartalékköteles hitelintézetre határoztuk meg. Az adatok forrása a hitelintézeteknek, illetve a KELER-nek az MNB felé teljesített felügyeleti mérleg, D01, K02, K12, K14 és E06 adatszolgáltatásai.

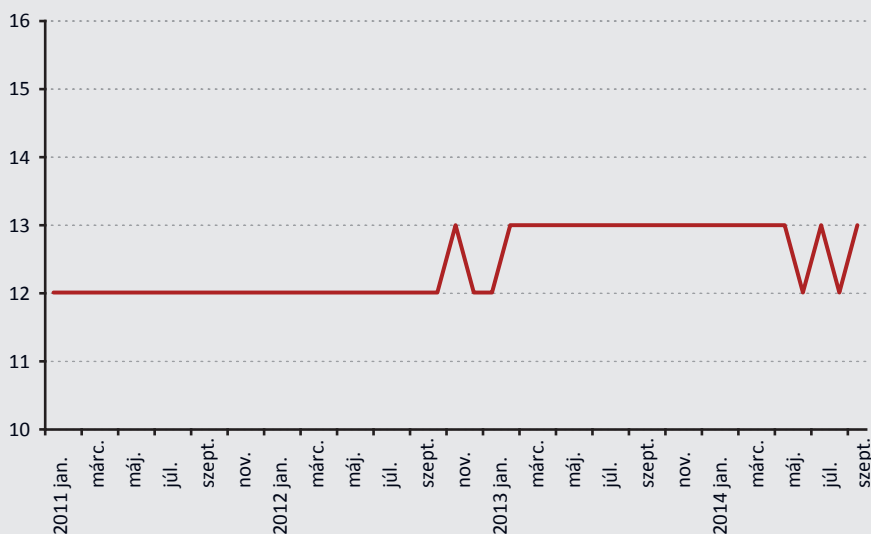
3.2.1. A bankok méretére vonatkozó mutatók (mérlegfőösszeg)

A bankok méretére vonatkozó mutatók közül a legkézenfekvőbb és a legegyszerűbben előállítható a bankok mérlegfőösszege, amelyet a 2014 novemberéig hatályos BUBOR-szabályzat szerint a Jegyzési Bizottság az MNB közreműködésével már a felülvizsgálatot megelőzően is figyelembe vett az aktív kamattaljegyző bankok körének meghatározásakor. A japán referenciakamat esetében nem a teljes eszközállományt mérő mérlegfőösszeget, hanem annak egy részhalmozását, a hazai devizában denominált eszközök nagyságát vizsgálják a kiválasztás során. Magyarországon a hitelintézetek pénzügyi forgalmának jelentős részét az FX-swappiaci ügyletek teszik ki, amelyek részben a bankok deviza vagy devizaalapú eszközeiből eredő árfolyamkockázat fedezésére szolgálnak, így a bankok piaci jelenlétének mértékére, piacismeretének fokára a forinteszközök mellett a devizaeszközök is hatással lehetnek. Mindez indokolja, hogy a japán gyakorlattól eltérően, a BUBOR esetében a kamattaljegyző bankok kiválasztása során olyan, a bank méretére vonatkozó mutató kerüljön alkalmazásra, ami a forinteszközök mellett a devizaeszközök nagyságát is kifejezi.

A mérlegfőösszeg kifejezi a hitelintézet forint- és devizaeszközeinek méretét, rendelkezésre áll az összes hitelintézet esetében, és a mutató nagysága alapján egyértelmű sorrend állítható fel a hazai bankok között, így *a mérlegfőösszeg alkalmas mutatószám az egyes bankok megkülönböztetésére*. Ugyanakkor a rangsorban a nagy bankoktól a kisebbek felé haladva, egyre csökken a különbség a szomszédos hitelintézetek mérlegfőösszegei között; a 16 legnagyobb bank együttes mérlegfőösszege a 39 vizsgált bank mérlegfőösszegének 89 százalékát teszi ki. Ebből következik, hogy az alacsonyabb mérlegfőösszegű bankok egymástól való megkülönböztetése során a rangsor állításánál *kis nominális különbség is jelentős hatással lehet a bankok sorrendjére, ami indokolja a mutatók diverzifikálását, a végső rangsor állításánál egyéb mutatók figyelembevételét is*.

Az 1. ábra alapján a BUBOR-szabályzatban meghatározott, legfrissebb rangsor szerinti 16 bankból viszonylag stabilan 12-13 bank szerepelt a pusztán mérlegfőösszeg szerint állított rangsor első 16 bankja között. Tehát a szabályzatban rögzített kritérium másik eleme, a bankközi betét/hitel és devizaswap-piaci rangsor 3-4 bank pozíciójára van hatással.

1. ábra
A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül mérlegfőösszeg alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása



Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) felügyeleti mérlegjelentések alapján saját számítások

3.2.2. A bankok piaci aktivitásának mérésére szolgáló mutatók

A bankok piaci aktivitását mérő mutatók közül a legjelentősebb hazai bankközi piacok (devizaswap, depó, repo, FRA, IRS) forgalmait vizsgáltuk. Az EURIBOR esetében a Steering Committee vizsgálja a pénzpiaci papírok piacát is, az alacsony hazai kibocsátási volumenek miatt azonban ezt a piacot nem volt indokolt figyelembe venni Magyarország esetében. Bár a vizsgált piacok közül közvetlenül a BUBOR-hoz csak a depó-, az FRA- és az IRS-piacok kapcsolódnak¹², a hitelintézeti ügyletkötők piacismeretére a hitelintézetnek a devizaswap- és repopiacon mutatott aktivitása is hatással van, így indokoltnak tartottuk a vizsgálatot ezen piacokra is kiterjeszteni.

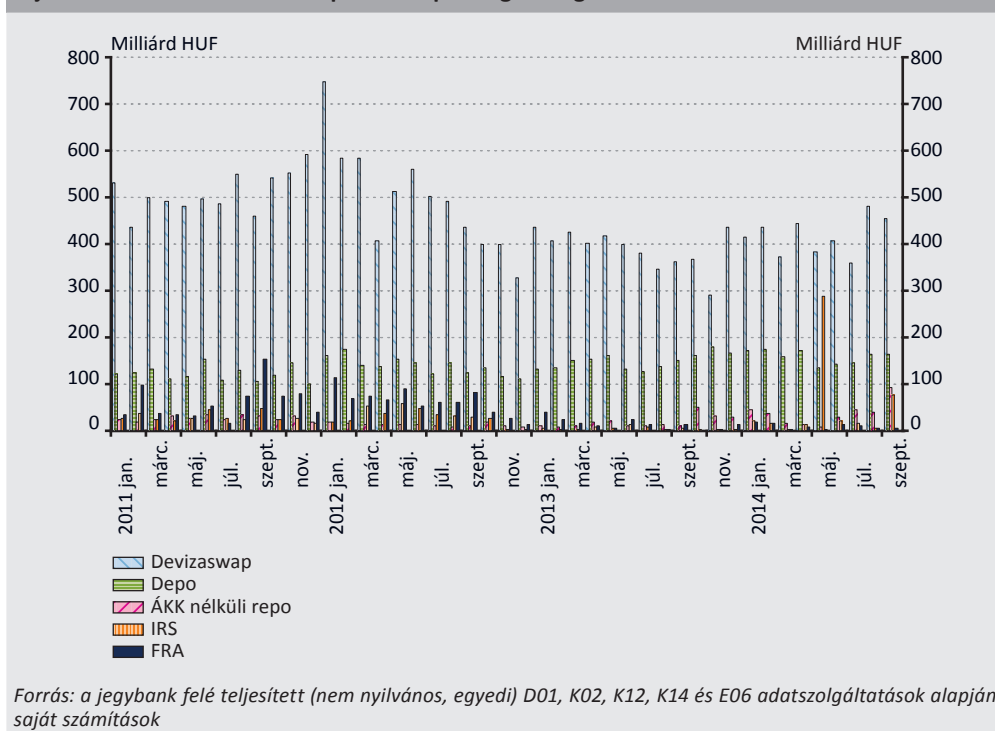
A hazai bankközi piacok közül messze a devizaswappiac bonyolítja le a legnagyobb forgalmat, míg a kötési volumenek alapján a második a fedezetlen bankközi hitel/betét (depó-)

¹² A BUBOR-jegyzések a forintdepópiacon történő hitelnyújtásra vonatkoznak, a forint IRS- és FRA-ügyletek kifizetési függvénye pedig a BUBOR-hoz kötött.

piac. A többi vizsgált hazai bankközi piac (az ÁKK ügyletkötéseitől szűrt repo, IRS, FRA) forgalma különösen 2012 végétől – néhány kiugró hónaptól eltekintve – jelentősen elmarad az előbbi két piactól.¹³ Pusztaán a bankközi piacok forgalmáról elérhető adatokat tekintve nem volt indokolt, hogy a depó- és a devizaswappiacon felül más hazai bankközi piacok forgalma befolyásolja az aktív kamatjegyző bankok körét. Ugyanakkor az EMIR¹⁴ és a vonatkozó szabályozó technikai szttenderdek változásával a jövőben várhatóan jelentősen kibővül a külföldi piacokon kötött ügyletekről a jegybankok rendelkezésére álló adatok köre, ami indokoltá teheti a megállapítások későbbi felülvizsgálatát.

A következő alfejezetekben megvizsgáljuk, hogy a forgalmon felüli egyéb szempontok alapján mennyire alkalmasak és hasznosak a jelentősebb hazai bankközi piacok a rangsor minőségének, információtartalmának javítására.

2. ábra
A jelentősebb hazai bankközi piacok napi átlagos forgalmának alakulása havi bontásban



13 Az alacsony hazai forgalom az FRA- és az IRS-piacon többek között annak tudható be, hogy a külföldi bankcsoportokhoz tartozó hazai hitelintézetek esetében az IRS- és FRA-kötéseket gyakran a bankcsoport egy külföldi tagja bonyolítja le külföldi piacokon. Ezen ügyletek nem szerepelnek a vizsgált adatszolgáltatásokban, így ezekre az MNB-nek nincs közvetlenül rálátása.

14 Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról.

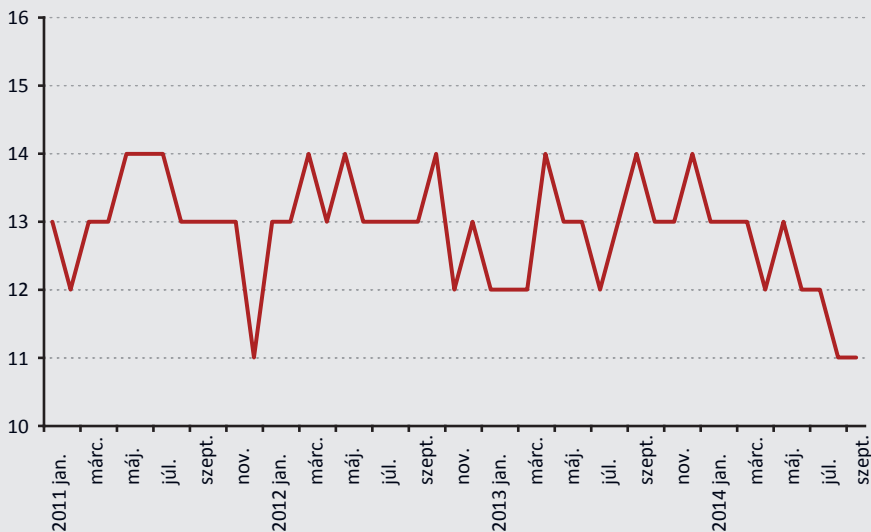
3.2.2.1. Bankközi fedezetlen forinthitel/betét piac (depópiac)

A depópiac a BUBOR definíciója alapján kiemelt jelentőségűnek tekinthető, ugyanis a BUBOR-jegyzések a depópiacon történő hitel nyújtására vonatkoznak. Forgalmát tekintve a hazai bankközi piacok második legforgalmasabb szegmense, átlagos napi forgalma eléri a 140 milliárd forintot. A közvetlen VIBER- vagy BKR-tagsággal rendelkező belföldi bankok szinte kivétel nélkül (35-en a 39 bankból) rendszeresen kötnek ügyleteket a depópiacon, tehát *a piac alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására*. Jelentőségénél fogva indokolt forgalmának a vizsgált mutatók közti szerepeltetése. Ugyanakkor ezen a piacon is érvényes, hogy a rangsorban a magasabbtól az alacsonyabb forgalmat lebonyolító bankok felé haladva, egyre csökken a szomszédos bankok közötti különbség. A depópiacon a 16 legnagyobb forgalmat lebonyolító bank ügyletkötései a forgalom 96 százalékát teszik ki, *így az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való stabil megkülönböztetésére a depópiac csak mérsékelten alkalmas*.

A 3. ábra alapján a BUBOR-szabályzatban meghatározott legfrissebb rangsor szerinti 16 bankból 11-14 bank szerepelt a pusztán depópiaci forgalom szerint állított rangsor első 16 bankja között. Tehát *a szabályzatban rögzített kritérium másik két eleme, a bankközi devizaswappiac és a mérlegfőösszeg a rangsorban 2-5 bank pozíciójára van hatással*.

3. ábra

A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül a futamidővel súlyozott depópiaci forgalom alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása



Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) K02 és K12 adatszolgáltatások alapján saját számítások

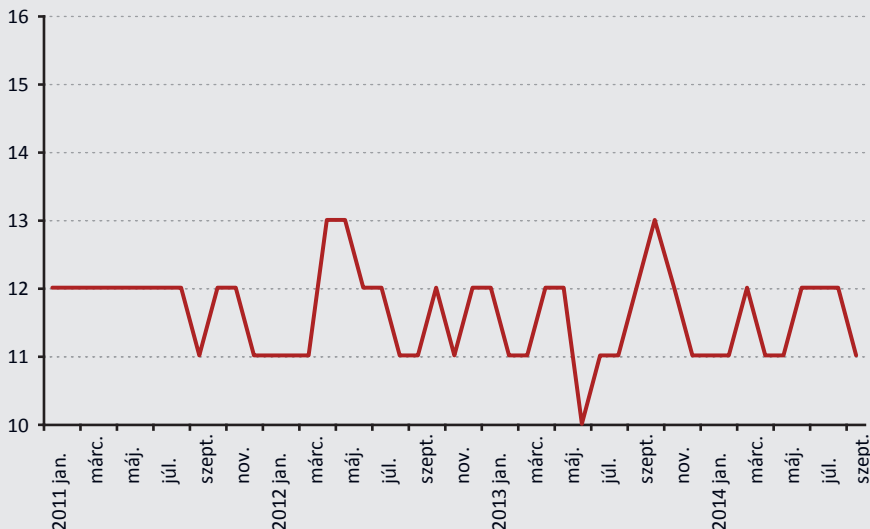
3.2.2.2. Devizaswappiac

A hazai bankok a devizaswappiacon bonyolítják le messze a legnagyobb forgalmat a bankközi piacok közül, annak az átlagos napi forgalma meghaladja a 450 milliárd forintot. Bár a lakossági deviza-, valamint devizaalapú hitelek nagy részének forintosításával a jövőben várhatóan csökken a hazai devizaswappiac jelentősége, de vélhetően még ezt követően is kiemelt jelentőséggel bír majd a hazai bankközi piacok között. A devizaswap-piaci ügyletkötések a jelenlegi kritériumrendszer szerint is részét képezik a vizsgált mutatóknak. A közvetlen VIBER- vagy BKR-tagsággal rendelkező belföldi bankok túlnyomó többsége (24 a 39 bankból) rendszeresen köt ügyleteket a devizaswappiacon, tehát *a piac alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására*. Ugyanakkor ezen a piacon is érvényes, hogy a rangsorban a magasabbtól az alacsonyabb forgalmat lebonyolító bankok felé haladva, egyre csökken a szomszédos bankok közötti különbség. A devizaswappiacon a 16 legnagyobb forgalmat lebonyolító bank ügyletkötései a forgalom 99 százalékát teszik ki, míg a vizsgált 39-ből 15 bank 2014. július és szeptember között egyáltalán nem kötött itt ügyletet, így *az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való megkülönböztetésére a devizaswappiac önmagában nem alkalmas*.

A 4. ábra alapján a BUBOR-szabályzatban meghatározott, legfrissebb rangsor szerinti 16 bankból 10-13 bank szerepelt a pusztán devizaswap-piaci forgalom szerint állított rangsor első 16 bankja között. Tehát *a szabályzatban rögzített kritérium másik két eleme, a bankközi betét/hitel és a mérlegfőösszeg a rangsorban 3-6 bank pozíciójára van hatással*.

4. ábra

A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül a futamidővel súlyozott devizaswap-piaci forgalom alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása



Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) D01adatszolgáltatás alapján saját számítások

3.2.2.3. Az ÁKK ügyletkötéseitől szűrt forintrepopiac

A hazai bankközi forintrepopiac-forgalma meglehetősen alacsony, átlagosan napi 20 milliárd forint körüli. Az ügyletelő bankok száma is meglehetősen koncentrált a piacon, a vizsgált 39 bankból mindössze 12 kötött ügyletet 2014. július és szeptember között, tehát *a piac kevésbé alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására, és egyáltalán nem alkalmas önmagában az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való megkülönböztetésére.*

Mivel a kamatjegyző bankoknak a BUBOR-szabályzatban meghatározott, maximális számánál kevesebb, mindössze 12 bank köt rendszeresen ügyletet a repopiacon, *a repopiaci aktivitás önmagában nem befolyásolná az első 16 helyre bekerülő bankok listáját.*

3.2.2.4. Hazai forint bankközi IRS-piac

A repopiachoz hasonlóan, a hazai bankközi forint IRS-piac forgalma meglehetősen alacsony, átlagosan napi 20 milliárd forint körül van.¹⁵ Az ügyletet kötő bankok száma is meglehetősen koncentrált a piacon, a vizsgált 39 bankból mindössze 9 kötött ügyletet 2014. július és szeptember között, tehát a repopiachoz hasonlóan, *az IRS-piac is kevésbé alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására, és egyáltalán nem alkalmas önmagában az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való megkülönböztetésére.*

Mivel a kamatjegyző bankoknak a BUBOR-szabályzatban meghatározott, maximális számánál kevesebb, mindössze 9 bank köt rendszeresen ügyletet az IRS-piacon, *az IRS-piaci aktivitás önmagában nem befolyásolná a rangsor elejére bekerülő bankok összetételét.*

3.2.2.5. Hazai bankközi forint FRA-piac

A repo- és az IRS-piachoz hasonlóan, a hazai bankközi forint FRA-piac forgalma is meglehetősen alacsony, az elmúlt két évben átlagosan napi 10 milliárd forint körül ingadozott.¹⁶ Az ügyletet kötők száma is meglehetősen koncentrált a piacon, a vizsgált 39 bankból mindössze 3 kötött ügyletet 2014. július és szeptember között, tehát *az FRA-piac nem alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására.*

Mivel a kamatjegyző bankoknak a BUBOR-szabályzatban meghatározott, maximális számánál kevesebb, mindössze 3 bank köt rendszeresen ügyletet az FRA piacon, *az FRA-piaci aktivitás önmagában nem befolyásolná a rangsorban az egyes bankok pozícióját.*

¹⁵ Az alacsony forgalom okairól lásd a 14. lábjegyzetet.

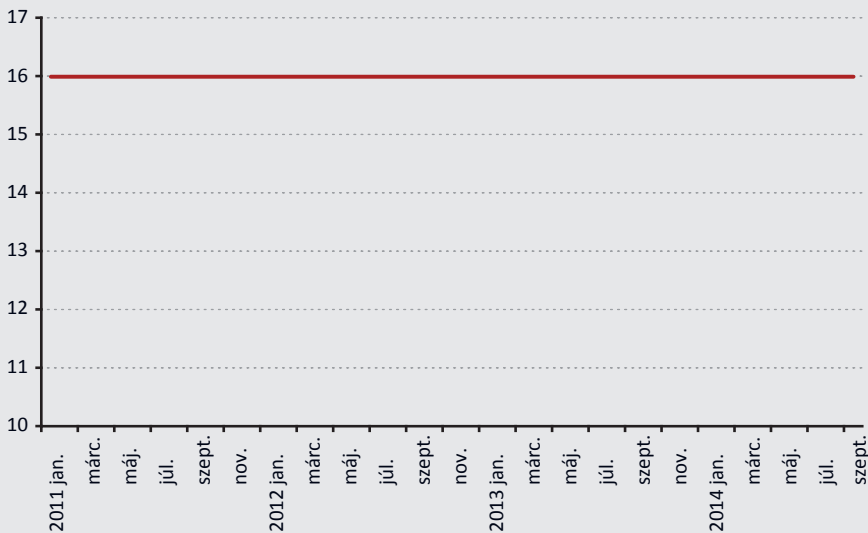
¹⁶ Az alacsony forgalom okairól lásd a 14. lábjegyzetet.

3.3. Az aktív kamatjegyzőkkel szemben támasztott kritériumrendszer felülvizsgálatának következtetései

A vizsgált nemzetközi referenciakamat-szabályozások alapján a BUBOR esetében az aktív kamatjegyző bankok körének megállapítása során vizsgált kritériumrendszer jól számszerűsíthető, nemzetközi szinten a szabályozottabbak közé sorolható. A hazai bankközi piacok sajátosságait, ezen belül is elsősorban a forgalmi adatokat és az aktívan ügyletelő bankok számát vizsgálva megállapítható, hogy a 2014 novemberéig hatályos BUBOR-szabályzat alapján vizsgált piacok további bővítése csak erősen korlátozott mértékben nyújtana többletinformációt a bankok összességének egymástól való megkülönböztetése során, és érdemlegesen valószínűleg nem befolyásolná a jelenlegi módszertan alapján kialakult rangsort. Ugyanakkor az elemzés arra rámutatott, hogy egyetlen mutató sem alkalmas tökéletesen arra, hogy önmagában differenciáljon a hitelintézetek, közülük is elsősorban a kisebb mérlegfőösszegű, illetve az alacsonyabb piaci forgalmat lebonyolító bankok között, tehát a kritériumrendszer meghatározása során indokolt több mutató alapján megállapítani a végső rangsort.

5. ábra

A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül a futamidővel súlyozott repo-, IRS-, FRA-piaci forgalom alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása*



Megjegyzés: *Az ábra az egyes piaci szegmensekre (repo, IRS, FRA) egyaránt 16 bankot mutatna.

Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) K14 és E06 adatszolgáltatások alapján saját számítások

A vizsgálat megerősítette a kamatjegyző bankok kiválasztásánál alkalmazott módszertan indokolt és robusztus voltát, ezért a vizsgálat tárgyalása során a Jegyzési Bizottság 2014. november 27-i ülésén határozatot hozott a módszertan megőrzéséről.

4. A BUBOR-reformok további lépései

A hazai és nemzetközi intézményi ajánlások alapján a BUBOR-reformok lezárásához további lépések szükségesek. Egyrészt az MNB ajánlása alapján szükséges a BUBOR-jegyzések magatartási kódexének elkészítése, amely tartalmazza az árjegyzésben résztvevőkkel szemben elvárt eljárásrendeket és az érdekkonfliktusok kezelésére vonatkozó irányelveket. Másrészt fontos elvárásként fogalmazták meg, hogy a jegyzéseket minél inkább a tranzakciós adatokkal kell kiváltani (*Wheatley Review, 2012b; IOSCO, 2013*), illetve a felhasználói igényeknek megfelelően alternatív referenciakamatokat kell kifejleszteni. Az MNB a BUBOR 1990-es évek végi megalkotását követően *2007 óta aktívan közreműködött a BIRS index (kamatcsereügyletek jegyzése) és 2010 óta a HUFONIA Swap Index¹⁷ (egynapos kamatokhoz indexált kamatcsereügyletek jegyzése) kidolgozása és meghirdetése során.* Ezen indexek a BUBOR-ral összevetve, egyelőre kisebb jelentőségűek, mivel lényegesen kevesebb ügyletnek szolgálnak referenciaként. Harmadrészt további feladatot jelent a kontingenciatervek kialakítása olyan esetekre, ha a BUBOR nem állítható elő a „normális” piaci és egyéb kondíciókat feltételező alapforgatókönyvvel ellentétben (például csökken az árjegyzők száma, működési kockázatok, stb.).

5. Összegzés

A LIBOR manipulációját követő nemzetközi referenciakamat-átalakítások szükségessé tették a BUBOR-reform végrehajtásának megkezdését 2013-ban. Az MNB által elindított reformok legfontosabb célja az volt, hogy a bankközi referenciakamatok jegyzése során felmerülő, fő kockázatokat a hazai környezetben is kiküszöböljék. A BUBOR hitelességének megerősítése céljából annak módszertanát 2014. júliustól egy új testület, a Jegyzési Bizottság felügyeli, amelynek az érdekkonfliktusok kezelése érdekében tagjai – a jegyző bankok képviselőit tömörítő Magyar Forex Társaságon túl – a Magyar Nemzeti Bank és a Magyar Bankszövetség delegáltjai. A BUBOR módszertanában szintén történtek finomítások az elmúlt két évben: (i) az árjegyzések elérhetőségének és megbízhatóságának erősítése érdekében változott

¹⁷ HUFONIA SWAP: éven belüli kamatcsereügyletek, amelyek keretében az egynapos bankközi kamatot (HUFONIA) cserélik el a felek az előre rögzített fix kamatra, http://www.acihungary.hu/doc/HUFOIS_Fixing.pdf.
BIRS: Budapest Interest Rate Swap index, kamatcsereügyletek, <http://www.acihungary.hu/index.php?id=birs>.

az úgynevezett nyesési eljárás, *(ii)* a jegyzett futamidők száma csökkent, *(iii)* megerősítést kapott a BUBOR-árjegyzők kiválasztásának módszertana. Hogy a BUBOR-árjegyzések átláthatóbbá váljanak, az MNB a jegyzések idősoros adatait már panelbankonként is közzéteszi a Reuters hírügynökségen keresztül, illetve a Jegyzési Bizottság üléseinek jegyzőkönyvei is elérhetők 2014 decembere óta. Az aktív kamatjegyző bankok kiválasztási kritériumainak megőrzésére vonatkozó MNB-javaslatot követően több bank felkérést kapott a jegyzésekben történő közreműködésre. A BUBOR-reform további lépéseit jelenthetik a jövőben a magatartási kódex felülvizsgálata, a tranzakciós adatokra történő áttérés lehetőségeinek vizsgálata és kontingenciatervek készítése. Az Európai Parlament és a Tanács készülő rendelettervezete a pénzügyi referenciamutatók szabályozásáról a jövőben a hazai pénzügyi indexek kialakítását is befolyásolhatja.

Felhasznált irodalom

ACI Polska (2014): Rules for Fixing WIBID and WIBOR Reference Rates. The Polish Financial Markets Association, December. http://www.acipolska.pl/images/stories/Rules_for_Fixing_WIBID_and_WIBOR_Reference_Rates_EN.pdf.

BNR (2014): Rules for determining the ROBID and ROBOR reference rates. Banca Națională a României. www.bnr.ro/files/d/Legislatie/En/RRR.pdf.

BIS (2013): Towards better reference rate practices: a central bank perspective Report prepared by an ECC Working Group. <http://www.bis.org/publ/othp19.pdf>.

CNB (2013): Rules for reference banks and the calculation (fixing) of reference interest rates (PRIBID and PRIBOR). Česká národní banka, October. https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/financial_markets/regulations/download/PRIBOR_rules_2013_en.pdf.

DBA (2012): Consultation document on the regulation of indices. Danish Bankers Association, 21 November. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/benchmarks/registered-organisations/danish-bankers-association_en.pdf.

EBA–ESMA (2013): Report on the administration and management of Euribor. European Banking Authority and European Securities and Markets Authority, January. http://www.esma.europa.eu/system/files/eba_bs_2013_002_annex_1.pdf.

EBA-ESMA (2014): Review of the Implementation of EBA–ESMA Recommendations to Euribor-EBF. http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-207_esma-eba_review_of_euribor_recommendations_0.pdf.

EC (2012): Consultation Document on the Regulation of Indices. European Commission, 5 September. 5. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/benchmarks/consultation-document_en.pdf.

EMMI (2014): Euribor Code of Conduct. European Money Markets Institute, September. http://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/Euribor_code_conduct.pdf.

ERHART, SZILÁRD – MOLNÁR, ZOLTÁN – LIGETI, IMRE (2013): A LIBOR-átvilágítás okai és hatásai a nemzetközi bankközi referenciakamat-jegyzésekre. *MNB-szemle*, 2013/1. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201301/erhart-ligeti-molnar.pdf.

FLISZÁR, VILMOS (2013): A BUBOR-hoz köthető állományok és a BUBOR-jegyzések részletes statisztikai elemzése 2013., Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, február. https://felugyelet.mnb.hu/data/cms2384951/BUBOR_allomanyok_jegyzesek.pdf.

IOSCO (2013): Principles for Financial Benchmarks. Final Report, July. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>.

ICE (2014): Libor Code of Conduct. Benchmark Administration, 3 February. https://www.theice.com/publicdocs/IBA_Code_of_Conduct.pdf.

HORVÁTH, CSILLA – KREKÓ, JUDIT – NASZÓDI, ANNA (2004): Kamatátgyűrés Magyarországon. *MNB Füzetek*, 2004/8. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek/mnbhu_mf_2004_8/mf2004_8v.pdf.

JBA (2014): JBA TIBOR Code of Conduct. TIBOR Administration, 1 April. http://www.jbatibor.or.jp/english/public/pdf/JBA%20TIBOR%20Code%20of%20Conduct_E.pdf.

KOCSIS, ZALÁN – CSÁVÁS, CSABA – MÁK, ISTVÁN – PULAI, GYÖRGY (2013): Kamatderivatíva-piacok Magyarországon 2009 és 2012 között a K14-es adatszolgáltatás tükrében. *MNB-tanulmányok* 107. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/MT107.pdf.

MFT (2014a): Hivatalos BUBOR szabályzat. Magyar Forex Társaság, augusztus 1. http://www.acihungary.hu/doc/bubor_szabalyzat.pdf.

MFT (2014b): A Magyar Forex Társaság egységes szerkezetbe foglalt Alapszabálya. Magyar Forex Társaság. <http://www.acihungary.hu/doc/Alapszabaly2014.pdf>.

NBP (2013): Financial Stability Report. July. <http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsr201307.pdf>.

SBA (2014): Framework for STIBOR. Swedish Bankers' Association, January. http://www.swedishbankers.se/Sidor/en/6_Stibor/1_Framework-for-Stibor.aspx.

SVERIGES RIKSBANK (2012): The Riksbank's review of Stibor. *Riksbank Studies*, November. http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riksbanksstudie/2012/rap_riksbanksstudie_stibor_121128_eng.pdf.

SVERIGES RIKSBANK (2014): Stibor Revisited, a follow up. *Riksbank Studies*, May. http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riksbanksstudie/2014/rap_riksbanksstudie_stibor_140526_eng.pdf.

WHEATLEY REVIEW, THE (2012a): The Wheatley Review of LIBOR: Initial Discussion Paper. August. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_wheatley_review.pdf.

WHEATLEY REVIEW, THE (2012b): The Wheatley Review of LIBOR: Final Report. September. http://cdn.hm-treasury.gov.uk/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf.