

2. | A repó kialakulása

*bankers' acceptance
certificate (BA)*

A repó eredete az Egyesült Államokban a XX. század elejére vezethető vissza, és a kereskedelmi hitelviszonyt megtestesítő, banki garanciával ellátott értékpapírok „bankers' acceptance certificate” (BA) és az állampapírok piacának az alapjain jött létre.

A BA nem igazán elérhető a pénzpiacon kívül. Jellegében sok hasonlóságot lehet felfedezni a váltóval, illetve az akkreditívvel. Akkor igazán előnyös a használata, amikor a másodpiaci hozamok a banki hitelkamatok alatt vannak, de a vállalkozás viszonylag kis mérete miatt nem érdemes önmagában kimennie a pénzpiacra egyedi kötvénykibocsátással.

A BA létrehozásának számos módja létezik, ugyanakkor a papír alapvető tartalma azonos. A kereskedelem finanszírozásában igen régóta használt forma a BA. Az USA-ban a nyersanyagok behozatalával kapcsolatban terjedt el. Az importőr az azonnali fizetés helyett felkéri a bankját, hogy bocsásson ki egy akkreditívét, amelyet átad az exportőrnek. Az exportőr a papírt a saját bankjánál leszámoltatja – így azonnali készpénzhez jut. Az exportőr bankja rápecsételi a papírra az „elfogadva” szót (ebből származik a Bankári Elfogadvány kifejezés). Az elfogadott papír a továbbiakban önálló életet élhetett – beválthatták a kibocsátó banknál, forgathatták a másodpiacon diszkont áron, illetve befektetésként is megőrizhették. A BA-nak a század elején igen nagy másodlagos piaca alakult ki. Egyes bankoknál külön üzletággá vált az „elfogadás”, és ezek olyan szakértelemmel és biztonsággal végezték a műveleteket, hogy a BA-k likviditása rendkívüli módon megnövekedett. A másodpiacon működő BA sok tekintetben esett egybe – vagy közelítette meg jelentősen – a rövid futamidejű állampapírok kategóriáját. Tipikusan azok a befektetők tartották a portfóliójuk egy részét BA-ban, akik amerikai kincstárjegyeket is vásároltak.

Mivel a BA-kon keresztül zajlott az Egyesült Államok termékkivitelének jelentős része, a FED az 1913-as megalakulása után – a Federal Reserve Act-ban rögzített – egyik legfontosabb feladatává az amerikai BA piacának fejlesztése vált. A FED elősegítette hazai BA kereskedő cégek létrejöttét, és jónéhány állampapír-kereskedő is részt vállalt a BA forgalmazásban. A FED arra számított, hogy a kereskedők finanszírozását a piac többi nagy hitelintézete magára vállalja, de mivel ez nem következett be, visszavásárlási megállapodásokra vonatkozó nyilvánosan meghirdetett árjegyzést vezetett be, amelyeknél fedezeti papírként BA-t fogadott el.

1923-ban a FED bevezette a repó intézményét

Az amerikai jegybank az első világháború időszakában különböző eszközrendszereket próbált ki a bankrendszer tartalékainak megfelelő szinten tartására. Kezdetben egyedi banki kibocsátású papírokat vásárolt meg, majd – amikor ezzel kapcsolatban gondok jelentkeztek – az állampapírpiacon avatkozott be, a nagymértékű

azonnali vásárlások viszont nem voltak előnyösek az adott kereskedelem szempontjából, így 1923-ban a FED bevezette az állampapír fedezete melletti rövid futamidejű repó intézményét. A repóügyletek technikai lebonyolítása a New York-i FED-en keresztül történt.

Ezeknek a legkorábbi repószerződés formanyomtatványoknak – bár rendkívül egyszerűek voltak – volt két sajátosságuk. Egyrészt a fedezetként szolgáló papíron lévő kamatszervényt kamatfizetés esetén a jegybanknak kötelessége volt átadni az üzleti partnerének, vagy begyűjteni, és jóváírni annak a számláján. Másrészt a repószerződés ún. „nyitott repó” volt, tehát a FED-nek joga volt arra, hogy a futamidő alatt bármikor visszaváltsa azt.

nyitott repó

Kérdéses volt ugyanakkor az, hogy van-e a FED-nek joga a rendszeren kívüli bankokkal is kötni repóügyleteket. Ezt a Federal Reserve Act 1925-ös módosítása során oldották meg, amely feljogosítja a FED-et hitelügyletek végzésére a rendszeren kívüli bankok számára is.

Az amerikai vállalatok az időlegesen szabaddá váló eszközeiket leginkább rövid lejáratú állampapírokba fektették. Ellenben a repó elterjedésével sokkal jobban meg tudták közelíteni vagy egészen pontosan meghatározni a legmegfelelőbb lejáratot, és így – párhuzamosan a FED-del – gyakran juttatták újabb hitelekhez a repókereskedőket.

A 30-as években viszont – bár a vállalatok és a FED továbbra is megfelelő kínálattal állt elő – a gazdasági világválság következtében drasztikusan lecsökkent a kereslet a repóügyletek iránt, mivel a kereskedelem visszaesése a BA-piacot is súlyosan érintette. Ekkor az államadósság finanszírozási kényszere sem volt olyan jelentős, mint később, a II. világháború idejében. Így a 30-as évek során a FED repó fokozatosan elsovadt.

A II. világháborút követően a FED már nem azért vezette be ismételten a repót, hogy azzal segítse a kereskedelmet, illetve a hazai pénzpiac fejlődését, hanem monetáris politikai szempontok vezérelték.

a II. világháborút követő monetáris politikai szempontok játszottak szerepet

A jegybank a pénzügyi rendszer likviditását, tartalékainak napi változását képes balanszírozni állampapír-vásárlásokkal és -eladásokkal az azonnali piacon, illetve repó és passzív repó használatával. Először fix kamaton állt rendelkezésre a FED, majd a tenderekre tért át. Az USA-ban a finomhangolási műveletek végzése során elsőbbséget élveznek a repóműveletek.

Ennek több oka is van; a hozamgörbén nem előnyös gyakran változtatni a jegybanki beavatkozás idejét, márpedig az azonnali eladásokkal mindig az adott papír lejáratán történne intervenció, nehézkes a papírok forgalmát nagy volumenben lebonyolítani, lassúbb lenne az intervenció előkészítése, illetve a gyakori – esetenként elmentéses előjelű – jegybanki lépések megzavarhatnák az azonnali piacon kialakult szereplői magatartást. További előny a repó javára,

hogy a fedezetként benyújtott papírokat a futamidő alatt másra is ki lehet cserélni.

*1960-ban passzív
repó bevezetése*

A passzív repókiírásra az Egyesült Államokban egészen 1960-ig kellett várni, amikor a jegybank jelentős bankrendszeri likviditásra számított.

A FED első passzív repóügylete a következő okokra volt visszavezethető. A jegybank tudatában volt annak, hogy hamarosan légiforgalmi sztrájk kezdődik az Egyesült Államokban. A sztrájk a banki szabad tartalékok jelentős növekedését okozta volna, mivel a csekkeket nem szállították volna a rendeltetési helyükre, így az elszámolásuk sem történhetett volna meg. A FED azon gondolkozott, hogy milyen módszert válasszon a túl magas likviditási szint átmeneti csökkentésére. Ebben az időben a FED el akarta kerülni azt, hogy az ügylet kölcsönügyletként legyen feltüntetve, ezért nem élt a „passzív repó” elnevezéssel, és így „párosított eladási és vételi ügylet”(MSP) elnevezéssel vezetett be közgazdasági tartalmát tekintve passzív repóügyletet; számvitelileg viszont ezt állampapír-eladásnak könyvelte.

*USA-ban „matched-
Sale/Purchase
Transactions”*

Az üzleti életben csak a jegybanki alkalmazásnál később, 1950-ben kezdett elterjedni a repó, illetve a passzív repó, amit az USA-ban „Matched-Sale/Purchase Transactions” – MSPs-nek neveztek el. Bár nem a legelső, de a legelterjedtebb példa, amikor a General Motors portfóliómenedzsere az osztalékfizetésre szánt összeget nem tudta megközelítően jó állampapír-lejárathoz igazítani, kockázattal rendelkező hitelezésbe pedig ezzel a likviditással nem akart kezdeni; így egy diszkontházzal megállapodott, hogy kevéssel a piaci hozam alatt vásárol GM állampapírt, amit a diszkontház a megállapodott optimális időpontban visszavásárol. Így mindkét fél jól járt. Az üzleti repó példája nagyon hamar elterjedt az Egyesült Államokban.

3. | Egyes országok repópiacai

3.1 Nagy-Britannia

3.1.1 Üzleti repó

A Bank of England már az 1990-es évek elejétől alkalmazta a havi kétszeri repó-igénybevételi lehetőséget, amikor (1994-től) az üzleti repópiac formalizálódott, és lehetővé vált, hogy a hivatalos állampapír-kereskedők köthessenek ilyen ügyleteket.

*1996. január 1-jétől
teljes liberalizálás*

A pénzpiacon 1996. január 1-jétől került az állampapír-alapú repóügylet (Gilt repo) teljes liberalizálásra. Ezt megelőzően az érték-papír-kölcsönzés volt jobban elterjedve.

A formalizált repópiac a PSA/ISMA alapjain jött létre, amelyhez a brit állampapírokkal kapcsolatos egyedi kondíciók miatt egy melléklet lett hozzácsatolva. A Bank of England szintén kibocsátott egy dokumentumot („Code of Best Practice”), amelyben a brit piac szabályai kerültek megfogalmazásra.

Code of Best Practice

Az üzleti állampapír-repó lebonyolítása a Központi Állampapír Hivatalon (Central Gilt Office – CGO) keresztül történik a Bank of England elektromos könyvelési rendszere segítségével. A háromoldalú, illetve a nemzetközi repók lebonyolítása érdekében több intézmény is tagja lett a szigetországban a CGO-nak; ezek a Cedel, az Euroclear és a Bank of New York.

Kifejezetten a repópiac fejlesztése érdekében a Bank of England lecsökkentette a kamatátírási időt 37 napról 7 napra. Ez azt jelenti, hogy a papír vásárlója több mint 7 nappal a vásárlást követő kamatfizetés esetén már a saját nevére kapja a kamatot, míg az eladó a 7 napon belüli értékesítés esetén még hozzájut a kamathoz. Tehát az ez alatt a néhány nap alatt kötött repóügyletnél a számításoknál figyelemmel kell lenni erre a tényre is.

A specifikus fedezettel kötött repó kamata az Egyesült Királyságban átlagosan 5–10 bázisponttal alacsonyabb az általános fedezettel kötötténél.

Nagy-Britanniában az egyedi fedezetű repóügyletek aránya magasabb (kb. 65%), mint az általános fedezettel kötött repóügyleteké (kb. 35%).

3.1.2 Jegybanki repó

likviditáskezelés új
módszere

A Bank of England már az állampapír-repópiac liberalizálását megelőzően is alkalmazta az eszköztár elemeként a repót. Ez különösen fontos volt az 1992-es ERM válság során, amikor a jegybank ennek segítségével mérsékelte a bankok rendkívüli likviditáshiányát.

A Bank of England 1997-es reformjai közé tartozik a likviditáskezelés új módszerének bevezetése. Erre azért is szükség volt, mivel a briteknél (gyakorlatilag) nem létezik kötelező tartalékráta, és az ehhez kapcsolható „átlagolás” sincs, ami kisimíthatná a bankközi kamatok erős ingadozását. A likviditáskezelés elsődleges eszköze a liberalizált és dinamikusan fejlődő repó lett.

A likviditáskezeléshez kapcsolódik az egy hetes előrejelzési funkció. Ahhoz, hogy a Bank of England a piac likviditási igényét, illetve likviditásbőségét előre képes legyen jelezni, a kormányzattól kap összesített információt annak a közeljövőbeni tranzakcióiról, egyes bankon belüli főosztályoktól az állampapír-tranzakciókról, a devizagazdálkodásról, a forgalomban lévő jegybankpénzről és a pénzpiaci instrumentumok lejáratáról. További információk begyűjtése a piacról történhet; egyes bankok ügyfeleik nagyobb, rendkívüli átutalásait (a kormányzat felé) előre jelzik a Banknak. Az előrejelzés során figyelembe veszik még a hétvégék, az ünnepnapok miatt és az éves rendes szezonális miatt bekövetkezett készpénzigény-változásokat is. A likviditási előrejelzést az egész napra a jegybank a tárgynap reggelén 9:45-kor elektronikus hírközlési csatornán át hozza nyilvánosságra.

A jegybanki repókamatok Nagy-Britanniában fixek, azokat a Monetáris Bizottság (MPC) ülésein változtathatják meg. A repótenderek a fix kamatlábak mellett a mennyiségekre vonatkoznak. Egy nap folyamán legalább két alkalommal tartanak aukciót; amelyek előtt közlik a tenderen felkínált összeget, a futamidőt és a hozzá tartozó kamatlábat.

Az első aukción általában a napi előrejelzett likviditáshiány 70%-át, a másodikon a 30%-át kínálják fel. Az üzleti nap folyamán a bankoknak lehet negatív egyenlegük a jegybanknál, viszont gyakran előfordul, hogy egy bank a kereskedési idő végével nem képes megfelelő összeghez jutni, és a számláján pozitív egyenleget létesíteni. Ez két okból következhet be; a bank hibájából (nem repózott vagy a bankközi pénzpiacon nem vett fel megfelelő összeget), illetve az előrejelzés pontatlansága miatt. Amennyiben kiderül, hogy a piacon jelentős likviditáshiány keletkezett, akkor egy újabb szűkített (repó ügyfélkörű) aukciót tartanak. Ha arra is fény derül még eddig az időpontig, hogy a jegybank előrejelzése volt pontatlan és ezért kellett újabb lehetőséget adni a zárás előtti likviditáspótlásra, akkor nem alkalmazzák a magasabb „büntetőkamatot” (ha csak később derül ki, akkor a bankok viselik a rossz előrejelzés terhét).

Az angol jegybank nyíltpiaci műveleteinek 71%-a „normális” repó, 23%-a kötvényeladási és -vételi ügylet, 6%-a pedig rendkívüli repó.

3.2 Németország

3.2.1 Üzleti repó

Egészen 1997-ig a német repópiac elsősorban Londonban működött. Ennek elsődleges oka az volt, hogy a német jegybank, a Bundesbank minden betét után megkövetelte a 2%-os tartalékkötelezettséget, amelyre nem járt kamat. Így a német bankoknak jobban megérte a londoni piacon kereskedni. Ez arra vezetett, hogy a német pénzügyi instrumentumokon alapuló derivatívoknak Londonban nagyobb piaca alakult ki, mint saját hazájában.

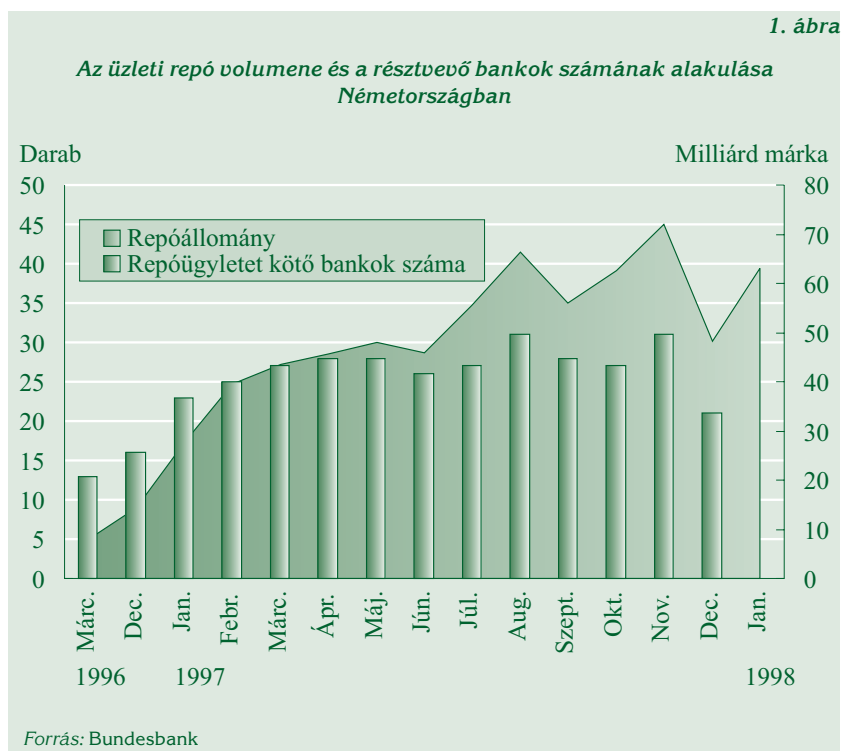
*a német repópiac
Londonban működött*

Ebben az időszakban a londoni kereskedés mellett a hagyományosan jelentős méretű értékpapír-kölcsönzés terjedt el Németországban azért, mert ez nem számított betétnek. Már ekkor lehetett repózni a jegybankkal, és jelen volt a piacon a buy-and-sellback konstrukció is. A piacot inkább az egy bizonyos értékpapír-kölcsönzésének szükséglete vezette ezeknél a tranzakcióknál és nem a készpénznyújtás/kölcsönvétel motivációja.

A Bundesbank érzékelte a problémát, és felmérést készített arról, mekkora a valószínűsége annak, hogy a repóügyletek tartalék alóli felszabadítása valamilyen mértékben maga után vonná a tartalékolási kötelezettség kijátszását. A felmérés során az elemzők arra a megállapításra jutottak, hogy a repóügylet tranzakciós költségei miatt az üzletág igazán csak igen jelentős volumenű szerződések kötése esetében lehet eredményes, és a bankok többségében ténylegesen ilyen szerződéseket kötöttek. Ez azt is indukálta, hogy a kijátszás valószínűsége (azaz, hogy esetleges betételhelyezők repóként helyeznek el összegeket a banknál) alacsony. Ennek a figyelembe vételével a központi bank 1996 decemberében úgy döntött, hogy 1997. január 1-jétől tőzsdeképes értékpapírokkal végzett, és egy évnél nem hosszabb lejáratú penziós ügyletek esetében megszünteti a tartalékkötelezettséget, amennyiben a felkínált értékpapír nem a pénzügyi intézet saját kibocsátása.

a repóügylet nagy volumenű szerződések kötése esetében lehet eredményes

A tartalékkötelezettség alóli felmentést követően számos hitelintézet hazatelepítette külföldi ügyleteit. A jegybanki statisztika szerint 1996. márciusban összesen 8 milliárd márka volt a bankok belöldi (és még tartalékköteles) repóügyleteinek összege, majd a felszabadítást követően 14,4 milliárd márkára, 1997. decemberében 48,3 milliárd márkára és 1998. januárjában 63 milliárd márkára gyarapodott az állomány.



A Bundesbank becslése szerint a valóságban a repópiac Németországban a megjelölt számok kétszeresére tehető.

3.2.2 Repó a Bundesbank eszköztárában

A német jegybank 1973 áprilisában vezette be először a visszavásárlási megállapodást a pénzpiac kezelésének elősegítése érdekében. Ebben a korai időszakban, mivel az értékpapírok fedezetként való elfogadásának nem voltak meg a jogi és technikai feltételei, gyakorlatilag a váltó fedezetként való elfogadásával végezték a repóügyletet.

A következő jelentős változás 1979-ben történt, amikor a jelentős költségvetési deficit devizakiáramlást indukált. A jegybank-pénz biztosítása magasabb refinanszírozási limitek és a kötelező tartalékráta csökkentésével csak egy bizonyos mértékig tűnt elfogadhatónak; a hitelintézetek tulajdonában lévő váltóállomány pedig elégtelennek bizonyult. Ezek hatására májusban a Jegybanktanács bevezette az értékpapír-visszavásárlási megállapodás üzletágát. Ezek az ügyletek kezdetben csak alkalmanként voltak meghirdetve.

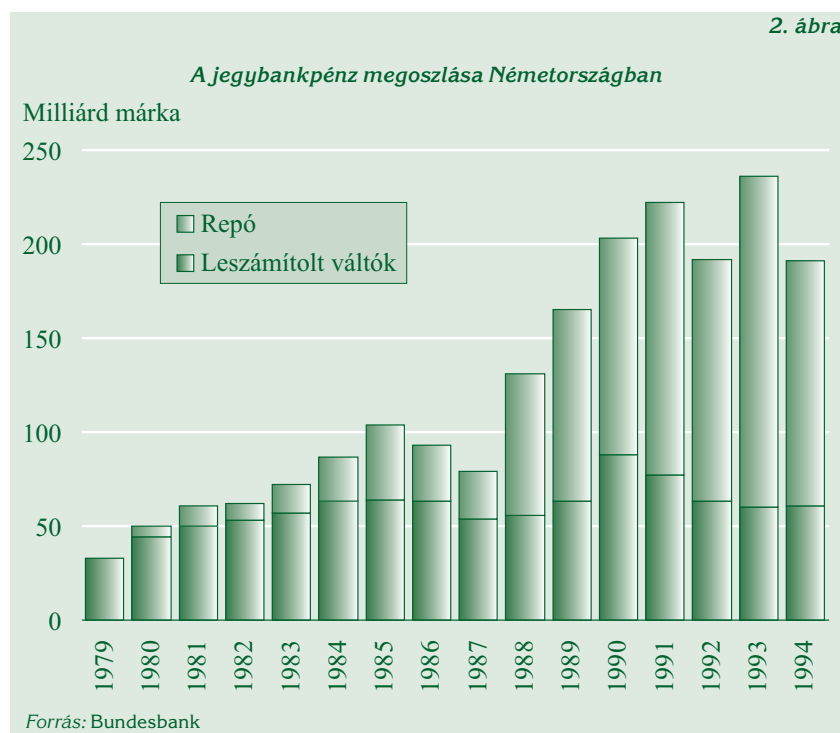
Alapvető változást hozott az 1985-ös év, amikortól a Bundesbank rendszeresen hirdetett meg repótendereket. Azóta egészen 1999-ig minden héten kötött a jegybank ilyen ügyleteket 14 napos lejáratra.

1985-től rendszeres
repótenderek

A Bundesbankkal mindazon ügyfelek jogosultak voltak üzletet kötni, amelyek a kötelező tartalék-előírás alanyai is voltak. A repó üzleti feltételeinek kialakításánál a jegybank ügyelt arra, hogy a hitelintézetek minél szélesebb körének elérhetőek legyenek a tranzakciók. Így a 90-es évek közepén kb. 3400 hitelintézet volt jogosult repózni, és 600–1000 ezt rendszeresen ki is használta. Ugyanakkor az ügyletkötésekben potenciálisan konkurenciát jelentő elsődleges forgalmazókat a jegybank kizárta az ügyfélkörből.

A Bundesbank törvény szerint a Jegybanktanács (Bundesrat) volt jogosult a jegybank által követendő stratégia és a fő elvek meghatározására a hitel- és nyíltpiaci műveletekkel kapcsolatban. A repóügyletek keretfeltételeinek megállapítása, illetve az üzletág lényegi módosítása a Jegybanktanács hatásköre volt. A testület kéthetente ülésezett, ami azt jelentette, hogy az ülések között a repó üzleti keretfeltételeit megváltoztatni nem lehetett.

A repóügyletek tartásának bejelentése, illetve a folyamat elindítása az Igazgatóság feladata volt. Az Igazgatóság értesítette a területi jegybanki intézményeket a repótranzakciók beindításáról.



Az Igazgatóság számára lényeges volt, hogy megfelelő mozgástere legyen a gyors piaci válaszadásra a friss piaci események értékelése során, például külföldi tőke be- és kiáramlás esetén.

A Jegybanktanács és az Igazgatóság közötti munkamegosztás gyakorlatilag a keretek, illetve a konkrét feltételek kialakításában különült el. A Jegybanktanács a következő szabályozási területeken volt illetékes: a repó típusa, a repóaukciók időpontja, előírányzott (keret) mennyiség, lejárat, illetve kamattender esetén a kívánatosnak tartott kamatszint meghatározása.

Technikai értelemben a repóügyleteket közvetlenül az ügyfelekkel a tartományi jegybankok végezték. Ez magában foglalta a hitelintézetek értesítését, az ajánlatok érkeztetését, továbbítását az Igazgatóság felé és a banki számlák jóváírását, illetve a fedezetként szolgáló értékpapírok zár alatt tartását.

a fedezet elhelyezése
„pool” rendszerben
történt

A fedezet elhelyezése „pool” rendszerben történt, ami azt jelenti, hogy minden érdekelt jegybanki partner vezetett a jegybanknál egy operacionális értékpapír-letéti számlát (*operational safe custody account*) kifejezetten lombard (fedezeti) célokra. A hitelintézet csak akkor igényelhette a jegybanki aktív eszközök igénybevételét, ha megfelelő mértékű papírfedezet állt a rendelkezésére a számlán. (1997 végén 558 milliárd márka volt a számlák összesített értéke.)

A fedezetként elfogadható értékpapírok között azok a kötvények szerepeltek, amelyeket jegyeztek a tőzsdén vagy a koncentrált értékpapírpiacra, illetve a kincstári diszkontjegyek, amelyeket a szövetségi kormány, annak valamely elkülönített alapja vagy a tartományi kormányok valamelyike bocsátott ki. Ebből a körből csak az ügyfél hitelintézet saját kibocsátású kötvénye kivétel.

A repó meghirdetésére lehetőség volt kamattender, illetve (legalacsonyabb kamat meghirdetéses) mennyiségi tenderként egyen-áras (holland módszer) vagy ajánlati áras (amerikai módszer) formában. 1997-ben a Bundesbank 53 aukción értékesített repóügyletet; mindannyiszor amerikai típusú kamattender formájában. Az 1997. év végi jegybanki repóállomány 170 milliárd márkára növekedett.

3.3 Franciaország

3.3.1 Üzleti repó

„Pension Livrée
Agreement” (PLA)

Az Egyesült Államok bankközi repópiacát követően Franciaország repópiaca a legnagyobb a világon. Ezt az előkelő helyezést elsősorban a belföldi repópiac mérete miatt érdemelte ki, mivel a nemzetközi repópiac központja Európában London. A piacok fejlődéséhez jelentősen hozzájárul a francia jegybank és a megfelelő jogi környe-

zet, amelyhez hozzájárul a repó keretfeltételeit rögzítő szerződés, a „Pension Livrée Agreement” (PLA), ami ekvivalens az angolszász PSA/ISMA-val. A piac fejlődésének további sarokköve az árjegyzői rendszer (*‘SPVT’ – Spécialistes en Pension de Valeurs du Trésor*) 1994-es kiépülése volt, amely a 12 legaktívabb repópiaci állampapír-kereskedőt tömörítette egy csoportba.

A francia piacon a klasszikus repó vezető helyét egyre inkább átveszi az opciós repó (*vente à réméré*), amelynek az a lényege, hogy a határidős visszavásárlás csak opciós formában él, és nem jelent feltétlen elkötelezettséget. A pénzpiacon egyre inkább a nagyon rövid futamidejű repóműveletek jellemzőek; az egynapos ügyletek részaránya igen jelentős.

elterjedt az opciós repó

Korábban a repóinstrumentumok nagy részének beárazásánál fontos szerep jutott a TMP (*Taux Moyen Pondéré*) indexnek, amit az egynapos hitelkamatok súlyozott átlagaként számítottak. A repópiacra egy időben elterjedt a TMP-hez rögzített kamatozású, fix futamidejű ügylettípus, amely a TMP-hez viszonyított spread-en alapul. Így a repó kamata csak az ügylet végén válik ismertté. Ugyanakkor a Banque de France a fix kamatozású repóügyletek fejlődését mozdította elő azzal, hogy az árjegyzők részére előírta a kétirányú fix kamatú repójegyzést számos futamidővel a Tom/Next-től a 3 hónapos futamidőig; ez pedig csökkentette a TMP indexált repó népszerűségét.

3.3.2 Jegybanki repó

Az EMU integráció előtt a Banque de France irányadó kamata a repókamat volt. A bank fix kamaton aukcionálta az aktív repót. Hente két aukcióra került sor, melyeken egyhetes repót ajánlottak fel. Kamatváltoztatáskor a repókamatot 5 bázispontos lépésegységekkel módosították. Az euró bevezetését megelőző időszakban a repókamatláb folyamatosan csökkent – 1996. január elején 4,45%-os volt a szintje, míg 1997. év végén már csak 3,10%. Az aukciókon kibocsátott összeg aukciónként jellemzően 31 és 62 milliárd frank között változott.

3.4 Svájc

A svájci repópiac rendkívül rövid múltra tekinthet vissza. Az instrumentum bevezetésének fő kezdeményezője a nemzeti bank volt. A Svájci Nemzeti Bank (BNS) első repóügyletét 1998. április 20-án kötötte meg. Az új ügylettípus bevezetésével a BNS számára lehetővé vált partnerkörének kiszélesítése, valamint az, hogy a kis- és kö-

a svájci repópiac az egyik legfiatalabb

zépbankok is közvetlen refinanszírozáshoz juthassanak. A BNS ez utóbbi céljának elérése érdekében nagyon alacsony repóküszöböt határozott meg: a repóügyletek minimális kötésnagysága 1 millió frank lett.

A jegybank által bonyolított repóügyletek volumene rendkívül gyorsan nőtt, néhány hét alatt a forgalom elérte a jelenleg is jellemző 8–12 milliárd frankos szintet. A BNS szándéka az, hogy egyre nagyobb hangsúlyt adjon az új instrumentumnak.

repók jelenleg kizárólag likviditásbővítés céljából

A nemzeti banki repók aukciós formában vagy egyedi megállapodások keretében kerülnek lebonyolításra. Aukciók nem minden nap kerülnek meghirdetésre, csak ha a monetáris kondíciók megkívánják azt. A svájci jegybank jelenleg kizárólag likviditásbővítés céljából használja a repókat.

Az aukciók – amelyek reggel 9 órakor kerülnek meghirdetésre – során a bankok az előre rögzített ár és futamidő figyelembevételével mennyiségekre nyújtanak be ajánlatokat. Az aukciók eredményét a BNS nem publikálja, jelenleg ugyanis a kevéssé fejlett repópiac miatt a jegybank nem kívánja a kialakult repókamatokat irányadó kamatként kezelni.

Napközben a bank bármilyen áru és futamidejű repóügyletet köthet partnereivel közös megállapodás alapján. Ezek az egyedi ügyletek szintén kizárólag monetáris politikai megfontolásból jöhetnek létre.

A jegybank repóügyletei fedezetül elfogadott értékpapíroknak az alábbi feltételeknek kell megfelelniük:

1. Svájci frankban legyenek denominálva. Törlesztés és kamatfizetés szintén svájci frankban.
2. Kereskedés tőzsdén vagy reprezentatív piacon; elszámolás SEGA vagy INTERSETTLE által.
3. Csak a 100 millió franknál nagyobb összegű kibocsátások kerülnek elfogadásra a minimális likviditás biztosítása érdekében.
4. A fedezetként szolgáló értékpapír kizárólag hitelviszonyt megtestesítő értékpapír lehet.
5. A lehetséges adósok köre:
 - állam,
 - kantonok,
 - a fentiek által garantált egyéb adósok,
 - svájci települések,
 - záloglevelek svájci központja,
 - külföldi államok (megfelelő S&P, illetve Moody's minősítéssel), illetve azok által garantált egyéb intézmények,
 - külföldi bankok (minősítés alapján).

A repóügyletek Svájcban elektronikus kereskedési rendszeren keresztül bonyolódnak, melynek platformját a svájci tőzsde biztosítja. Az elektronikus kereskedési rendszer két részből áll: az off-market, illetve az on-market rendszerekből.

Off-market repók esetén a repót kötni szándékozó bank ajánlatot kér be a többi résztvevőtől, amelyeket kiértékel, s az ajánlatok függvényében elfogadja, illetve visszautasítja azokat. Az on-market rendszer szabványosított repókereskedést tesz lehetővé előre meghatározott lejáratokkal és kontraktusegységekkel. A rendszer fogadja a bankok ajánlatait, és párosítja a keresleti, illetve kínálati oldalt.

A svájci központi elszámolóház és értéktár (SEGA) által kifejlesztett repóelszámolási rendszer a világ legfejlettebb rendszerei közé sorolható; s egyedülálló abban a tekintetben, hogy a repóügyletek megkötését követően a futamidő során semmiféle kézi beavatkozásra nincs szükség. A rendszer automatikusan választja ki a bankok által előzetesen beszolgáltatott értékpapírok közül a fedezetnek leginkább alkalmas papírokat, végez napi fedezetértékelést, lebonyolítja az értékpapír-helyettesítéseket stb. 1998 augusztusától a SEGA rendszere lehetővé teszi a napon belüli repók megkötését is, vagyis lehetőség van napon belül néhány órára forráshoz jutniuk a piaci szereplőknek repók keretében.

a svájci repóelszámolási rendszer teljesen automatizált.

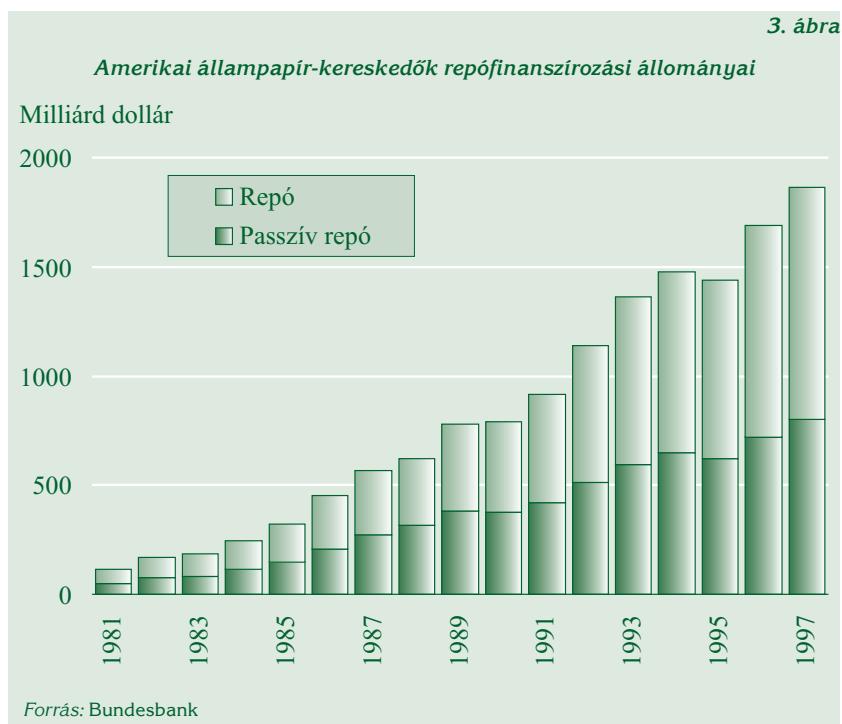
3.5 Egyesült Államok

3.5.1 Üzleti repó

Mivel a repó alkalmazása az Egyesült Államokban kezdődött legkorábban és az itteni repópiacot támogatja a világ legnagyobb állampapírpiaca, itt alakult ki a legnagyobb, legfejlettebb és így a leglikvidebb kereskedés. A piac túlnyomó többségét uralják az USA állampapírok fedezete mellett kötött repóügyletek, de igen likvid piaca van az egyéb, például a nagy kockázatú kötvény- (*junk bond*) fedezetű, a jelzáloghitel-levél fedezetű repóügyleteknek is. A jelzáloglevélre kötött repónál alkalmazott elszámolástechnika miatt ennél a típusnál elterjedt a háromoldalú repó. A leginkább jellemző az egynapos lejárát, bár likvid a többi rövid lejárát piaca is, és az elszámolás jellemzően T napos.

az USA repópiacát a világ legnagyobb állampapírpiaca támogatja

1994-ben újabb lökést adott a repópiac fejlődésének a FED-nek az az intézkedése, amellyel az elszámolási betétszámla egyenlegének napközbeni negatívba futása idejére óránként 1 bázispontos díjat rótt ki. Erre azért volt szükség, mert számos kereskedő megcsinálta azt, hogy reggel visszafizette repókötelezettségét, viszont csak aznap délután gondoskodott arról, hogy a pozícióját újrakösse. Az intézkedést követően megnőtt a háromoldalú repó népszerűsége. A FED lépése elősegítette a nyitott repó terjedését, amely esetében kisebb a valószínűsége a nap közbeni negatív egyenleg létrejöttének, mivel az értékpapír visszahívása ebben az esetben kevésbé valószínű, mint az egynapos repóügyletek újrakötése esetében.



3.5.2 Jegybanki repó

az ügyleteket a New York-i FED végzi

Az Egyesült Államokban a jegybanki nyíltpiaci ügyleteket a New York-i FED végzi. Ezek közé tartoznak a jegybanki repó- és passzív repóműveletek is.

A FED amerikai állampapír-tranzakciókon keresztül befolyásolja a bankrendszer likviditását. Ehhez számos eszközzel rendelkezik, amelyek egyik csoportosítása a végleges, illetve az átmeneti beavatkozás szerint történik. A végleges állampapír eladások és vételnek jelentik az egyik legfőbb instrumentumot. Az átmeneti beavato-

1. táblázat

Jegybanki repótípusok

					Aukciók darabszáma		
Aukciók szerint	Fix lejáratú repó	Nyitott repó	O/N repó	Külföldi eredetű repó	Fix passzív repó	O/N passzív repó	Összesen
1994	44	22	26	54	0	5	151
1995	43	17	25	43	8	9	145

Milliárd dollár							
Mennyiség szerint	Fix lejáratú repó	Nyitott repó	O/N repó	Külföldi eredetű repó	Fix passzív repó	O/N passzív repó	Összesen
1994	175	82	105	113	0	13	488
1995	168	81	120	87	27	21	504

zás során a FED repó vagy passzív repó (Matched Sale–Purchase Agreement, MSP) tendert ír ki az állampapír-forgalmazók körében. A jegybanki repó futamideje 1–15 nap lehet.

A fix lejáratú repó/passzív repó esetében a jegybank maximum tizenöt nap futamidőre, konkrét repólejáratra köt ügyleteket. A nyitott repóügyleten belül a futamidő letelte előtt van mód a szerződés „lejáratására”. A külföldi eredetű repó olyan formája a FED műveleteinek, amely abból ered, hogy a külföldi jegybankok (mint a FED üzletfelei) átmeneti időszakra amerikai állampapírt vásárolnak a FED-től, ezáltal likviditás kerülne kivonásra a rendszerből. Azonban mivel az ilyen ügyletek kötésére naponta megközelítőleg azonos összegben kerül sor, az új kötések és a lejáratok nagyjából semlegesítik egymást. Amikor ezek jobban eltérnek egymástól, a FED az így okozott likviditáshiányt elégíti ki „külföldi eredetű repó”-val a belső piacon.

3.6 Japán

3.6.1 Üzleti repó

A japán repópiac fejlődését nagymértékben visszaveti az a szabályozás, hogy a hazai állampapírok után minden egyes átruházást követően az eladónak átruházási (forgalmi) adót kell fizetnie. Az akadály leküzdését a nagyobb piaci szereplők egymás között az off-shore kereskedelemmel oldották meg, így nem szükséges az állampapír adásvételének regisztráltatása. A tőzsdén kívüli állampapír-tranzakciók elszámolására is csak minden hónap 5-én, 10-én, 15-én, 20-án, 25-én és 30-án kerül sor, ami a repó elszámolási lehetőségeit is erősen csökkenti.

az eladónak átruházási adót kell fizetnie

Az adó elkerülése érdekében többnyire a fedezet nélküli értékpapír-kölcsönzés terjedt el, amelyet díj ellenében végeznek. Ezt „taishaku”-nak nevezik. Mivel ilyenkor az értékpapírért nem fizetnek, nincs mire kivetni az átruházási adót.

A buy-and-sellback üzletág (gensaki) szintén létezik, de ilyen ügyleteket főképp finanszírozási szükségletek miatt és sokkal kevésbé az értékpapír megszerzése érdekében kötnek (inkább az általános fedezet, mintsem a specifikus a jellemző). A gensaki átruházási adó köteles, így a finanszírozási költségei magasak.

1996-ban reformot vezettek be a japán értékpapír-kereskedésben, ami a repópiacot is érintette. A reform a jegybank kezdeményezésére jött létre.

Az új szabályozás során lehetővé vált az értékpapírok átranzferálása a tulajdonjog megváltoztatása nélkül. Ezen az alapon jött létre a „genkin tampo tsuki taishaku” ügylet.

2. táblázat

A japán repópiac egyes instrumentumainak jellemzői

Yen repópiac	Gensaki	Taishaku	Genkin tampo tsuki taishaku
Jogi keretek	Adás-vétel	Kölcsönadás-vétel	Kölcsönadás-vétel
Fedezet	Pénz	Semmi, esetleg kötvény	Pénz
Átruházási adó	Van	Nincs	Nincs
Finanszírozás költsége	Nagyon magas (az átruházási adó miatt)	Nincs pénzszükséglete	Méltányolható
Az ügylet motivációja	Finanszírozás	Az értékesítés fedezése	Finanszírozás vagy az értékesítés fedezése

Forrás : Nomura International

3.6.2 A jegybanki repó

A japán jegybank elsősorban likviditásmenedzselési, finomhangolási eszközként használta a gensaki-t. Ezt az eszközt mindaddig alkalmazták, amíg a Bank of Japan be nem vezette az új szabályozás következményeként létrejött rugalmasabb eszközt, a genkin tampo tsuki taishaku-t, a korábbiakkal megegyező célok érdekében.

3.7 EMU

az ESCB eszköztárában a repó kitüntetett szerepet kapott

Az ESCB (European System of Central Banks) eszköztárában kitüntetett szerepet szántak a repóknak. Az eszköztár egyik legfontosabb alkotóelemét a nyíltpiaci műveletek képezik, amelyek alapvetően visszavásárlási megállapodások, illetve értékpapír-fedezet mellett nyújtott hitelek formájában kerülnek lebonyolításra. A visszavásárlási megállapodás megfeleltethető a korábban definiált szállítási repónak, míg az értékpapír-fedezet mellett nyújtott hitelek óvadéki repóként foghatók fel.

Az ESCB négy fő célból alkalmaz nyíltpiaci műveletet:

1. rövid lejáratú likviditásbővítés,
2. hosszabb lejáratú likviditásbővítés,
3. finomszabályozás és
4. strukturális likviditás befolyásolásának céljából.

Az első két célt kizárólag repótenderekkel keresztül, míg az utóbbi kettőt repótenderek mellett végleges jegybanki műveletek alkalmazásával oldja meg az ESCB. A repótenderek gyakorisága és futamideje a négy esetben eltérő lehet.

Minden repóügylet mögé az ESCB által elfogadott értékpapír-fedezetet kell biztosítani. Az eszköztárról szóló ECB dokumentum a jegybankkal folytatott műveletekben első- és másodrendű (Tier-I és Tier-II) elfogadható papírokat (*eligible papers*) különböztet meg. Az elsőrendű papírokat az ECB választja ki, és az egész régióra vonatkozó elfogadási feltételeknek kell megfelelniük, amelyeket szintén az ECB határoz meg. E papírok minden ESCB műveletben felhasználhatók lesznek. Az ECB nyilvánosan közzéteszi az elsőrendű papírok listáját. A másodrendű papírokat a nemzeti jegybankok választják ki az ECB irányelvei alapján. Ezek olyan – lehetőleg euróban denominált – papírok lehetnek, amelyek az adott országban fontos szerepet játszanak a bankközi műveletekben.

az ECB első- és másodrendű elfogadható papírokat különböztet meg

Az ECB a kockázatkezelés elemeit induló letétben (*initial margin*) és fedezeti értékelésben (*valuation haircut*) határozta meg. A másodrendű papírok esetében az elsőrendű papírokhoz képest további letéti követelményt, partnerenkénti és eszközönkénti limiteket stb. is megkövetelhetnek a nemzeti jegybankok.