

A BUBOR, mint megbízható referenciakamat

*Az elmúlt hetekben élénk szakmai diskurzus kezdődött a referenciamutatók kapcsán, mely egy Minisztériumi felvetéssel kezdődött. A konkrét felvetéssel kapcsolatos vita már nyugvópontra jutott, ugyanakkor a diskurzus ráirányította a figyelmet a hazai referenciamutatók, azon belül is leginkább a BUBOR jegyzés módszertanára. A Magyar Nemzeti Bank és a Referenciamutató Jegyzési Bizottság nyitott a konstruktív ötletek megvitatására, ezért cikkünkben a legutóbb Horváth Istvántól megjelent [felvetésekre](#) reagálunk. A szerző fő mondanivalójával és helyzetképével egyetértünk, ugyanakkor javaslatait kapcsán úgy véljük, néhány gyakorlati szempontot érdemes még figyelembe venni. Írásunkkal egyúttal azt is megerősítjük, hogy a jelenlegi módszertan és a jegyzések ellenőrzésének köszönhetően a **BUBOR egyértelműen megbízható referenciakamatot jelent.***

A BUBOR megbízható referenciakamat

A szerző több kritériumot megfogalmaz, mitől is tekinthető megbízhatónak egy referenciakamat. Ezen kritériumok valóban jól leírják a legfontosabb elvárásokat, és egyetértünk központi értékelésével is, mely szerint a BUBOR meg is felel ezeknek. Fontosnak tartjuk viszont néhány, eddig kevesebb hangsúlyt kapó tényezőre felhívni a figyelmet.

Az MNB biztosítja a BUBOR jegyzések transzparens működését

A BUBOR módszertanával a Magyar Nemzeti Bank 2010 óta intenzíven foglalkozik, mely folyamatban mérföldkövet jelentett, hogy 2015-ben átvette a Magyar Forex Társaságtól¹ az adminisztrátori kötelezettséget is. A jegybank erősebb szerepvállalására azért volt szükség, mert az EU-s Benchmark rendeletben² olyan szigorú előírások vonatkoznak az adminisztrátorokra, amiket a Forex Társaság csak rendkívüli költséggel tudott volna teljesíteni³. A BUBOR jegyzések a Referenciamutató Jegyzési Bizottság (RJB) kezelésében vannak, melynek negyedévente tartott ülésein az MNB-s tagjai mellett konzultációs joggal a Forex Társaság és a Bankszövetség képviselői is részt vesznek. Az ülésről jegyzőkönyv készül, melyek publikusan elérhetők mindenki számára. A Bizottság

¹ <https://acihungary.hu/>

² AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS 2016-ban hozott rendelete, ami pénzügyi eszközökben és pénzügyi szerződésekből referenciamutatóként (stb.) használt indexekről szól.

³ <https://www.mnb.hu/letoltes/horvath-daniel-kalman-peter-sztano-gabor-az-mnb-kezelesebe-kerulnek-a-hazai-penzugyi.pdf>

a nemzetközi és régiós gyakorlatot monitorozva végzi munkáját. A BUBOR jegyzésének módszertanát a BUBOR szabályzat⁴ határozza meg, mely a Wheatley reportnak⁵ és az IOSCO⁶ elveknek megfelelően épül fel.

A körültekintően kialakított számítási mód és a rendszeres ellenőrzés garantálja a stabil, megbízható BUBOR jegyzéseket

A BUBOR szabályzat jól átgondolt nemzetközi sztenderdeken alapul, amelyek kiegészítésre kerültek a hazai sajátosságokat kezelő plusz pillérekkel. A BUBOR fixing számítása a szabályzat alapján úgy történik jelenleg, hogy a két legmagasabb és a két legalacsonyabb jegyzés elhagyásra kerül és a maradék jegyzések figyelembevételével történik meg az átlagolás. Ez a nyesett átlag biztosítja, hogy **egy-egy jegyző nagyon kiugró jegyzéssel se tudja elhúzni a BUBOR fixinget.**

Az RJB éves jelentés keretében részletesen vizsgálja, hogy a BUBOR jegyzések mennyire felelnek a hitelesség, megbízhatóság és az információtartalom kritériumainak. Az eredmények kivonatos formában a publikus RJB jegyzőkönyvekben is megtalálhatók. A jelentés a következőket vizsgálja:

- Milyen hosszan nem változtatnak jegyzéseiken a panel bankok?
- A BUBOR hogy viszonyult a hasonló pénzügyi mutatókhoz (FRA, Fx swap)?
- Kiugró jegyzések részletes vizsgálata
- Strukturális törések azonosítása a jegyzésekben és a törések okainak feltárása
- Árjegyzési stratégiák, koordinációra utaló jelek vizsgálata (klaszter elemzés)
- Kamatderivatív pozíciókkal annak vizsgálata, hogy panelbanki pozíciók befolyásolják-e a jegyzéseket

Az eddig 7 alkalommal elvégzett éves vizsgálat alapján nem merült fel olyan tényező, ami a BUBOR manipulációjára, szándékos eltérítésére irányult volna. Az elemzések azt is megerősítették, hogy **a BUBOR jól leköveti a pénzügyi hozamok változását**, tükrözi a

⁴ <https://www.mnb.hu/letoltes/bubor-szabalyzat-2024-01-02.pdf>

⁵ A LIBOR botrány kitörését követően Martin Wheatley az akkori FCA elnök publikálta független vizsgálata eredményét, amely a LIBOR megreformálására vonatkozott, még a mai napig gyakori hivatkozás tárgya a riport.

https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7b3fe2e5274a319e77e076/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf

⁶ IOSCO az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete, gyakran hivatkoznak rájuk, mint a nemzetközi sztenderdek „atyja”.

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

monetáris politikai irányultságát, és összességében **megbízható, erős információtartalmú, hiteles referenciakamat.**

A szabályzat, az éves vizsgálat és a nyilvánosság felé garantált magas transzparencia együttesen biztosítják a megbízható referenciakamatot.

Gyakorlati szempontokat is mérlegelve a módosítási ötletek hasznát meghaladják a járulékos költségek

A [legutóbbi](#) véleménycikkből felvetett ötletek, **javaslatok mind relevánsak**, olyannyira, hogy ezen kérdéseket **korábban már vizsgálta az RJB**. A következőkben ezen felvetéseket tekintjük át.

A jegybank ügyletkötésekben történő közvetítői szerepvállalása nem kivitelezhető

Ahogy a szerző is felveti, a nagyösszegű, hosszú futamidejű, fedezetlen ügyletek kötésének gátja a bankok alacsony egymással szembeni partnerlimitei. Ez természetes következménye annak, hogy a bankok nem is szeretnék hosszú futamidőn fedezetlenül egymásnak hitelt nyújtani.

A szerző felvetése ezen akadályok lebontására a jegybank belépése az ügyletkötők közé, mint központi partner. Ekkor a jegybanknak úgy kellene közvetítő szerepet betöltenie, hogy fedezetlenül helyeznének el nála hitelt, amit ő fedezetlenül tovább hitelezne. Teljes mértékben egyetértünk azzal a következtetéssel, hogy ez így nem megvalósítható. A jegybanktörvény előírásai alapján fedezetlen hitelt az MNB nem nyújthat banki partnereinek. Ha pedig fedezett ügyleteket kötne, az nem felelne meg a BUBOR alapvető definíciójának, ami a fedezet nélküli bankközi hitelkamatot mutat. Egy ilyen fedezett BUBOR bevezetése jogi szempontból erőteljesen megkérdőjelezhető és az alapvető célját sem töltené be a referenciakamat.

Ezen érvek alapján nem tartjuk megvalósíthatónak, hogy a jegybank, mint köztes szereplő lépjen be a piacra. Így a további felvetéseket a jelenlegi fennálló keretben vizsgáljuk meg.

Jegyzési kötelezettség a jegybanknál számlát vezetőknél

A megvalósíthatóságot figyelembe véve az RJB azon szereplőktől várja el a BUBOR jegyzést, akik a **releváns piaci szegmensben aktív szereplőknek számítanak**. Erre két okból is szükség volt.

- Egyrészt néhány jegybanknál számlát vezető bankra a többi bank csak nagyon szűk limittel rendelkezik, így előbbieket igen korlátozottan üzletelnek a forint bankközi piacon. Ebből kifolyólag tehát esetleges jegyzéseikkel nem tudnának hozzáadott értéket nyújtani a BUBOR információtartalmához.

- Másrészt a Benchmark rendelet olyan elvárásokat támaszt a jegyzőkkel szemben, amit számos intézmény csak jelentős plusz költségek mellett tudna teljesíteni. Nézzünk egy példát, a 4 szem elvet, mely azt követeli meg, hogy legyen 1 jegyző és 1 jóváhagyó a folyamatban. Mindkét résztvevőnek megfelelő szaktudással és technikai háttérrel kell rendelkeznie a jegyzésben való részvételhez. Ennek elvárása, bizonyos kisebb bankok esetében nem reális (piaci jelzések alapján), főleg, ha figyelembe vesszük, hogy a BUBOR jegyzést minden nap el kell végezni, így távollétek esetén ezen kollégák helyettesítését is meg kell oldani.

Üzletkötési kötelezettség több futamidőn, nagyobb ügyletekkel

A partnerlimitek a fedezetlen ügyletek esetén jóval alacsonyabbak, mint a fedezett ügyletek esetén. Ahogy nő az ügyletek futamideje, úgy csökken az elérhető partner limit nagysága. Abban az esetben, ha az üzletkötési kötelezettség mértékét megnövelnénk, pár ügylettel már telítődnének a limitek, és a bankok a likviditáskezelés szempontjából kulcs fontosságú rövid futamidőn nem tudnának már egymással üzletelni. Ezt nem tartjuk kívánatosnak, mivel a piaci mechanizmusok elnyomásával a bankközi piac információ feltárása sérülne. A jelenlegi rendszerben azt tapasztaljuk, és ezt a piaci visszajelzések is megerősítik, hogy a bankoknak nem éri meg kiugró értékeket jegyezniük, mert a kötelező üzletkötések is jelentős teherrel járhatnak.

Emellett a jelenleg érvényben lévő 1, 3 és 6 hónapos kötelező üzletkötési futamidők, azért lettek kijelölve, mert ezek a futamidők a leginkább relevánsak a hazai pénzpiacok szempontjából. A kamatcsere ügyletekben, a hitelekben, az állampapíroknál is túlnyomórészt ezen futamidejű jegyzések kerülnek felhasználásra.

Merre tovább a hazai referenciakamatokban?

Értékelésünk szerint a BUBOR módszertana jelenlegi formájában megfelel a legjobb nemzetközi gyakorlatoknak. Az elméleti szempontból akár indokoltnak is tűnő módosítások csak komoly költségek és káros mellékhatások mellett hajthatók végre, míg hozzáadott értékük minimális lenne.

Ez ugyanakkor nem jelenti azt, hogy nincs teendő a hazai referenciakamatokkal. A hazai piac fejlesztése és a bankok Benchmark rendeletnek való egyszerűbb megfelelése érdekében elindult egy Risk Free Rate⁷ munkacsoport, melynek célja, hogy a BUBOR mellett egy úgynevezett fallback (helyettesítő) rátát létrehozson. A munkacsoport az RJB-n belül működik, az MNB és a piac is képviselteti magát benne. Fontos azonban kiemelni,

⁷ Így nevezik az overnight tranzakciókon alapuló új referencia kamatokat. ([SOFR](#), [SONIA](#), [SARON](#), [€STR](#)).

hogy a jelenlegi piaci viszonyokat mérlegelve a kialakítható Risk Free Rate nem tud olyan szerepet betölteni, hogy teljesen átvegye a BUBOR helyét, de nem is ez a cél.

Zárógondolatként szeretnénk megköszönni az átgondolt felvetéseket, és biztatjuk a szakértőket a hasonló mélységű gondolatok megosztására, amelyek a közös tudást bővítik.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2024. március 19-én.”