

A LIBOR INDULÁSA, TÜNDÖKLÉSE ÉS BUKÁSA

Dr. Kovács Levente – Terták Elemér¹

BEVEZETÉS

A LIBOR, a londoni bankközi piac referencia-kamatlába évtizedeken át a világ pénzügyi rendszerének egyik sarokköveként szolgált. Referencia-kamatlábként több ezermilliárd dollárnyi pénzügyi szerződést befolyásolt világszerte. Írásunkban részletesen feltárjuk a LIBOR történetét, megvizsgáljuk a LIBOR-botrány kialakulásának az okait és azok hatását, továbbá bemutatjuk, milyen konkrét okok vezettek a LIBOR teljes megszűnéséhez. Előre bocsátjuk: a LIBOR megszűnését a 2012-ben kirobbant botrány csak felgyorsította, ám ennek valós okát a referenciárátának egyfelől akár túlzottnak is mondható sikere, másfelől a bankok forrásbevonása szerkezetében – részben a tőkekövetelmények szigorodása miatt – végbe ment jelentős változás szolgáltatotta.

Kulcsszavak: LIBOR, LIBOR története, referencia kamat

JEL kódok: E43, F33, G15

1. A LIBOR KIALAKULÁSA

Közismertté hazánkban a LIBOR a 2000-es évek elején folyt devizahitelezés idején vált, amikor a legtöbb jelzáloghitel és gépjárműhitel indexálása a svájci frank LIBOR referencia-kamatlábával történt. A LIBOR néhány esztendeje történő kivezetése azonban már nem keltett közérdeklődést, hiszen addigra a devizahitelek lényegében megszűntek, az azok miatt korábbi problémák pedig nem a LIBOR-ra, hanem a svájci frank felértékelődése, valamint a forint leértékelődése miatt következtek be. Ezért még az érintettek többsége sem tudja, hogy bő négy esztendeje a svájci frankban nyújtott hitelek hivatalos referencia-kamatlába a LIBOR helyett a SARON². A LIBOR használata ugyan napjainkra világszerte teljesen megszűnt,

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

Terták Elemér elnökségi tag, Magyar Közgazdasági Társaság, E-mail: elemertertak@gmail.com

² SARON a Swiss Average Rate Overnight rövidítése, a svájci frank (CHF) repoügyleteken alapuló egynapos referencia-kamatlába 2017 óta.

ám tündöklése majd bukása mindazonáltal számos ma is érvényes tanulsággal szolgálhat. Írásunk ezeket a tanulságokat foglalja össze.

Mielőtt azonban belevágnánk az eddig talán legismertebbé vált pénzügyi referenciaérték, a LIBOR – a londoni bankközi kamatláb – keletkezéstörténetébe, röviden bemutatjuk a pénzügyi referenciaértékek – benchmarkok – szerepét. A pénzügyi vagyonelemek – betétek, hitelek, értékpapír-portfóliók – értékének, árának, teljesítményének egy adott időszakban való árazását és összehasonlítását világszerte valamilyen szabványosított referenciaértékkel – angol kifejezéssel *benchmark*kal – végzik a jobb átláthatóság és az összehasonlíthatóság érdekében. Ahhoz, hogy a referenciaindexek betölthessék ezt a szerepet, két feltételnek kell teljesülnie. Először meghatározásukhoz is egyértelmű szabályokra van szükség, másodszor pedig értéküknek naponta elérhetőnek kell lennie.

A LIBOR-tól kezdve a brit FTSE 100 vagy az amerikai S&P 500 és a Dow Jones Industrial Average (Dow) részvényindexen át egészen a Brent olajárindexig terjedően a benchmarkok széleskörű használatának három alapvető indoka van:

1. Csökkenti a kereskedési költségeket azáltal, hogy egységes alapot teremtenek a pénzügyi intézmények egymás közti, valamint az egyes pénzügyi intézmények és ügyfelei közötti ügyletek elszámolásához.
2. A benchmarkok használata élénkíti a versenyt, egyszersmind növeli a piac mélységét azáltal, hogy a kereskedést egy jól definiált eszközre, illetve mutatóra összpontosítja. Az éles verseny ugyan szűkíti a kereskedés hasznát, viszont a referenciaérték használata által teremtett nagyobb átláthatóság növeli a kereskedés volumenét, s ez többnyire bőven ellensúlyozza a haszonkulcs csökkenését.
3. A referenciaértékhez kötött árazás lehetőséget teremt a kockázatok méréséhez és azok kezeléséhez is, ezzel pedig erősíti a pénzügyi rendszer ellenálló képességét. (Duffie–Stein, 2015)

A LIBOR létrejöttét sokan 1986-tól számítják, amikor ezt az indikátort a brit bankszövetség – a British Bankers' Association (BBA) – a kamatlábak szabványosított referenciaértékeként vezette be. Valójában azonban a LIBOR gyökerei régebbre, az 1960-as évek végére nyúlnak vissza, amikor az Egyesült Államokon kívüli bankoknál (vagy amerikai bankok külföldi leányintézeteinél) elhelyezett kamatozó, határidős dollárbetétek összege nagyra nőtt, mely betétállományt eurodollár-piacnak³ neveztek. Ezekre a betétekre nem terjedtek ki az Egyesült Államok bankszabályai. Ugyanakkor az ötvenes évek elejétől ilyen betéteket elfo-

3 Eurodollárnak nevezték az 1950-es évek közepétől az Egyesült Államokon kívüli bankok által vezetett betétszámlákon elhelyezett amerikai dollárt. E betétek összessége jelentette az eurodollár piacot.

gadó pénzintézetek *offshore* státuszt élveztek a székhelyük országában. Ennek az volt az oka, hogy az Egyesült Államokon kívüli országokban 1959 előtt még kötött devizagazdálkodás folyt, ami – egyéb előírások mellett – előírta a devizakövetelések átváltását is a nemzeti valutára. Az *offshore* státusz megadásával felmentették a dollárbetéteket elfogadó bankokat a hazai devizagazdálkodás szabályai alól⁴. Így módon az eurodollar-piac szabályozási arbitrázsra teremtett lehetőséget, ami által a betételhelyezők (pl. a betétbiztosítási költségek elmaradása miatt) magasabb betéti kamatlábat, a hitelfelvevők pedig alacsonyabb hitelkamatlábat élvezhettek, mint az Egyesült Államokon belül. Eurodollar-piac több országban is létrejött, közülük a legnagyobb a londoni nőtte ki magát. 1985-ben London részesedése a világ összes eurodollar piacából 30 százalékos volt, míg Párizs, a második legfontosabb központ, mindössze 8 százalékos részesedéssel rendelkezett. (International banking in London, 1975-85). Hatvanhárom ország befektetői rendelkeztek *offshore* státuszú leánybankkal vagy fiókkal Londonban, köztük 1973-tól a Magyar Nemzeti Bank is⁵. Szám szerint legtöbb londoni bank vagy bankfiók tulajdonosa Egyesült Államokbeli pénzintézet volt, piaci részesedést tekintve azonban a japán bankok londoni leányintézetei és fiókjai alkották a legjelentősebb bankcsoportot (Bank of England, 1986).

Az eurodollar-piacon 1959-től, a konvertibilitás elérésétől kezdve az amerikai dollár mellett más konvertibilis devizák, köztük a holland gulden, a német márka, a svájci frank és a japán jen is megjelentek. Alig két évtized leforgása alatt, 1973-ra az eurodollar-piac mérete mintegy 300 milliárd dollárra nőtt, amiből a dolláron kívüli devizák piaci részesedése már 28%-ot tett ki az 1969. évi 17%-hoz képest.

Az eurodollar-piacokon jellemzően rövid lejáratú forrásokkal kereskedtek. Az eurodollar-piacnak azonban sokáig hendikepje volt az, hogy a gyorsan bővülő források ellenére azok rövid lejáratára miatt nem tudott a szigorúan szabályozott kötvénypiacok alternatívájaként a jelentősebb összegű tőkeforrást kereső nagy hitelfelvevők rendelkezésére állni. A nagy hitelfelvevők – mindenekelőtt kormányzatok és nemzetközi nagyvállalatok – ugyanis többnyire olyan nagy összegű és olyan hosszú lejáratú hitelt kerestek, amelynek folyósítását egyetlen bank sem tudta, és nem is kívánta egyedül felvállalni (Árva et al., 2020). A kereslet és a kínálat között tátongó szakadék áthidalását egy pénzügyi innováció, a **szindikált hitelezés** tette lehetővé. E hitelezési technika keretében egy-egy jelentősebb hi-

4 Az *offshore* státusz megadása nem volt példátlan Magyarországon sem: Ezt a megoldást alkalmazta Magyarország is 1979-ben a Közép-európai Nemzetközi Bank Rt. (CIB) létrehozásakor is.

5 A Magyar Nemzeti Bank az MKB és az OTP részvételével 1973-ban alapította meg a Hungarian International Bank Ltd.-t londoni székhellyel. A HIB jelentős szerepet játszott Magyarország által felvett szindikált hitelek szervezésében és a konvertibilis elszámolású magyar külkereskedelem finanszírozásában. A bank 1995-ban került végelszámolásra.

telfelvételi szándék finanszírozása iránt érdeklődő bankok konzorciumot (ügynevezett szindikátust) hoztak létre, hogy ily módon megosszák egymás között a hitel összegét és kockázatait. Az első szindikált hitelt 80 millió dolláros összeggel 1969-ben a New York-i székhelyű Manufacturers Hanover Corporation bankház londoni fiókja szervezte az iráni kormánynak (Hou–Skeie, 2014).

A szindikáció keretében társuló bankok az adósnak azonos feltételekkel és azonos dokumentáció felhasználásával nyújtanak hitelt egy vezető bank vagy bankcsoport szervezésében. E hitelezési formánál nem követelmény, hogy az egyes részvevő bankok által nyújtott hitelrész összege azonos legyen, tehát a részt vevő bankok a kapacitásukhoz és kockázati preferenciájukhoz igazodó mértékben vehettek részt a finanszírozásban. Értelemszerűen persze a hitelügylet jutalékaiból és díjaiból a szervező(k), illetve a nagyobb részesedést vállaló bankok rendszerint nagyobb arányban részesültek. A hitel futamideje és a források lejáratára közötti különbséget a szindikátusban részt vevő bankok a hitelnyújtás mögé rendelt betétállomány görgetésével – rulírozásával – hidalták át. A szindikált hitelnyújtás technikáját számos bank kezdte alkalmazni, és ezért alig több, mint egy évtized leforgása alatt, 1982-re a szindikált hitelek piaca mintegy 46 milliárd dollár nagyságúra nőtt. A lélegzetelállítóan gyors növekedésnek a Mexikóban 1982 nyarán kirobbant latin-amerikai adósságválság (1982-83) vetett átmenetileg véget, amikor is rövid időn belül több tucatnyi közép-amerikai és afrikai ország jelentett fizetéseképtelenséget.

2. A LIBOR MŰKÖDÉSE, MŰKÖDTETÉSE

Minthogy a szindikált hitelt forrását a részt vevő bankoknál elhelyezett, zömmel rövid lejáratú betétek jelentették, ezért lejáratú transzformáció érdekében a szindikált hitelek árazására a bankok olyan megoldást dolgoztak ki, amely lehetővé tette a hitel kamatának a betéti kamatok alakulásához való rendszeres hozzáigazítását a futamidő egésze alatt. Ez úgy történt meg, hogy a hitelt nyújtó bankok a hitelfelvevőknek a hiteltartozásuk összegére a futamidő egy-egy rövid szakaszára – általában 1 és 6 hónap közötti kamatperiódusára – vonatkozó mindenkor piaci kamatot számoltak fel. Ezt a változó nagyságú kamatot növelték meg a hitelszerződésben kikötött fix kamatfelárral és egyéb díjakkal. Az egyes kamatperiódusra vonatkozó kamatláb meghatározása úgy történt, hogy a hitelt nyújtó bankok csoportjának – a szindikátusnak – a tagjai közvetlenül a kölcsön egyes kamatperiódusának a fordulónapja előtt jelentették a fő szervezőnek a finanszírozási költségeiket, vagyis azt, hogy a bankközi piacon mekkora kamattal tudják refinanszírozni az általuk nyújtott hitelrészt. A bejelentett finanszírozási költség súlyozott átlagát a főszervező legközelebbi nyolcad százalékponton kere-

kítette. Ezt nevezték el LIBOR-nak, és ehhez adták hozzá a fix kamatfelárat. Az ily módon meghatározott kamatból az egyes kamatperiódusok végén a szindikátus tagjai részvételük arányában részesültek. 1970-től kezdve a legtöbb szindikált hiteknél általánosan a LIBOR-t használták a hitelek futamideje során felszámított kamat kiszámításához. Ezt a kamatlábat hamarosan már nem csak a szindikált hitelek piacán alkalmazták, hanem más pénzügyi termékek árazásához is. Így például egy-egy kötvény kamatát a LIBOR alakulásához kötötték – és ezzel megszületett a változó kamatozású kötvény.

Érdemes itt egy rövid kitérőt tenni annak tisztázására, vajon miért éppen a londoni bankközi kamatláb vált világszerte – köztük az Egyesült Államokban is – a pénzpiac vezető referenciaértékévé, holott az angol font a II. világháborút követően nem volt képes újból vezető tartalékvalutává válni, s a londoni pénzpiac sem tudta többé már visszanyerni egykori, domináns pozícióját, hiszen a Bretton-Woods-i pénzügyi rendszer kulcsvalutájává az amerikai dollár vált, a legnagyobb belföldi pénzpiaccá pedig a new york-i vált. Annak, hogy a harmincas évek világgazdasági válsága, majd a II. világháború súlyos terhei ellenére London mégis fontos pénzügyi központ tudott maradni, több egymást komplementer módon kiegészítő oka is volt.

Egyfelől az 1930-as évek pénzügyi válsága után szigorúvá vált amerikai bankszabályozás, ami egyebek között korlátozta, hogy az amerikai bankok mekkora kamatot fizethetnek a dollárbetétekért, továbbá bevezette az amerikai bankoknál elhelyezett lakossági betéteknek díjfizetés fejében történő kötelező biztosítását. E kötöttségek miatt az Egyesült Államokból az ötvenes évek során a segélynyújtás és a cégfelvásárlások révén kiáramló dollárok, majd később az európai országoknak az USA-ba irányuló növekvő exportjából származó dollárbevételei az európai offshore – tehát területen kívüli pénzpiacként működő – dollár piacokra áramlottak. Mint már említettük, az offshore piacokon felhalmozódó pénzekre nem vonatkoztak sem az adott országok nemzeti valutájára vonatkozó monetáris szabályok, sem pedig a kötött devizagazdálkodás szabályai, és persze értelemszerűen az USA említett bankszabályai, sőt szankcionálási joga sem. Magyarán: az eurodollár-piacon a kötöttségek hiányában kedvezőbb hozamokat lehetett elérni, mint az Egyesült Államokban.

A második világháborút követően a gazdaságokat az uralta, amit több szerző „pénzügyi elnyomásnak” (financial repression) minősített (Masciandaro–Quintyn, 2013). A pénzügyi elnyomás célja a háború sújtotta gazdaságok újjáépítése, valamint a gazdasági növekedés és fejlődés előmozdítása volt a pénzügyi rendszer ellenőrzése révén. Ennek a stratégiának a legfontosabb jellemzői az állami tulajdonú bankok túlsúlya, olyan monetáris jellegű eszközök alkalmazása, mint a hitelplafon, az irányított hitelezés, a kamatszabályozás és a kereskedelmi bankok magas tartalékkövetelményei, valamint az államháztartási hiányok köz-

ponti bankok általi monetáris finanszírozása. Ez jellemezte az Egyesült Királyságot is, azonban londoni pénzpiac szerepének az erősítése érdekében a Bank of England liberális hozzáállást tanúsított az offshore jelleggel végzett bankügyletek iránt. Mint azt 1973-ban Sir Leslie O'Brien, a Bank of England akkori kormányzója a Skót Bankárok Intézetében kijelentette: „London, mint nemzetközi bankközpont felsőbbrendűsége a világ néhány országában elfogadott bosszantó banki jogszabályoktól való szabadságon alapul” (Pigott, 1994). S valóban, az Egyesült Királyságban – ellentétben a legtöbb fejlett országgal – 1979-ig nem volt olyan törvény vagy egyéb olyan jogszabály, amely egy bank alapítását vagy általában a banki üzletmenetet szabályozta volna. A Bank of England csak informális módon látott el felügyeleti teendőket. Amikor pedig egy szabályt általános jelleggel akart érvényesíteni a bankközösség egészében, akkor ezt körlevélben tette meg, amelyben felkérte a bankokat, hogy igazodjanak a levélben foglalt új gyakorlathoz. Bár a körleveleknek nem volt jogi ereje, ám a jegybank elvárta, hogy annak szellemét és betűjét is betartsák. Ezen a gyakorlaton azonban egyfelől a minden felügyeleten kívüli úgynevezett „másodlagos” vagy „perem” bankok okozta válság, másfelől a német Herstatt Bank 1974 nyarán bekövetkezett, a világ pénzpiacait megrengető bukása miatt hamarosan változtatni kellett. A brit kormány az EKG-hoz történt csatlakozása után 1976-ban fehér könyvet tett közzé „A betétgyűjtő intézmények engedélyezése és felügyelete” címmel. A fehér könyvben javasolt szabályokat az 1979. évi banktörvénnyel ültette át a gyakorlatba. Ez a törvény megfelelt az Európai Közösség Bizottsága által 1977-ben kiadott első banki irányelv azon követelményének is, mely szerint a bankoknak és más pénzügyi intézményeknek tevékenységük megkezdéséhez engedélyt kell kapniuk. Így 1979-ben az Egyesült Királyság bankjai először kerültek törvényi szabályozás hatálya alá.

A brit banki szabályozás vonzó sajátosságai mellett a világszerte széles körben használt angol nyelv⁶, az angol és az amerikai jogrendszer esetjogon alapuló hasonlósága, a magas szakmai ismerettel rendelkező brit pénzügyi, jogi és könyvelési szakértők rendelkezésre állása, továbbá a volt brit gyarmatok többségének a Brit Nemzetközösséghez való csatlakozása tette Londont ideális hídfőállássá az amerikai és más külföldi bankok számára. És természetesen nem feledkezhetünk el a világváros nyitottságáról, történelmi szerepéről és presztízséről sem, amelyek elősegítették a globális pénzügyi központ szerepének a fennmaradását Londonban. Az említett okok miatt számos bank hozott létre leányintézetet vagy fióktelepet Londonban, ahol az offshore piacon akadálytalanul bonyolíthatták le a nemzetközi pénzügyi tranzakcióikat. Emellett a Szovjetunió, Kína és számos kö-

6 A legutóbbi becslések szerint világ 8 milliárdnyi lakosa közül mintegy 1,5 milliárd ember beszél angolul, akár első, akár második nyelvként. Ez a szám tartalmazza az angolt anyanyelvként beszélőket (körülbelül 375 millió) is.

zel-keleti állam politikai megfontolásból vagy attól tartva, hogy az Egyesült Államok bankjainál elhelyezett pénzeiket lefoglalhatják, vagy zárolhatják, inkább az Egyesült Királyságban helyezték el dollárvagyonukat (Pásztor, 2014). Ugyancsak növelte London szerepét, hogy a II. világháború után kialakult két fontos ázsiai kereskedelmi és gazdasági központ – Hongkong és Szingapúr – szoros szálakkal kötődtek az Egyesült Királysághoz, illetve a pénzügyek terén Londonhoz.

A felsorolt tényezőknek betudhatóan őrizhette meg London a vezető szerepét, s válhatott a szindikált hitelezés terén a világ legfontosabb központjává. Ennek köszönhetően lett a LIBOR is a világ vezető referencia-kamatlába.

Ahogy a LIBOR egyre nagyobb szerepre tett szert a nemzetközi pénzügyi rendszerben, úgy nőtt az igény a LIBOR megállapítása módszerének egységes rendszerbe foglalására, ami addig az egyes szindikált ügyletekben részt vevő bankok hitelszerződéseiben rögzített eseti módszerrel történt. 1984 októberében a British Bankers' Association, konzultációt kezdeményezett a Bank of England-del és másokkal arról, miként lehetne egy sztenderdizált referencia-kamatlábat kialakítani. A BBA 1986-ra dolgozta ki „BBA LIBOR” módszertanát, amely alapján referencia-kamatlábat kezdetben az angol font, az amerikai dollár és a japán jen offshore piaci bankközi kamatlába alapján számítottak ki. Ez a módszertan három innovációt is magába foglalt.

Az első az volt, hogy az egyes devizanemek LIBOR-fixingjéhez, azaz a referencia kamatláb meghatározásához, több bankból álló csoportot – úgynevezett paneleket – hoztak létre. A következő két évtized során háromról tízre emelkedett azon devizák száma, amelyeknek LIBOR-ját naponta közzétették, így a panelek száma is növekedett. Az euró bevezetése után azonban az euró által felváltott devizákra – így a német márkára, a francia frankra, a holland guldenra, a belga frankra – megszűnt a közzététel. Ehelyett bevezetésre került az európai irányadó bankközi kamatláb, az Euribor⁷, az európai bankok egymásnak felajánlott euró hitelkamatainak napi szintű átlagolása. Ezt a kamatlábat az Európai Unió első osztályú bankjai (prime bank) által egymásnak nyújtott hitel kínálatának alapján határozta meg a brüsszeli székhelyű Európai Pénzpiaci Intézet (European Money Markets Institute – EMMI), amelyet az EU-s tagországok nemzeti bankszövetségei alapítottak. Az Euribor napi értékének a meghatározása sok tekintetben hasonlított, ám több fontos részletben – köztük a naponta megválaszolandó kérdés tartalmában⁸ – eltért a LIBOR-étól.

7 Az Euribor az angol **Euro Interbank Offered Rate** rövidítése.

8 A panel tagjainak arra a kérdésre kellett válaszolni, hogy az első osztályú bankoknak milyen kamaton nyújtanának biztosíték nélkül bankközi kölcsönt

Panelek létrehozására azért volt szükség, mert világszerte mindegyik bankközi piac – így a londoni is – kétoldalú alapon szerveződik, ahol csak az egyes ügyletekben érintett két fél ismeri a tranzakció pontos feltételeit, amelyeket azonban nem szoktak nyilvánosságra hozni. Ehelyett az egyes panelekben részt vevő bankoknak naponta 11-kor kellett választ adnia arra az állandó kérdésre, hogy az adott napon és időpontban, az adott devizában mekkora kamatlábbal tudnának pénzt felvenni az offshore bankközi piacon tizenöt különböző – éven belüli – lejáratra. A panelekben való részvétel önkéntes volt, s a BBA felkérésére történt; a közreműködésnek legalábbis a kezdetekben komoly presztizsértéke volt.

1. táblázat

A londoni LIBOR panelek összetétele

LIBOR-paneltagság (2008. május 22.)							
Sor- szám	Bank	Ország	deviza				Panel- tagság száma
			GBP	CHF	JPY	USD	
1	Abbey National plc	UK	×				1
2	Bank of America	US	×		×	×	3
3	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	JP	×	×	×	×	4
4	BNP Paribas	FR	×				1
5	Barclays Bank plc	UK	×	×	×	×	4
6	Citibank NA	US	×	×	×	×	4
7	Credit Suisse	CH		×		×	2
8	Deutsche Bank AG	DE	×	×	×	×	4
9	HBOS	UK	×			×	2
10	HSBC	UK	×	×	×	×	4
11	JP Morgan Chase	US	×	×	×	×	4
12	Lloyds TSB Bank plc	UK	×	×	×	×	4
13	Mizuho Corporate Bank	JP			×		1
14	Rabobank	NL	×		×	×	3
15	Royal Bank of Canada	CA	×			×	2
16	Société Générale	FR		×	×		2
17	Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Ltd (SMBCE)	JP			×		1
18	The Norinchukin Bank	JP			×	×	2
19	The Royal Bank of Scotland Group	UK	×	×	×	×	4
20	UBS AG	CH	×	×	×	×	4
21	West LB AG	DE	×	×	×	×	4
			9	16	12	16	

Forrás: Select Committee on Treasury Written Evidence, House of Commons, 2008. július 1.

Mint látható, kilenc ország 20 bankjának londoni leánybankja vagy fiókja vett részt a négy panelben. A legnagyobb panellel az amerikai dollár, a legkisebbel a svájci frank rendelkezett.

A második innováció az volt, hogy BBA az egyes bankok által szolgáltatott értékeknek a súlyozatlan számtani átlaga helyett úgynevezett nyesett átlagolással határozta meg a LIBOR napi értékét. A nyesés úgy történt, hogy a BBA az egyes panelek bankjai által szolgáltatott adatoknak az alsó és a felső negyedét figyelmen kívül hagyta („lenyeste”) a befolyásolás és a csalás lehetőségének minimalizálása érdekében. Ebből következően az egyes paneleknek legalább nyolc bankból kellett állnia ahhoz, hogy a nyesést követően legalább négy értékből lehessen kiszámítani az átlagot. Az egyes panelekbe meghívott bankok számából és piaci súlyából fakadóan a LIBOR jól és megbízhatóan tükrözte a bankközi piac tényleges kamatviszonyait annak ellenére, hogy értékének a kiszámítása nem a tényleges, hanem a feltételezett bankközi tranzakciók alapján történt. A választott módszernek az is fontos jellemzője volt, hogy a LIBOR kiszámított átlaga – szemben az addig használatos referenciamutatókkal – nem csak az aktuális kamatviszonyokat tükrözte, hanem az adatszolgáltató bankoknak a különböző lejáratokra vonatkozó mindenkori várakozásait is. Ez pedig azért fontos, mert a modern közgazdaságtudomány már régóta felismerte, hogy a gazdasági tevékenységben, döntéshozatalban a jelen és a bizonytalan jövő között a várakozások teremtenek kapcsolatot, aminek különösen nagy jelentősége van a pénzügyek terén (Farkas Beáta, 2016). A LIBOR-nak ez az előretékinő jellege nagyban hozzájárult a népszerűségéhez és széles körű használatához.

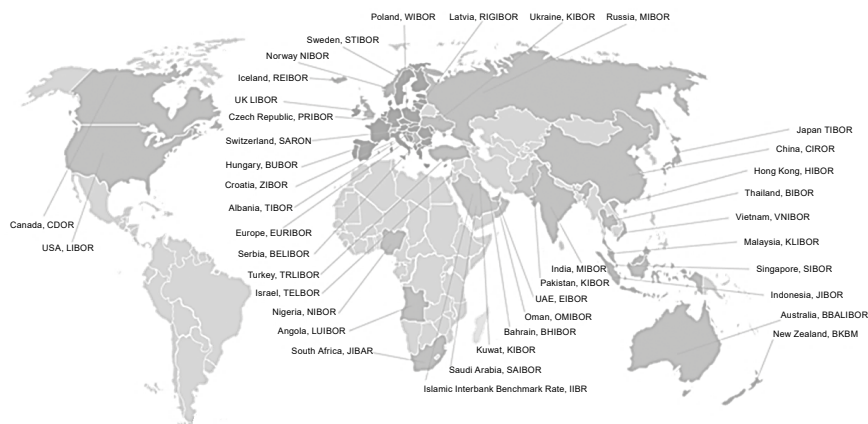
A harmadik – és a LIBOR széles körű elterjedése szempontjából talán a legfontosabb – innováció a LIBOR napi értékeinek kommunikálása volt. Ehhez a BBA a Reuters brit hírügynökséget vonta be, amely a LIBOR napi értékének a kiszámítását követően azt a világot behálózó hírközlő hálózata majd a széles körben elterjedt elektronikus kereskedési platformjai révén azonnal eljuttatta a hivatásos kereskedőkhöz és pénzügyi elemzőkhöz, továbbá a szolgáltatásaira előfizető valamennyi brit és külföldi médiának. Ezáltal a LIBOR napi értéke valós időben vált elérhetővé a világ minden pontján, ami döntő mértékben járult hozzá az elterjedéséhez. A LIBOR kiszámításának és közzétételének leírt módszertana és folyamata annyira kiforrottnak számított, hogy az elkövetkező évek során azon mindössze az adatok begyűjtésének, feldolgozásának és közzétételének digitalizációja miatt változtattak.

Az egyes jelentős nemzetközi offshore pénzpiacon – köztük a tokiói, a hongkongi és a szingapúri bankközi piacon – az irányadó kamatláb meghatározásához – kisebb-nagyobb változtatásokkal átvették a BBA által kialakult módszertant. Ezen kívül számos nemzeti piacon is létrejöttek hasonló módszertannal számított helyi referencia-kamatlábak. Amint az 1. ábra mutatja, 2014-ben 40 referencia-kamat-

láb létezett, köztük a budapesti bankközi forint hitelkamatláb, a BUBOR (**Bu**dapest **I**nter**b**ank **O**ffered **R**ate). A BUBOR értékét a Magyar Forex Társaság (MFT) a Magyar Nemzeti Bank közreműködésével 1996 augusztusától naponta számolta ki és tette közzé először 1 és 3 havi fixingre, majd 1997-től 6 havi fixingre.

1. ábra

A világ bankközi kamatlábai 2014-ben



Forrás: Innovation Business Vision, 2020

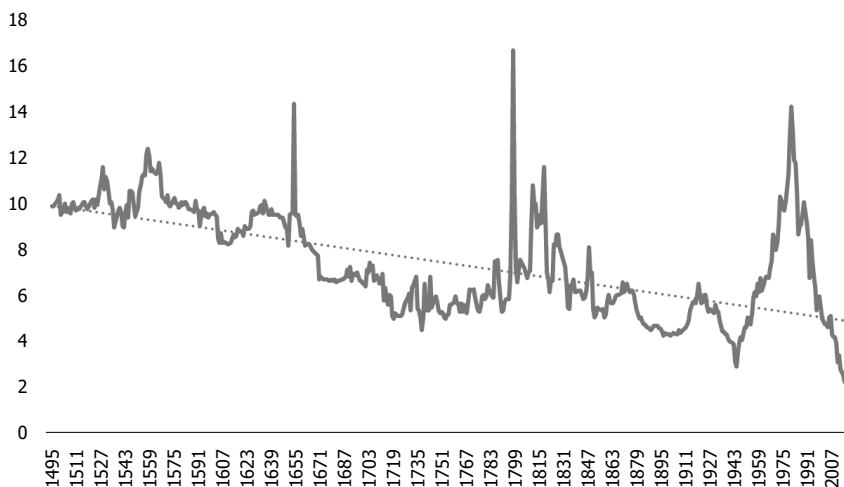
A BBA LIBOR bevezetése időben egybeesett Margaret Thatcher brit miniszterelnök 1986-os „BigBang”-nek nevezett pénzügyi deregulációs programjával. Ez egyik napról a másikra megnyitotta az utat a lakossági bankok előtt, hogy befektetési banki tevékenységet is folytassanak, s ügyfeleikkel és egymással is szabadon kereskedhessenek, ügyfeleiknek befektetési tanácsot adhassanak, továbbá számukra vagyongazdálkodási szolgáltatást nyújtsanak (Takács, 2010). Emellett elhárította az akadályokat a külföldi bankok előtt, hogy egyesült királyságbeli pénzintézeteket vásárolhassanak fel és olvasszanak be. Ez számos további nagy amerikai és nemzetközi bank londoni letelepedéséhez vezetett. A „light touch” vagyis „könnyű érintésű” felügyeleti gyakorlat tág teret hagyott a piaci szereplők önszabályozásának (self-regulation), vagy az önszabályozás kialakítását állami eszközökkel ösztönözte (együtt-szabályozás – co-regulation), Londont az addiginál is vonzóbb piaccá tette, ami persze szintén hozzájárult a LIBOR egyre elterjedtebb használatához.

3. A LIBOR HASZNÁLATÁNAK KISZÉLESEDÉSE

Az 1990-es évekre a LIBOR a pénzügyi rendszer sarokkövévé vált, kezdve a jelzálog- és diákhitelek, a változó kamatozású kötvények árazásától egészen a legváltozatosabb, több száz milliárd dollár értékű származékos ügyletek árazásáig. A LIBOR-hoz kötött származékos ügyletek közül a legjelentősebb a kamatláb-swap volt, ami lehetővé tette a vállalatok számára a kamatláb-ingadozások kockázatának a mérséklését. A kamatlábak cseréjét a globális kamatlábak szélsőséges volatilitása idején találták ki az 1970-es években és az 1980-as évek elején. A 2. ábra jól mutatja, hogy a XV. századtól napjainkig terjedő időszakban a nominális kamatlábaknak kevés olyan erőteljes kilengése volt, mint a Bretton Woods-i pénzügyi rendszer összeomlásától kezdődő, az olajárak robbanását és az azt követő inflációt, majd a negatív kamatlábak kialakulását is magába foglaló néhány évtized során.

2. ábra

A világ súlyozott nominális kamatlábainak ingadozása (százalék/év)



Forrás: Paul Schmelzing (2020): Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the »suprasecular« decline, 1311-2018, Bank of England, swp 845

2. táblázat**LIBOR-alapú lakossági és vállalati eszközök**

Néhány LIBOR-ral árazott pénzügyi eszköz	
Lakossági	Vállalati
	Pénzpiaci alapok
Jelzáloghitelek	Rövid lejáratú kötvényalapok
Lakáshitelek	Változó kamatozású kötvények
Gépjárműhitelek	Önkormányzati kötvények
Diákhitel	Jelzáloggal fedezett értékpapírok
Hitelkártya tartozás	Eszközfedezetű értékpapírok
Bankhitelek	Kamatcsereügyletek
	Határidős kamatláb megállapodások
	Határidős devizaügyletek

Forrás: Bates Group LLC, 2012

A kamatcsere „receptje” egyszerű: a szerződő felek egymás között fix kamatozású pénzáramlást cserélnek változó kamatozásúra, vagy fordítva, sőt akár különböző piacok változó kamatozású pénzáramlásait is kicserélhetik egymással. A legalapvetőbb és legelterjedtebb formájában az egyik szerződő fél fix kamatot fizet abban a reményben, hogy a kamatok emelkedni fognak, míg a másik változó kamatozást fizet, abban bízva, hogy a kamatok csökkenni fognak. A swap értéke a szerződés megkötése pillanatában megközelítőleg nulla, vagyis a két pénzáramlás nettó jelenértéke közel azonos, hiszen ekkor racionális az ügyletkötés mindkét fél részére. A swap árazása természetesen a kereslet/kínálat függvényében eltérhet az ideális állapottól. A kamat mértéke, s így a hozamgörbe azonban a csereügylet futamideje során módosulhat, s ezért a swap értéke is változhat. Az adott ügylet értéke ezért minden időpillanatban felírható két kötvény árfolyamának különbségeként, mely során a szerződés „lebegő” lábát leggyakrabban a LIBOR alakulásához köttették. Mivel a swap ügyletekhez nincs szükség jelentős „induló” tőkére, olcsóbb lehetőséget kínáltak a kamatláb-elmozdulásokkal kapcsolatos védekezésre, mint a különböző valutájú államkötvények használatával.

Az 1980-as évek folyamán a LIBOR kiszorította a diszkontkincstárjegyeket, mint a dollár addig uralkodó rövid lejáratú referenciakamatlábát. A LIBOR elterjedésének újabb fontos mérföldköve volt, amikor a chicagói árutőzsde (Chicago Mercantile Exchange – CME) az 1981 óta működő eurodollár határidős piacán 1997 januárjában az addig használt kamatláb-benchmarkot a LIBOR-ral váltotta fel. Az átlagos napi kereskedési volumen a váltás időpontjában körülbelül 400 000 kontraktus volt, ami 2014 márciusára meghétszereződött.

Mi volt a LIBOR gyors elterjedésének a titka az Egyesült Államokban? Mindenekelőtt az, hogy a LIBOR jobban tükrözte a banki finanszírozási költségeket, mint a referenciárataként használt egyéb mutatók. Másodszor, hogy tovább gyarapodott a LIBOR-árazású hitel- és származékos termékek köre és volumene. Harmadszor pedig az, hogy a pénzügyi piacokon időről-időre eluralkodó bizonytalanság a befektetőket szinte csordaként hajszolta a „minőség felé” („flight-to-quality”). Ilyen időszakokban azonban a diszkontkincstárjegyek kamatlábai többnyire változatlanok maradtak vagy csökkentek, míg a LIBOR-árazású eszközök kamatai általában emelkedtek, s ezzel jobban tükrözték a piaci várakozásokat is.

4. A LIBOR KOCKÁZATAI

A LIBOR nagy sikere és széles körű elterjedtsége vezetett el aztán a végzetének kiindulópontját jelentő csalásokhoz. A piaci szakértők a csalás potenciális veszélyét először CME LIBOR-ra való átállása kapcsán kezdték felismerni. Az egyik amerikai befektetési bank jogtanácsosa már 1996 végén arra figyelmeztette az Egyesült Államok származtatott ügyleteket felügyelő hatóságát, a Commodity Futures Trading Commissiont (CFTC), hogy egy-egy panelbank és munkatársai számára nagy lehet a kísértés, hogy nagyobb származékos tételek elszámolásának az időpontjához közel úgy próbálják befolyásolni a LIBOR fixálását, hogy az a saját kereskedési pozícióknak az előnyére váljon. A másik „Kasszandra” egy New York-i befektetési bankár volt, aki a CFTC-t arra figyelmeztette, hogy egyes panelbankok a finanszírozási nehézségeik elfedése végett a stresszes időszakokban kísértést érezhetnek arra, hogy a napi kamatközléseiket kozmetikázzák. A CFTC-t azonban egyik figyelmeztetés sem tántorította el a LIBOR használatának jóváhagyásától. A felügyeleti hatóságok szakértői között akkoriban ugyanis az volt az uralkodó nézet, hogy a LIBOR-t nem lehet manipulálni. Úgy vélték, hogy mivel a panelbankok kamatközléseinek a felső és alsó kvartilise elvetésre kerül, ezért csoportos összejátszás nélkül szinte lehetetlen befolyásolni a referencia-kamatlábát. Úgy vélték továbbá, hogy a panelbankokat az is elriasztja a manipulálástól, hogy az egyéni adatközlésüket az átláthatóság érdekében utólag nyilvánosságra hozzák, következésképpen az a bank, amelyik manipulált adatokat nyújtott be, hamarosan úgyis lelepleződik.

Mint az évekkel később, 2012-ben kiderült, mindkét gyanú megalapozott volt, a felügyeleti szervek vélekedését pedig az élet megcáfolta. A manipulációk lelepleződése után végzett matematikai-statisztikai elemzések igazolták, hogy a LIBOR manipulálása ugyanis a vélemezettnél sokkal könnyebbnek bizonyult. A vizsgálati eredmények kimutatták, hogy tudatos alá- vagy fölé árazás révén akár egyetlen bank is befolyásolhatja a referenciamutató értékét, kivált kis létszámú panelek

esetén. Ezen túlmenően az informális személyes kapcsolatok révén a manipuláció akár több bankot is felöllehetett, ám ezt csak utólag és csak hosszabb időszak digitális „lábnyomának” a mélyelemzésével lehetséges megállapítani. Egy 100 milliárd dolláros kamatcsereügylet portfólióján ugyanis egy bank akár 1 bázispontos elmozdítás révén is dollármilliókat nyerhet. A hatalmas származékos pozíciókkal rendelkező kereskedőknek emiatt mindössze néhány század százalékponttal kellett „eltérítenie” a LIBOR-t ahhoz, hogy jelentős nyereségre tehesse szert, viszont ilyen csekély mértékű manipuláció az „észlelési hibahatáron” belül maradt, ami által el lehetett kerülni a feltűnést. Ráadásul a manipulációs potenciál megnőtt a 2007-2008-as pénzügyi válság idején, mivel a piaci turbulenciák közepette az egyes panelbankok hitelezési és finanszírozási kockázata akár napokon belül is jelentősen változhatott (Avdijev et al., 2012).

A LIBOR-t egyébként sokan már a csalás felfedezése előtt nevezték „kényelmes fikciónak”, mivel a naponta közzétett LIBOR-fixingek és a londoni bankközi piacon megvalósult tényleges hitelfelvételek között az 1970-es évek elején fennálló szoros kapcsolat az idők folyamán meglazult. Az Európai Központi Bank európenzügyi felmérése (EKB, 2007) például kimutatta, hogy a kétezres évek elején a bankközi tranzakcióknak már mintegy 70 százalékát az egynapos, közel 95 százalékát pedig az egy hónapos vagy annál rövidebb futamidejű tranzakciók tették ki. Következésképpen az ennél hosszabb lejáratú LIBOR-jegyzések értékét a legtöbbször a panelbankok szakértőinek becslése alapján határozták meg. Minthogy a rendelkezésre álló statisztikák szerint a dollár LIBOR-ra hivatkozó ügyletek többsége – a kamat-derivatíváktól kezdve a diákhiteleken át egészen a lakáshitelekig – a három hónapos (vagy ennél hosszabb) lejáratú LIBOR-ral lett indexálva, ezért az ármeghatározás óhatatlanul egyre inkább becsléseken, s nem valódi bankközi hitelügyleteken alapult.

Mindazonáltal a LIBOR-ok sokáig meglehetősen szorosan követték azokat a referenciamutatókat, amelyek a tényleges fedezetlen banki finanszírozási kamatokhoz, vagy a kincstárjegyek forgalmazásához kötődtek. A kirívó kivételt a globális pénzügyi válságot kiváltó a New York-i Lehman Brothers befektetési bank 2008. szeptemberi csődjét követő időszak jelentette. A három hónapos USD LIBOR értéke ekkor szignifikánsan eltért két ugyancsak rövid lejáratú referencia-kamatlábtól – az ICAP NYFR-től és az eurodollár betétek három hónapos kamatától. Ezt ugyan annak idején két napilap is észlelte és közzé is tette, azonban meglepő módon sem az illetékes angol, sem az illetékes amerikai felügyeleti hatóságok nem reagáltak ezekre a jelzésekre. Később, a LIBOR manipulációnak a verseny- és büntetőjogi szankcionálása során a felügyeleti hatóságok azzal védekeztek, hogy a LIBOR egy olyan iparági önszabályozás keretében számított és közzétett mutató, amelynek ellenőrzését semmilyen jogszabály nem írta elő, ezért jogalapjuk sem volt a fellépésre.

Valószínűleg azonban a felügyeleti szerveknek a válság közepette nem is állhattott az érdekében a valóságosnál alacsonyabb kamatlábat jelentő panelbankokkal szembeni fellépés. A válság kitörése után ugyanis a piac szereplői szinte valamennyi minősítés (rating) iránti bizalmat elvesztettek, ezért a banki stabilitás, megbízhatóság proxyjának sokan még leginkább a bankközi kamatlábat vélték, mondván, hogy egymásról legtöbbet mégiscsak maguk a bankok tudhatják. Ebből a megfontolásból például a válság által alaposan megtépázott angol Barclays tudatosan alacsony bankközi kamatlábat jelentett a BBA-nak, holott a válság csúcán nem is számíthatott semmilyen bankközi hitelre. Beteljesült tehát az a korábbi feltetelezés, miszerint a finanszírozási nehézségeik leplezése végett a panelbankok stresszes időszakokban kísértést érezhetnek arra, hogy kamatközléseiket kozmetikázzák. Ezt a jelenséget a szakmában „Goodhart törvényének” is nevezik, mely szerint, ha egy mérőszám az eredeti rendeltetésétől eltérően kívánatos célértékké válik, akkor az adott mérőszám elveszíti a megbízhatóságát, mint mérőeszköz.

A Barclays bankot persze nyilván nem a kozmetikázott alacsony kamatláb közlése mentette meg az összeomlástól, ám a piaci pánik időszakában helyzetét valamelyest megkönnyíthette. Ha viszont a felügyeleti hatóságok rögvest teljes szigorral kérték volna számon a hamis adatok szolgáltatását, akkor az vélhetőleg csak fokozta volna az akkor amúgy is erős pánikhangulatot a piacokon és ezáltal akár jóval nagyobb kárt is okozhatott volna annál, mint amennyit a kamatláb manipulálása valójában ártott.

5. MILYEN SZANKCIÓKAT SZABTAK KI A LIBOR MANIPULÁLÁSA MIATT?

A válság lecsengése után, 2012-ben az Egyesült Államok Igazságügyi Minisztériuma és több európai felügyeleti hatóság büntetőeljárásokat indított a LIBOR manipulálásában részt vevő bankok ellen. Ezek az eljárások peren kívüli egyezségekkel zárultak, melyek keretében több, mint 9 milliárd USD-nyi bírság megfizetését vállalták az érintett bankoknak. Elsőként az angol Barclays bankra róttak ki az amerikai és az angol hatóságok 435 millió dollárt bírságot, majd a bank négy évvel később további 100 millió dollár kifizetésében állapodott meg negyvennégy amerikai állammal a dollárban denominált LIBOR-kamatláb manipulálásában játszott szerepéért. 2012 decemberében a svájci UBS bank-óriásra szabták ki a LIBOR-hoz kapcsolódó addigi legnagyobb, 1,5 milliárd dollár összegű bírságot, 2013 elején az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság hatóságai az RBS bankot 612 millió dollárra büntették meg. 2013 végén az uniós szabályozó hatóságok lezárták a Barclays, a Deutsche Bank, az RBS és a Société Générale ellen folytatott eljárást, és az utóbbi három bankot összesen 1,7 milliárd euróra, azaz több mint

2 milliárd dollárra bírságolták. Mindegyiküket vétkesnek találták a piaci kamatlábak manipulálására irányuló összejátszásban 2005 és 2008 között. Ugyancsak 2013-ban a holland Rabobankot több mint 1 milliárd dolláros bírsággal szankcionálták. Az amerikai bankok közül JPMorgan Chase-t és a Citigroupot sújtották pénzbírsággal, igaz, enyhébb szankciókkal. (2016-ban azonban az amerikai hatóságok egy külön vizsgálat keretében további 425 millió dolláros bírságot róttak ki a Citigroupra, miután megállapították, hogy a bank felső vezetőinek tudomása volt arról, hogy az időközben súlyos börtönbüntetésre ítélt alkalmazottjuk, Tom Hayes illegálisan manipulálta a LIBOR árfolyamát.) 2015 áprilisában a német Deutsche Bank bevallotta a londoni fiókjának a bűnösségét és megkötötte a LIBOR-ügy legsúlyosabb egyezségét: 2,5 milliárd dollárt fizetett az amerikai és európai hatóságoknak. Ezzel a Deutsche Bank által a LIBOR-ügyben fizetett bírságok 3,5 milliárd dollárra nőttek, mely összeg több mint kétszerese a többi pénzintézetre kirótt büntetésnek (McBride, James, 2016).

A hatóságok szigorú fellépése azonban ekkor már nem rendítette meg a piacokat. Viszont a manipuláció feltárása és nyilvánossá válása széles körben ingatta meg a bizalmat a LIBOR iránt.

A csalások feltárása után kibontakozott heves szakmai viták két fogalmilag különálló kérdésben éleződtek ki. Az első a LIBOR és a többi hasonló módszertan alapján megállapított referencia-kamatláb manipulációjának lehetőségével volt kapcsolatos. Ennek keretében azt feszegették, hogy a manipuláció lehetőségét miként lehetne szűkíteni, netán kiküszöbölni a kamatláb egy alternatív definíciójával anélkül, hogy meg kellene változtatni az alapadatoknak a panelektől történő begyűjtésének módszerét. A második – tartalmilag eltérő problémát jelentő – kérdés az adatok természetének megváltoztatását firtatta. Ennek keretében azt vetették fel, hogy a panelbankok által benyújtott ráták helyett csak tényleges tranzakciókról gyűjtsenek adatokat, ami nagyobb átláthatóságot és megbízhatóságot szavatolna a referencia-kamatráták megállapításában.

A botrány kitörése után 2012 júliusában az Egyesült Királyság pénzügyminisztere megbízta a pénzügyi felügyeleti hatóság (FSA) akkori ügyvezető igazgatóját, Martin Wheatley-t, hogy rövid határidővel készítsen egy részletekbe menő jelentést a következőkről:

- (a) a LIBOR megállapítására és kezelésére vonatkozó jelenlegi keret szükséges reformjai;
- (b) a szankciók megfelelősége és terjedelme a LIBOR-manipuláció megfelelő kezelésére; és
- (c) a LIBOR hibáinak elemzése hatással van-e a többi globális benchmarkra.

A zárójelentést 2012 szeptemberében tették közzé (The Wheatley Review, 2012). A jelentés arra a következtetésre jutott, hogy a LIBOR-t meg kell tartani referen-

cia-kamatlábként, de – az előzetes várakozásoknak megfelelően – kimondta azt is, hogy a LIBOR átfogó reformjára van szükség.

A dokumentum egy tíz pontos reformtervet vázolt fel. A terv a LIBOR fennmaradásából indult ki, ám a LIBOR megállapításának menedzselését és az adatközlés folyamatát törvényben szabályozott tevékenységgé javasolta tenni. A jelentés azt is kezdeményezte, hogy a LIBOR menedzselését a BBA helyett a továbbiakban egy pályázat keretében kiválasztott új adminisztrátor végezze, továbbá egy független felügyelő bizottság felállítására is javaslatot tett.

A jelentés a LIBOR adatszolgáltatási folyamatának azonnali felülvizsgálatát indítványozta. A javaslat megjelölte azoknak a tranzakcióknak a hierarchiáját, amelyeket figyelembe kell venni a LIBOR megállapításához történő adatszolgáltatás során. Hosszabb távra előre tekintve pedig azt ajánlotta, hogy a felügyelő bizottság dolgozzon ki egy olyan magatartási kódexet, amely részletes iránymutatást ad a LIBOR megállapításához szükséges adatok szolgáltatásához.

A jelentés ezen kívül több olyan kulcsfontosságú változtatást is javasolt, amelyeket legkésőbb egy éven belül végre kell hajtani. Ezek: egyes devizanemek és futamidők tekintetében meg kell szüntetni a LIBOR közzétételét akkor, ha nem áll rendelkezésre elegendő tényleges kereskedelmi adat a LIBOR megállapításának az alátámasztásához. A rendelkezésre álló statisztikai adatok alapján a jelentés a devizanemek tekintetében az ausztrál dollárnak, a dán koronának, a kanadai dollárnak, a svéd koronának és az új-zélandi dollárnak, a futamidő tekintetében pedig a 4, az 5, a 7, a 8, a 10 és a 11 hónapos LIBOR jegyzésének a megszüntetését vetette fel. Az átláthatóság növelése és a manipuláció megelőzése érdekében a jelentés az egyéni LIBOR-beadványok közzétételét javasolta 3 hónap elteltével. Ugyancsak javasolta a panelbankok körének a kibővítését.

A tízpontos terv azzal az ajánlással zárult, hogy az Egyesült Királyság hatóságai szorosan működjenek együtt az európai és a nemzetközi szervezetekkel a LIBOR és más globális referenciamutatók hosszú távú jövőjének kialakításában, valamint, hogy ezeket a referenciamutatókat miként lehetne a leghatékonyabb és világos iránymutatásokkal és elvekkkel megfelelően alátámasztani.

A feltárt hiányosságok ellenére a LIBOR továbbra is a globális pénzügyi rendszer fontos eleme maradt. A piaci manipuláció kísérletének és a hamis LIBOR-jelentéseknek a lélektani hatása azonban olyan nagy volt, a LIBOR jövőjével kapcsolatos kérdést a G20-államok vezetői a 2013 szeptemberi szentpétervári csúcstalálkozójukon is megvitatták. A kamatláb-benchmarkok megbízhatóságának helyreállítása érdekében a G20-államok vezetői jóváhagyták a Nemzetközi Értékpapír-felügyeleti Szervezet (IOSCO) által a pénzügyi referenciamutatókra vonatkozóan meghatározott alapelveket. Ennek alapján a Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) 2014 júliusában jelentést tett közzé „A főbb referencia-kamatlábak reformja” címmel.

6. A LIBOR-KORSZAK VÉGE

A Wheatley jelentés nyilvánosságra hozatalát követően az Európai Bizottság nyilvános konzultációt kezdeményezett a referenciaértékként szolgáló indexek előállítása és felhasználása szabályozásának lehetséges kereteiről. A konzultáció és a Wheatley jelentés alapján, valamint a G20-ak ajánlásait követve az EU rendeletet alkotott a referenciamutatókkal kapcsolatos kérdésekben: 2016 júniusában kihirdetésre került az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2016/1011 rendelete a pénzügyi eszközökben és pénzügyi ügyletekben referenciamutatóként vagy a befektetési alapok teljesítményének méréséhez felhasznált indexekről, amely 2018. január 1-jén lépett hatályba. A rendelet a benchmarkok gyakorlati használatától függően három felügyeleti és szabályozási követelményszintet állapított meg: nem szignifikáns referenciamutatók, jelentős referenciamutatók (amelyek referenciaként szolgálnak legalább 50 milliárd euró), illetve kritikus referenciamutatók (amelyeket legalább 500 milliárd euró összértékű pénzügyi eszközökhöz, pénzügyi szerződésekhez vagy befektetési alapokhoz használnak, vagy bizonyos egyéb kritériumok teljesítése esetén). Értelemszerűen ez utóbbi csoportba került a LIBOR.

A rendelet kimondta, hogy az uniós piaci szereplők csak akkor használhatnak az EU-n kívüli országban előállított vagy kezelt referenciamutatókat, ha az érintett ország az EU-val egyenértékű szabályrendszerrel rendelkezik, vagy ha az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) jóváhagyja a referenciamutatót, vagy ha a referenciamutatót az EU elismeri. Ez az előírás gyakorlatilag fragmentálta a referenciamutatók univerzumát, hiszen eddig ilyen geostratégiai korlátozás nem létezett.

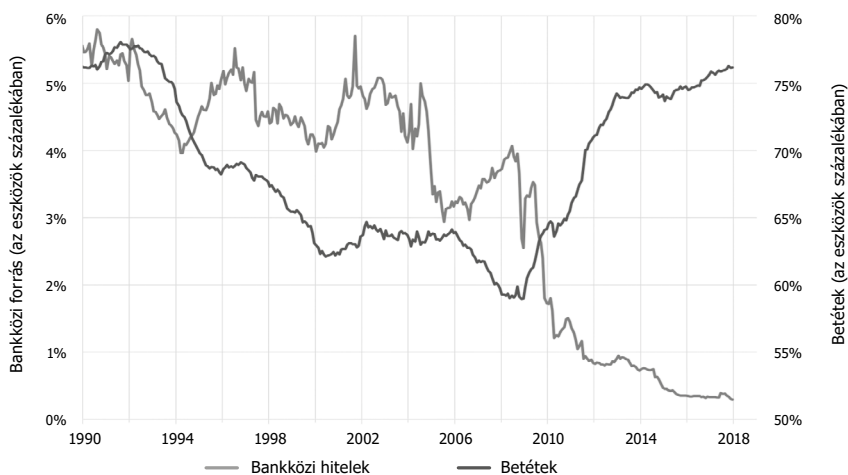
Mint már említettük, a botrány után kibontakozott vitákban több felügyeleti szerv és szakértő is felvetette, hogy a LIBOR-t – és a többi hozzá hasonló referenciamutatót – egy olyan referenciamutatóval kellene felváltani, amelynek a meghatározása tényleges ügyletek alapján történik, nem pedig a bankok szakértői által vélelmezett hitelfelvételi költségek alapján. Az azonnali lecserélés azonban megvalósíthatatlannak bizonyult, mert addigra a LIBOR sokezernyi olyan hosszabb lejáratú szerződésbe épült be, amelyek együttes értéke több ezer milliárd dollárt tett ki és többszörösen meghaladta a világ egészének GDP-jét. Ilyen tömegű és értékű szerződésnek az egyoldalú módosítása akár komoly kártérítési perek sorozatához is vezethetett volna. Ehelyett olyan változtatások megvalósítása kezdődött meg 2014-ben, amelyek keretében a BBA-tól elkerült a LIBOR menedzselése, helyette az Intercontinental Exchange (ICE), az Egyesült Államok származékos kereskedési platformja vette át a fixinggel és a közzététellel kapcsolatos teendőket. Az ICE – a tényleges használatra vonatkozó statisztikai adatok alapján – rögvest lecsökkentette a közzétett LIBOR-lejáratokat és devizanemeket. A változtatások következtében a LIBOR megállapításában csökkent a szakértői becslés szerepe. 2017 második negyedévében mindazonáltal az ICE-nek arról kellett beszámolnia,

hogy az amerikai dollár három hónapos – a származékos piacok leggyakrabban használt futamidejére – vonatkozó LIBOR-ráta kiszámításához benyújtott adatközléseknek alig több mint egyharmada alapult tényleges bankközi tranzakción. A LIBOR megtépzott reputációja ezért az említett változtatások után sem állt helyre. Ez azonban korántsem csak a botrány következménye volt.

A globális pénzügyi válság előtti évtizedek során a legtöbb amerikai és európai nagy kereskedelmi bank a „nagykereskedelmi” finanszírozásra – vagyis a bankközi hitelek felvételére – rendezkedett be az eszközállományának növelése érdekében, ami pezsgő bankközi piacot teremtett. Ezzel szemben a japán bankok és a legtöbb feltörekvő piacgazdaság bankjai főként az ügyfélbetétekből finanszírozták a hitelezési tevékenységüket, ezért ezekben az országokban kisebb volt a bankközi piac szerepe. A bankközi hitelezési piac azonban az említett regionális különbségtől eltekintve a világon mindenütt tőzsdén kívüli piacként működött. A LIBOR és több más referencia-kamatláb kialakulásának az időszakában a pénzügyi rendszer világszerte még erősen bankközpontú volt, az ügyfelek betétei mellett a biztosíték nélküli „nagykereskedelmi” bankközi műveletek jelentették a bankok fő finanszírozási csatornáját. Ebben az időszakban mind a kötvénypiacok, mind az alapkezelési tevékenység még gyerekcipőben jártak, különösen Európában.

3. ábra

Az Egyesült Államokban bejegyzett kereskedelmi bankok bankközi hitelekből és betétekből finanszírozott forrásainak alakulása 1990-2017 között (százalék)



Forrás: Board of Governors of the Federal Reserve (FED), H.8.

Megjegyzés: 2018 eleje óta a FED nem mutatja ki külön a bankközi hiteleket

Az 1970-es évek elejétől kezdve azonban jelentős változások bontakoztak ki a bankok forrásszerkezetében és likviditásmenedzselésében. A következő három évtized során paradigmaváltásszerű forradalom ment végbe a pénzpiac ökoszisztémájában. Ezt mutatja az 3. ábra is. Míg a pénzpiac és a bankközi piac sokáig egymás szinonimái voltak, addig az 1980-as évek közepétől a pénzügyi dereguláció felgyorsult folyamata a pénzpiaci szereplők típusainak és számának megsza- porodásához vezetett. A jegybankok, az intézményi befektetők, a nagyvállalatok, a lazán szabályozott nem banki pénzügyi intézmények, köztük a fedezeti alapok, a mérlegen kívüli struktúrák és az „árnyékbankok” (Pozsár et al., 2013) egyre fontosabb szereplőkké váltak. Ettől kezdve a „pénzpiac” többé már nem jelentette a csak „bankközi piacot”. A LIBOR és a többi bankközi kamat-referencialáb használata tehát olyankor tetőzött, amikor a hagyományos biztosíték nélküli bankközi hitelek piaca – a bankközi kamatláb kialakulásának a bölcsője majd a színtere – kezdett kezdte elveszíteni a jelentőségét.

A Bretton Woods-i rendszer 1971-ben történt összeomlása után megnőtt a pénzpiacok volatilitása, a növekvő kockázatok pedig a banki tőkekövetelmények szigorítását tették szükségessé, ám maguk a bankok is óvatosabbá váltak az egymásnak biztosíték nélküli hitelezésben, ami abban is tükröződött, hogy a biztosíték nélküli bankközi hitelek futamideje jócskán csökkent. Az 1988-ban bevezetett Bázeli I. konkordátum, amely a bankok tőkekövetelményét a kockázattal arányosan határozta meg, a bankközi hitelek kockázati súlyát még 20 százalékban, azaz az állampapírok 0%-os súlyához közeli mértékben állapította meg, ám hamarosan kitűnt, hogy e privilégiumnak a fenntartása nem tartható. A növekvő tőkekövetelmények, valamint a bankok növekvő óvatossága pedig tovább „száraitották ki” a bankközi hitelpiacot (Brousseau, V. – Chailloux, A. – Durre, A., 2009). Az idő múlásával ezért a hagyományos „nagykereskedelmi” finanszírozási modellt, amelyben a lakossági megtakarításokat gyűjtő bankok a hosszú készpénzpozíciójukat fedezet nélküli bankközi hitelként helyezték ki, fokozatosan egy olyan modell váltotta fel, amely a biztosíték kikötésével történő finanszírozást helyezte előtérbe. Ez megnövelte a hitelt felvevő bankok fedezetként elzálogosított eszközeinek az arányát, s ezzel gyakorlatilag felső határt szabott a hagyományos bankközi hitelezésnek. Ezt a folyamatot felgyorsította a 2007 nyarán kitört globális pénzügyi válság, ami során szinte teljesen megszűnt a bankok egymás iránti bizalma; s egekbe szökött az érzékelt partnerkockázat.

A biztosíték nélküli bankközi hitelezés zsugorodása óhatatlanul csökkentette a bankközi hitelkamatláb megállapításában közreműködő panelekben való részvételi hajlandóságot. A bankok szempontjából ugyanis a LIBOR-fixingben (de hasonlóképpen az Euribor, HIBOR, SIBOR és a többi bankközi kamatláb fixingjében) való részvétel a megszigorodott követelményeknek való megfelelés miatt a korábbinál jóval költségesebbé vált, egyszersmind jelentős jogi és reputációs

kockázatok vállalását is jelentette. Ráadásul ezek a kockázatok megnövekedtek amiatt, ahogy az adatközlések egyre gyakrabban szakértői becslésre kényszerültek támaszkodni. A panelekben részt vevő bankok számának csökkenése viszont a LIBOR reprezentativitását csökkentette volna, egyszersmind megnövelte volna a manipuláció kockázatát, ezért a brit felügyeleti szervek sokáig informális nyomást gyakoroltak a bankokra a panelekben való tagság fenntartására. Jól mutatja a részvételtől való növekvő ódzkodást, hogy az Euribor panel nagysága a korábbi 44 intézményt felölelő csúcсарól napjainkra – igaz két éve ismét növekedésnek indulva – megfeleződött, de nem történt ez másképp Hongkongban (HIBOR) és Szingapúrban (SIBOR) sem.

A helyi bankközi piacoknál még erőteljesebben csökkent a határokon keresztül bankközi hitelezés. Különösen nagy volt a visszaesés az euróövezeten belül, ahol a szabályozási arbitrázs – azaz az euróövezeten belüli bankközi hitelezés alacsony tőkekövetelményének – kihasználásával bekövetkezett nagy összegű hitelezés több olyan német és francia bankot is nehéz helyzetbe sodort, amelyek nagy összegben nyújtottak hiteleket olyan görög, spanyol és ír bankoknak, amelyek a felvett pénzt leginkább a helyi ingatlanbuborékokat tápláló jelzálog-hitelezésre fordították.

Végül, de nem utolsó sorban a bankközi hitelezés szerepét a bankok számának csökkenése is szűkítette világszerte. A bankok számának csökkenése több, egyidejűleg ható tényezőre vezethető vissza. A tendencia mögött az EU-ban meghúzódó négy fő ok a következő volt:

- a) **Bankfúziók és felvásárlások (M&A):** az 1960-as évek óta jelentős számú egyesülés és felvásárlás történt az EU bankszektorában. A nagyobb bankok felszívták a kisebbeket, hogy növeljék piaci részesedésüket, bővítsék szolgáltatási palettájukat, csökkentsék a működési költségeket és javítsák a hatékonyságot. Ez különösen erőteljes volt azokban az országokban, amelyekben addig nagyszámú kis takarékpénztár és takarékszövetkezet működött. A bankközi piac szereplői számának csökkenése óhatatlanul csökkentette a bankközi piac volumenét és likviditását.
- b) **Gazdasági és szabályozási nyomás:** A 2008-as pénzügyi válságot követően az EU-ban a szabályozó hatóságok, így az Európai Központi Bank (EKB) és az Európai Bankhatóság (EBA) szigorúbb tőkekövetelményeket és magasabb likviditási előírásokat vezettek be (pl. CRD IV). Sok kisebb bank, amely nehezen teljesítette ezeket a követelményeket, inkább beolvadt egy nagyobb intézménybe. Ezt a nyomást növelték a pénzmosási és az ügyfélvédelmi követelményeknek való megfelelés pénzügyi terhei.
- c) **Technológiai fejlődés:** a digitális banki szolgáltatások és a fintech térnyerése az európai banki környezetet is átformálta. Sok hagyományos bank szembe-

sült a csak digitálisan működő bankok és a fintech cégek fokozott versenyével, amelyek alacsonyabb rezsiköltségekkel és a társadalmilag elvárt klasszikus pénzforgalmi szolgáltatások (pl. ATM hálózatok működtetése) költségeinek kikerülésével tudnak működni. Ez sokszor fiókok bezárásához és más bankba való beolvadáshoz vezetett. Hasonló hatást gyakorolt a banki tevékenység automatizációja, ami csökkentette a nagyszámú személyzet és a fizikai, pénztári tevékenységet is végző fiókok szükségességét.

- d) **Alacsony kamatkörnyezet:** az EU-ban az alacsony vagy negatív kamatlábak elhúzódó időszaka (különösen a 2008-as válság után) megnehezítette a bankok számára a fennmaradáshoz szükséges jövedelmezőség fenntartását. A szűk szolgáltatási profillal rendelkező kisebb bankok különösen sérülékenyek voltak, ami a számuk csökkenéséhez vezetett (Pénzes et al., 2014).

A felsorolt tényezők eredőjeként a bankközi hitelek, s így a bankközi hitelek kamatlábjának a szerepe jócskán csökkent a LIBOR kezdeti korszakához képest, következésképpen egyre kevésbé volt a pénzpiaci viszonyok hű tükrének tekinthető. Ebből is adódóan a panelbankok többsége abba kívánta hagyni a rendszeres adatszolgáltatást, kivált azoknak a devizáknak és lejáratoknak az esetében, amelyekre a piacoknak kevésbé volt szüksége, s amelyek esetében a konkrét piaci tranzakciók hiányában jórészt szakértői becsléssel lehetett csak adatot szolgáltatni. Ez utóbbi viszont a LIBOR-botrány nyomán reputációs kockázattal is járt az adatszolgáltató bankok számára. 2017 nyarára olyan helyzet alakult ki, amelyben Andrew Bailey, a Brit Pénzügyi Felügyelet (Financial Conduct Authority, FCA) akkori főigazgatója (jelenleg a Bank of England kormányzója) egy fontos beszédben határozottan felvetni kényszerült a LIBOR végleges megszüntetésének lehetőségét 2021 végére (Bailey, 2017). Rámutatott arra, hogy az adott körülmények között nincs jövője a LIBOR-nak tekintettel arra, hogy a bankközi pénzpiac gyérülő tranzakciói miatt a panelbankok számára az adatszolgáltatás terhe és kellemetlenné vált. Másrészt viszont elfogadhatatlan helyzetet teremtené a LIBOR váratlan és spontán eltűnése a panelbankok kivonulása miatt. Ezért az FCA arra kérte a panelbankokat, hogy 2021 végéig folytassák a kamatlábak benyújtását, s ennek fejében vállalta, hogy az FCA – a globális szabályozótestületekkel karöltve – mindent meg fog tenni annak érdekében, hogy a piaci szereplők átálljanak a LIBOR-ról az alternatív referenciarátákra.

Noha a LIBOR megszüntetésére vonatkozó bejelentés nem érintette közvetlenül a többi referenciarátát – az EURIBOR és az egyéb nemzeti bankközi referenciarátát (BUBOR, TIBOR, stb.) – használatát, ám a LIBOR domináns szerepe miatt Bailey főigazgató beszéde világszerte új helyzetet teremtett. A referencia-kamatlábak reformjának súlypontja inntől fogva áthelyeződött a kamatlábak referenciamutatói új keretrendszerének kialakítására, továbbá a LIBOR megszűnése utáni

időszakra történő zökkenőmentes átállás előkészítésére, ami a reform második szakaszának tekinthető.

Az új helyzet legsürgősebb tennivalója a LIBOR helyettesítésére szolgáló alternatív referenciaértékek meghatározása volt. Ezek kivétel nélkül valós egynapos tranzakciókon alapultak, tehát mellőzték az „előretétekintést”, azaz a pénzpiaci szereplők várakozásainak tükrözését. Megszűnt a globális referenciáráták előállítás is, vagyis minden pénznem LIBOR-indikátora helyett az adott pénznem nemzeti indikátora lépett. Ezt követően hozzá kellett látni a hatályos szerződések LIBOR-ra hivatkozó szövegezésének a módosításához is a LIBOR megszűnése utáni zökkenőmentes tranzakciók biztosítása érdekében. Az átállás herculei feladatot jelentett mind a piaci szereplők, mind a felügyeleti hatóságok számára nem csak az átállás technikai feltételeinek megteremtése és végrehajtása miatt, hanem azért is, mert az ügyfeleket részletekbe menően kellett tájékoztatni a változásokról.

Az átállás folyamata az eredetileg célul tűzött 2021-es határidőnél tovább tartott. Mivel azonban a LIBOR-panelek 2021 végén megszűntek, az FCA arra kötelezte az ICE Benchmark Administration-t („IBA”), hogy 2022. január 4-től kezdve naponta hat „szintetikus” LIBOR-kamatlábát tegyen közzé az olyan, korábban kötött szerződések esetében történő felhasználásra, amelyeknél valamiért nem volt lehetőség a felmondásra. A szintetikus LIBOR használata egy olyan áthidaló megoldás volt, amely több időt hagyott a pénzügyi szolgáltatóknak ahhoz, hogy a még fennálló LIBOR-hoz kötött szerződéseket az ügyfeleikkel alternatív kockázatmentes referencialábakra állíthassák át, vagy közös megegyezéssel megszüntessék. A szintetikus USD LIBOR napi értékét úgy állították elő, hogy a Secured Overnight Financing Rate (SOFR) nevű referenciakamat napi értékét megnövelték az Alternative Reference Rates Committee (ARRC) által meghatározott „hitelfélár korrekciós tényezővel” („credit spread adjustment” – „CSA”), mégpedig 1 hónapos határidő esetén 11, 3 hónapos futamidő esetén 26, és 6 havi futamidő esetén 43 bázisponttal.

Az amerikai dollár és az angolt font szintetikus LIBOR-jának közzététele 2023 nyarán szűnt meg. Az utolsó árfolyamok 2023. június 30-án, brit idő szerint déli 12-kor jelentek meg. Az amerikai dollár három lejáratára azonban még 2024. szeptember 30-ig kiszámították, de széles körben nyilvánosan már nem tették közzé a szintetikus LIBOR-t.⁹

9 <https://www.global-rates.com/en/interest-rates/libor/>

3. táblázat
Az utolsó közzétett szintetikus LIBOR-ráta

USD LIBOR 1 havi	4,96%
USD LIBOR 3 havi	4,85%
USD LIBOR 6 havi	4.68213%

Forrás: Bank of England, 2024

4. táblázat
Rövid lejáratú referencia-kamatlábak a LIBOR-átmenetben

Devizanem	Átmenet előtt	Repo	Átmenet után	
			Biztosíték nélküli bankközi	
			1 napos	határidős
CHF	LIBOR	SARON, 2017		
EUR	EONIA , EURIBOR		€STR, 2019	EURIBOR
GBP	LIBOR , SONIA		SONIA	
JPY	LIBOR , TIBOR		TONAR	TIBOR
USD	Fed funds, LIBOR	SOFR, 2017	Fed funds	Ameribor, 2015; BSBY, 2021; AXI, 2022

Megjegyzés: A szabályozók által preferált kockázatmentes kamatlábakat félkövér betűk jelölik.

Rövidítések: Ameribor = American Interbank Offered Rate; AXI = Across-the-Curve Credit Spread Index; BSBY = Bloomberg rövid távú hozamindex; CHF = svájci frank; EONIA = Euro Overnight Index Average; EUR = euró; Euribor = Euro bankközi kamatláb; €STR = Euro Short-Term Rate (ESTR vagy ESTER néven is); GBP = angol font; JPY = japán jen; LIBOR = London Interbank Offered Rate; SARON = Svájci egynapos átlagár; SOFR = Secured Overnight Financing Rate; SONIA = Sterling Overnight Index Average; TIBOR = tokiói bankközi kamatláb; TONAR = tokiói egynapos átlagár (más néven TONA); USD = amerikai dollár.

A LIBOR-ról való átállás véghezvitele a pénzpiacokon az évtized egyik legátfo-
góbb feladatát jelentette. A LIBOR megszűnése és az azt felváltó kockázatmentes
referencialábak használatára történt zökkenőmentes és hatékony átállás a piaci
szereplők és a felügyeleti szervek egy kevésbé látványos, ám annál jelentősebb
közös erőfeszítésének volt az eredménye (Bank of England (2024)).

A LIBOR-ral szemben az Európai Pénzpiaci Intézet (EMMI) által menedzselte
EURIBOR fennmaradt, de meghatározási módszere a LIBOR-botrány hatására
tovább fejlődött és teljesen megfelel az Európai Unió referenciakamat rendelete
(Benchmark Regulation) előírásainak. Az Európai Unióban rendszerfontos-
ságú (critical benchmark) referencia-kamatlábát a várakozásokat tükröző ka-
matlábak helyett a konkrét bankközi piaci üzeltekötések árai alapján, egységes

módszertant, átlagolást és súlyozást alkalmazva határozzák meg 1 hetes, 1, 3, 6 és 12 hónapos futamidőre. (2013. november 1-ig – a LIBOR-hoz hasonlóan – az Euribor-kamatlábnak tizenöt futamidejét tették közzé.) 2022 január 4-én az EMMI megszüntette az Eonia (Euro OverNight Index Average), azaz az egynapos bankközi betéti kamatláb közzétételét. Ennek szerepét az Európai Központi Bank által 2019 óta közzétett €STR (ESTER) rövid lejáratú euró kamatláb vette át. Az €STR az euróövezetben működő bankok nagykereskedelmi fedezetlen egynapos hitelfelvételi költségeit tükrözi az uniós bankok között a pénzforrások valós idejű átutalását végző TARGET2 fizetési rendszerben lebonyolított és kiegyenlített ügyletek alapján, és így elfogulatlanul tükrözi a piaci árfolyamokat.

7. KÖVETKEZTETÉSEK

A LIBOR – innovációk sorozatának volt a szülöttje: az eurodollár piac létrejötte és a szindikált hitelezés generálta az igényt egy reprezentatív referencia-kamatláb megteremtése iránt. A sokáig egyedileg kiszámított londoni bankközi kamatlábat másfél évtized tapasztalatai alapján az angol bankszövetség fejlesztette olyanná, amilyennek a LIBOR-t a pénzügyi szakma megismerte és alkalmazta. A BBA által kidolgozott számítási és kommunikációs modellt jószerint minden országban „lekopírozták”. A LIBOR (meg a többi bankközi kamatláb) népszerűségét nagymértékben növelte, hogy az addig használt referenciaindexekkel – főleg állampapír kereskedési indexekkel – szemben a mindenkori értékét nem befolyásolták sem a kibocsátó költségvetési szervek megfontolásai és kibocsátási ütemtervei, sem pedig a jegybankok monetáris politikai intervenciói. Noha a módszertanból adódóan a LIBOR értékének meghatározása nem konkrét tranzakciókon alapult, de a panelekben részt vevő bankok jelentős piacrészesedése miatt megbízhatóan tükrözte az adott devizanem bankközi piacán kialakult keresleti és kínálati viszonyokat. Vonzerejét az is növelte, hogy a „visszatekintő”, tehát a múltbeli tranzakciók alapján kiszámított referenciaértékek helyett „előretekintő” volt, amennyiben a panelbankok által leadott adatok a pillanatnyi keresleti-kínálati helyzet mellett a bankközi piac szereplőinek a jövőre vonatkozó várakozásait is magukba foglalták a naponta közzétett tizenöt futamidő révén. A BBA-LIBOR könnyű elérhetősége és előretekintő jellege miatt hamarosan nem csupán a szindikált hitelek árazásában játszott szerepet, hanem a legkülönbözőbb határidős származékos termékek esetében is. Kumulatív folyamat indult be: minél többen, s minél több pénzügyi termék esetén használták, annál inkább kezdték alkalmazni olyan termékek árazásában is, ahol talán más referencialáb alkalmazása lett volna célszerűbb. Ilyennek tekinthető például a hosszú lejáratú jelzálogkölcsönök és a diákhitelek piaca, mert ezeknek a hiteleknek a refinanszírozása korántsem a bankközi piac forrásaiból történik.

Miközben a LIBOR használata szakadatlanul nőtt főleg származékos termékek piacán, azonközben több tényező hatására a LIBOR bőlcsője és közege, a bankközi hitelek piaca alapvető változásokon ment keresztül. A „klasszikus”, biztosíték nélküli bankközi hitelek volumene és lejárata ugyanis egyaránt csökkenésnek indult, ezért a bankok megváltozott forrásszerkezetének árazása egyre kevésbé függött a bankközi piacon kialakuló keresleti és kínálati viszonyoktól.

Emellett a származékos termékek árazásához történő, lavinaszerűen növekvő felhasználás révén a LIBOR meghatározása mögött hamar megjelent a befektetési bankoknál dívó bónuszskultúrának a hatása, ami elvezetett a csalások egyik típusának a megjelenéséhez. A másikkal manipuláció pedig akkor következett be, amikor a pénzügyi válság kirobbanását követően a LIBOR nagyságát elkezdték a bankok minősítésére is használni, ami a Goodhart-féle törvény beteljesüléséhez vezetett.

Visszatekintve igaza volt Richard Robbnak, a Columbia egyetem professzorának és a Christofferson, Robb & Company vezérigazgatójának, aki szerint „a LIBOR megfelelt az eredeti rendeltetésének, ám amikor a piacon dominánssá vált, meg kellett volna erősíteni és szilárdabb alapokra helyezni” (Reuters, 2012). Magyarán: folyamatosan elemezni kellett volna a LIBOR eredeti rendeltetésén túlmenő használatának lehetséges következményeit és kockázatait csakúgy, mint a LIBOR létalapját jelentő bankközi piac fejlődésének és szerepének változását, s ennek lehetséges következményeit, és ennek alapján kezdeményezni azokat a változásokat, amelyek elejét vehették volna a később felmerült problémáknak.

Az persze felelősen nem állítható, hogy amennyiben az említett elemzéseket időben és alaposan elvégezték volna, akkor a LIBOR mindmáig (és még sokáig) fennmaradhatott volna. A pénzügyi termékekre is igaz ugyanis, hogy van életgörbéjük, tehát egy idő után új, alternatív termékek kiszoríthatják őket a piacról. Valamikor például az utazási csekk megjelenése jelentős előrelépést hozott a fizetési forgalom lebonyolításában, ma viszont már jószerint nincs olyan fiatal, aki ismerné ezek mibenlétét. Hasonlóképpen, valamikor a mágnescsíkos bankkártya bevezetése óriási előrelépést jelentett, ma viszont az érintés- és kártya nélküli fizetés válik mindennapi gyakorlattá. Másfelől viszont a LIBOR megszűnésével nem tűnik el a LIBOR létrejöttében kulcsszerepet játszó szindikált hitelezés. Sőt: a legfrissebb prognózisok szerint a szindikált hitelek piaca várhatóan gyors növekedést mutat a következő években: 2028-ban 1,93 billió dollárra nő 12,7%-os összetett éves növekedési ráta (CAGR) mellett (Syndicated, 2024).

A LIBOR bukásával azonban nem szűnt meg a bankközi hitelezésen alapuló referenciaráták sokasága. Világszerte reformok végrehajtásával sikerült a referencia-kamatlábak új, a LIBOR hibáit kiküszöbölő meghatározási módszertanát kidolgozni. Ilyenformán az Európai Unióban a megreformált EURIBOR-t referenciaként használó pénzügyi eszközök és szerződések teljes fennálló állománya

– megbízható forrásokon alapuló becslések szerint – már meghaladja a 100 billió eurót, ami persze alig negyede a LIBOR delelőpontján a LIBOR-ral árazott pénzügyi termékeknek.

A LIBOR megszűnésével ugyanakkor egy világszerte ismert és alkalmazott, több devizát is felölelő globális referenciárata tűnt el, helyébe az egyes kulcsvalutákhoz kötődő referenciáráták léptek. Bár ezek kiszámításának módszertana és működési módja hasonlatos, a közöttük való eligazodás és velük való üzletelés több ismeretet és gondolkodást igényel.

HIVATKOZÁSOK

- Avdjiev, S. – Kuti, Z. – Takáts, E. (2012): The Euro Area Crisis and Cross-Border Bank Lending to Emerging Markets (12.10.2012). *BIS Quarterly Review* 12.2012. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2206339>
- Árva, L. – Pásztor, S. – Pyatanova, V. (2020): A multinacionális vállalati stratégiák és a változó világ-kereskedelem kapcsolatáról: A földrajzi optimalizáció alapelve. *Gazdaság és Pénzügy*, 7(1). 57–81. ISSN 2415–8909. DOI: 10.33926/GP.2020.1.3
- Bailey, A. (2017): The future of LIBOR, *Bloomberg London – speech* 27.07.2017. <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>
- Bank of England (1986): *International banking in London*, 1975–85
- Bank of England (2024): The End of LIBOR – *Press release from the Bank of England*. 01.10.2024. <https://www.bankofengland.co.uk/news/2024/october/the-end-of-libor>
- Brousseau, V. – Chailloux, A. – Durré, A. (2009): “Interbank offered rate: Effects of the financial crisis on the information content of the fixing”. *Lille Economic and Management Working Paper* 2009-17. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1635890
- Duffie, D. – Stein, J. (2015): Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks. *Journal of Economic Perspectives* 29(2) 191–212. https://scholar.harvard.edu/files/stein/files/libor_duffie_stein_jep_2015.pdf
- Eisl, A. – Jankowitsch, R. – Subrahmanyam, M.G. (2017): The Manipulation Potential of Libor and Euribor. SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2201013
- Farkas, B. (2016): A várakozások szerepe a közgazdasági gondolkodásban. *Közgazdasági Szemle* 2016.11.(1177–1191). https://epa.oszk.hu/00000/00017/00242/pdf/EPA00017_kozgazdasagi_szemle_2016_11_1177-1191.pdf
- Gyntelberg, J. – Wooldridge, P. (2008): Interbank rate fixings during the recent turmoil, *BIS Quarterly Review*, 03.03.2008, 59–72. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qto803g.htm
- Hou, D. – Skeie, D. (2014): LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal, and Reform. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 667, 03.2014. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr667.pdf
- Kreicher, L. L. – McCauley, N. R. – Wooldridge, P. (2014): Benchmark tipping in the global bond market. *BIS Working Papers* 466. 06.10.2014. ISSN 1682–7678 (online). <https://www.bis.org/publ/work466.htm>
- Masciandaro, D. – Quintyn, M. (2013): The Evolution of Financial Supervision: the Continuing Search for the Holy Grail, SUERF 50th Anniversary Volume Chapters, in: Morten Balling & Ernest Gnan (ed.), *50 Years of Money and Finance: Lessons and Challenges*, 263–318, SUERF – The

- European Money and Finance Forum* https://www.suerf.org/wp-content/uploads/2024/01/doc_8e296ao67a37563370ded05f5a3bf3ec_1919_suerf.pdf
- McBride, J. (2016): Understanding the Libor Scandal. *CFR Backgrounder*. 10.12.2016. <https://www.cfr.org/backgrounder/understanding-libor-scandal>
- Pásztor, S. (2014): A határmentesülés folyamata Kelet-Közép Európában: Magyarország és keleti határainak esete. *Debreceni Egyetem, Ihrig Károly Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola*, 240 p. <https://dea.lib.unideb.hu/items/bo8e8fe1-0a17-4535-8919-49e0069bba4b>
- Pásztor, S. – Pyatanova, V. (2017): Multinational Corporation Strategies for the Changing Patterns of International Trade. *International Trade and Trade Policy* 2:10, 136–146.1. 1(2017). <https://ideas.repec.org/a/acl/journal/yid132.html>
- Pigott, H.S. (1994): Chapter 10 Regulatory and Other Changes in the U.K. Banking Market. *IMF eLibrary*, 01.06.1994. <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557753069/cho10.xml>
- Pozsar, Z. – Adrian, T. – Ashcraft, A. – Boesky, H. (2012): Shadow Banking. *Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports*, 458, 07.2010: revised February 2012, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf
- Reuters* (2012): How gaming Libor became business as usual – *Special Report*, 20.11.2012. <https://www.reuters.com/article/world/special-report-how-gaming-libor-became-business-as-usual-idUSBRE8AJ0ML/>
- Pénzes, J. – Pálóczi, G. – Pásztor, S. (2014): Social frontiers in Hungary in the mirror of the centre-periphery dichotomy of incomes. *EUROLIMES* 17. 11–23. <https://tudoster.unideb.hu/hu/publikacio/BIBFORMo65196>
- Syndicated Loans Industry Forecast Report, 2024-2028 & 2033 (2024), *Research and Markets*, 14.11.2024. <https://www.globenewswire.com/news-release/2024/11/14/2980929/28124/en/Syndicated-Loans-Industry-Forecast-Report-2024-2028-2033-Major-Companies-Focusing-on-Advancing-Solutions-to-Offer-Trading-Protocols-Real-Time-Data-and-Analytics.html>
- Schmelzing, P. (2020): Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the ‘suprasecular’ decline, 1311–2018. *Bank of England*, Staff Working Paper No. 845
- Takáts, E. (2010): Was it Credit Supply? Cross-Border Bank Lending to Emerging Market Economies During the Financial Crisis (06.2010). *BIS Quarterly Review*, 06.2010, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1632304>
- The Wheatley Review of LIBOR: final report (2012), https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7b3fe2e5274a319e77e076/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf