



Budúcnosť Euriboru alebo reforma hlavných úrokových benchmarkov

Peter Andresič
Národná banka Slovenska

Koncom minulého roka začal European Money Market Institute (ďalej EMMI) sériu stretnutí, tzv. road show, v ktorých predstavil zmeny, ktoré budú aplikované pri tvorbe Euro InterBank Offered Rate (ďalej Euribor). Tento najdôležitejší z peňažných cenových, resp. úrokových benchmarkov prechádzal v poslednom čase turbulentným obdobím, v dôsledku čoho sústavne klesala jeho vypovedacia hodnota a dôveryhodnosť. Pripravované zmeny majú za cieľ zmeniť tento negatívny trend, eliminovať manipulácie bánk pri tvorbe Euriboru a podobných hodnotových benchmarkov, zvýšiť ich atraktivitu, prestíž a záujem o participáciu na ich tvorbe a v konečnom dôsledku tak vrátiť vážnosť cenovým indikátorom finančného trhu. Obnova stratenej dôvery je väčšinou zdĺhavý proces, ale zdá sa, že EMMI a banky reagujú na aktuálnu situáciu správnym spôsobom. Spomínané manipulácie sú však len časťou problémov, ktoré ovplyvnili tvorbu benchmarkov. V príspevku sa pokúsime rekapitulovať vznik, vývoj, reformu a perspektívu reprezentatívneho Euriboru.

EURIBOR – NOVÝ BENCHMARK

Euribor reprezentujúci sadzbu medzibankových transakcií na príslušné obdobie bol po prvýkrát publikovaný koncom decembra 1998 pre hodnoty prvého pracovného dňa v nasledujúcom roku. Prípravy na jeho zavedenie prebiehali už od roku 1997. Potrebu novej referenčnej sadzby si vyžiadalo zavádzanie jednotnej spoločnej meny euro v rámci európskej hospodárskej a menovej únie. So vznikom novej meny v roku 1999, síce na začiatku len v účtovnej forme, vznikol prirodzene aj indikátor jej ceny. Predchodkyňa EMMI, European Banking Federation (ďalej EBF), zodpovedná za tvorbu nového benchmarku, stanovila kritériá pre tzv. panelové banky, ktoré sa mali podieľať na tvorbe Euriboru. Výber bánk sa uskutočnil na základe trhových kritérií, zohľadňujúc množstvo kontraktov, ktoré jednotlivé banky realizujú. Prispievajúce banky mali najvyšší rating a boli vybrané tak, aby zároveň reprezentovali rozmanitosť európskeho peňažného trhu. Počet pôvodných prispievajúcich bánk s domicilom v eurozóne bol 47. Do panelových bánk boli zaradené aj ďalšie štyri inštitúcie z Európskej únie, ale mimo eurozóny, a šesť veľkých medzinárodných bánk mimo EÚ. Mnohé krajiny eurozóny hneď na začiatku oznámili, že nahradia v existujúcich a nových zmluvách pôvodné domáce zverejňované úrokové údaje Euriborom. Ostatné krajiny sa pripojili v ďalšom priebehu roka. Euribor sa tak stal bázou nielen pre peňažný trh a jeho deriváty, ako sú swapy alebo futurity, ale aj pre komerčné úverové transakcie, hypotéky, a vklady.

Novovzniknutý Euribor koncepčne vychádzal z predchádzajúcich „iborov“, najmä z Liboru, t. j. zobrazoval hodnoty vypočítané na základe

kotácií predajných sadzieb panelových bánk na príslušné obdobie. Na rozdiel od paralelne zverejňovanej Eonie (Euro OverNight Index Average), sadzby Euriboru sa nepočítajú z reálne uskutočnených obchodov, ale iba z kotácií panelových bánk. Táto úroková sadzba sa pritom v konečnom dôsledku môže od sadzby reálne uskutočneného obchodu značne odchyľovať. Konečná cena vyjadrená úrokovou sadzbou závisí od viacerých parametrov, minimálne však od veľkosti obchodu a protistrany, s ktorou sa obchod uskutočňuje. I keď sadzby by podľa pravidiel kótovania mali byť viazané na stanovenú sumu a protistranu rovnakého zaradenia, v praxi tu vzniká priestor na modifikáciu ceny, a teda aj na manipuláciu. Zmyslom takejto manipulácie môže byť snaha ovplyvniť celkový Euribor tak, aby v konečnom dôsledku došlo k ovplyvneniu ceny derivátnych obchodov alebo iných transakcií, ktorých bázou Euribor vytváral. Individuálna kotácia banky by mala odrážať aj aktuálnu finančnú a likviditnú situáciu samotnej banky, čo tiež ponúka priestor na manipulovanie sadzieb.

V počiatočnom období sa Euribor počítal a zverejňoval v splatnosti od jedného týždňa až po mesiac, a ďalej po mesiacoch až do jedného roka. Celkovo tak Euribor zahŕňal 15 rôznych úrokových sadzieb. Sadzby boli fixované a následne zverejňované k 11. hodine stredoeurópskeho času. Pri kotácii sa uplatňovala prepočtová báza aktuál/360 a číselné údaje boli zverejňované na tri desatinné miesta. Z metodického hľadiska mala fixing na starosti EBF. Metodikou výpočtu bolo jednoduché priemerovanie hodnôt prispievajúcich bánk s tým, že 15 % najvyšších a 15 % najnižších hodnôt sa z kalkulácie vylúčilo. Výsledné hodnoty sa stanovovali k 11. hodine



aktuálneho dňa a boli vypočítané na tri desatiny miesta a následne publikované. Výpočet bol zverený tretej osobe, pôvodne agentúre Reuters.

Konkrétna hodnota Euriboru je v konečnom dôsledku priemernou úrokovou sadzbou, za ktorú sú kvalitné, tzv. prímé banky ochotné požičať, resp. poskytnúť zdroje jedna druhej na príslušné obdobie.

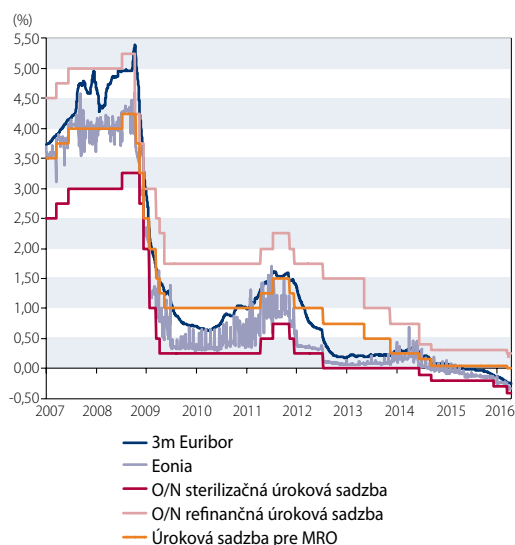
EONIA A JEJ OSOBITÉ POSTAVENIE

Euribor ale nezahŕňa najkratšiu a z hľadiska likvidity najdôležitejšiu sadzbu peňažného trhu. Jednodňovú sadzbu zastrešuje už spomínaná Eonia vytvorená z reálne uskutočnených obchodov. Táto sadzba má pre banky a refinancovanie ich pozícií alebo naopak pre krátkodobé ukladanie dočasne voľných prostriedkov kľúčovú úlohu. Kontrakty s jednodňovými zdrojmi tvoria absolútnu väčšinu všetkých uskutočnených obchodov na medzibankovom peňažnom trhu, keď tvoria viac ako 90 % celkových uzatvorených obchodov. Sadzba Eonia, ktorú môžeme formálne považovať za jednodňový Euribor, je zároveň odrazovým mostíkom pre ostatné dlžky splatnosti.

Na druhej strane má Eonia aj vlastný a veľmi dôležitý význam, keďže odráža aktuálnu situáciu likvidity na trhu. Toto výnimočné postavenie jednodňových zdrojov je dôvodom, prečo vznikla potreba monitorovať ich cenový vývoj čo najpresnejšie, tak aby ich cena čo najvernejšie odrážala reálnu likviditnú situáciu. Informácia o výške jednodňovej úrokovej sadzby je zásadná aj pre samotnú ECB, ktorá si tak ako iné významné centrálné banky zvolila za interný operatívny cieľ udržať túto sadzbu na úrovni úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie. Aktuálna úroveň Eonie tak vytvárala pre ECB spätnú väzbu a kontrolnú funkciu úspešnosti pri dosahovaní stanoveného cieľa. V snahe o jeho dodržanie ECB pridelovala bankovému sektoru v hlavných refinančných operáciách práve také zdroje, aby bol želaný vplyv na sadzbu Eonia zabezpečený. V prípade nutnosti, najmä koncom mesiaca, aktivovala ECB aj dodatočné, tzv. dolaďovacie operácie. ECB vychádzala pri týchto aktivitách z predpokladu, že stabilná a predikovateľná úroveň sadzieb peňažného trhu, osobitne jednodňových úrokových sadzieb, je prospešná celému finančnému sektoru. Pozitívny odraz nachádzala v nízkych spreadoch medzi nákupnými a predajnými sadzbami a v minimálnych cenových posunoch pri jednodňovej sadzbe s valutou nasledujúceho dňa (tom/next alebo spot/next). V komerčnej rovine a v štandardnej situácii sa stabilná jednodňová úroková sadzba pozitívne odráža na tzv. transmisnom mechanizme, na ďalšom prenose do sadzieb dlhších splatností peňažného trhu a následne do už spomenutých vkladových a úverových podmienok.

Po piatich rokoch existencie urobila ECB organizačné zmeny, tak aby jej menovopolitické zasadať na týchto predchádzali účinnosti nových

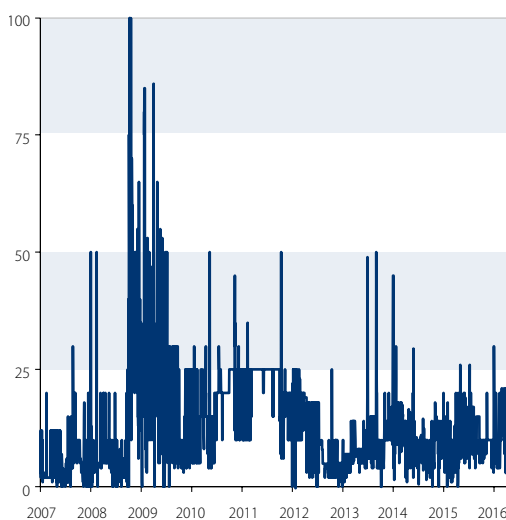
Graf 1 Vývoj sadzby Eonia a trojmesačného Euriboru v rámci koridoru kľúčových sadzieb ECB



Zdroj: Bloomberg a ECB.

sadzieb a platili zároveň s novou periódou pre plnenie povinných minimálnych rezerv (PMR). Takýmto spôsobom sa mal eliminovať vplyv prípadného úrokového rozhodnutia ECB na sadzbu Eonia. Sadzby dlhších splatností, ktoré monitoruje práve Euribor, by pri takomto časovom nastavení ECB mali zostať bez vplyvu aktuálneho vývoja likvidity na peňažnom trhu. Naopak, mali by odrážať najmä očakávania ďalšieho vývoja, vychádzajúc pritom ale z Eonie ako základnej úrokovej sadzby. O význame sadzby Eonia svedčí ďalej aj skutočnosť, že jej výpočet zabezpečuje samotná ECB. Na jej tvorbe sa zasielaním údajov o uskutočnených obchodoch od začiatku podieľala rovnaká skupina panelových bánk ako

Graf 2 Spread ponuky a dopytu O/N úrokovej sadzby (v základných bodoch) v rámci koridoru kľúčových sadzieb ECB



Zdroj: Bloomberg.



v prípade Euriboru. Eonia sa zverejňuje za každý obchodný deň po uzavretí platobného systému, t. j. medzi 18.45 h a 19.00 h SEČ, a hodnoty sú udávané rovnako na tri desatinné miesta.

KRÍZA BENCHMARKOV

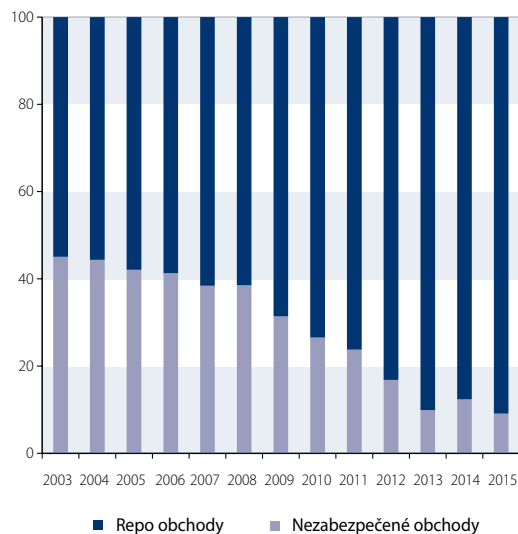
Ak to zrekapitulujeme, ECB sa hlavnými refinančnými operáciami s dĺžkou splatnosti jeden týždeň a ad hoc doľadovacími operáciami zameriava na udržanie stabilnej Eonie tak, aby sa transmisný mechanizmus bezporuchovo prenášal do sadziieb Euribor a ďalej do reálnej ekonomiky. Praktické fungovanie tejto premisy podstatným spôsobom ovplyvnila krízová situácia vo finančnom systéme. Zložitú situáciu na finančnom trhu a kroky, ktoré ECB aktivovala na jej riešenie, sa následne odrazili aj na benchmarkoch. Prvé reakcie boli zaznamenané po tom, čo sa niektoré významné finančné inštitúcie dostali v dôsledku hypotekárnej krízy do ťažkostí. Dovtedy vcelku fungujúci medzibankový peňažný trh výrazne ovplyvnila rastúca nedôvera medzi jednotlivými protistranami navzájom. Banky eurozóny reagovali znížením vzájomných limitov a neskôr, keď sa do problémov dostali viaceré krajiny eurozóny, obmedzilo sa aj cezhraničné obchodovanie. Dotknuté banky a skupiny bánk zrejme v snahe prezentovať svoju finančnú situáciu ako lepšiu, než v skutočnosti bola, úrokové sadzby účelovo manipulovali. V praxi to napr. znamenalo, že napriek problémom s likviditou a vysokej závislosti od medzibankových zdrojov banky svojimi kotáciami indikovali dostatok zdrojov, prípadne ich nastavili tak, aby budili dojem, že ich majú dokonca prebytok. Prípadné reálne obchody sa, samozrejme, uzatvárali za iné ceny.

Podľa neskorších zistení ďalším dôvodom na manipulácie boli snahy ovplyvniť produkty, ktoré z depozitných sadziieb, t. j. Euriboru, vychádzali. Takýto efekt však bolo možné dosiahnuť len pri dostatočnom počte manipulujúcich bánk. Keď sa tieto manipulácie odhalili, značná časť bánk reagovala nastavením interných kontrolných mechanizmov, ktoré však administratívne banku zaťažovali a obmedzovali potrebnú okamžitú akcioskopnosť dealerov. To v konečnom dôsledku viedlo vo viacerých prípadoch k nechote bánk zabezpečovať povinnosti panelovej banky. Nezabezpečené medzibankové obchody, ktoré dovtedy tvorili približne polovicu všetkých medzibankových transakcií, začali v dôsledku uvedeného vývoja ustupovať obchodom so zábezpekou, t. j. repo obchodom. Tento trend pokračoval a v súčasnosti podiel nezabezpečených depozitných obchodov tvorí už len približne 10 %. Banky, ktoré stále patria k panelovým bankám pre Euribor, resp. Eoniu, vyjadrili na základe tohto vývoja obavy z úplného zániku doterajšieho systému formalizovaných úrokových sadziieb peňažného trhu.

HĽADANIE VÝCHODÍSK

Klesajúci počet kótujúcich protistrán (aktuálne napr. pre Euribor už len 23, predtým 57) a znižujúci sa rozsah obchodov, ako aj ochota obcho-

Graf 3 Porovnanie nezabezpečených obchodov a repo obchodov na úrovni eurozóny (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2015.

dovať depozity nútia hľadať riešenia. Pri hľadaní východiska sa priamo angažuje aj ECB.

ECB však nepriamo ovplyvnila bankový sektor a tým aj panelové banky a tvorbu formalizovaného systému úrokových sadziieb prostredníctvom zavádzania potrebných postupov pri vyrovnávaní sa s dôsledkami krízy. Postupné predlžovanie poskytovania refinančných zdrojov prostredníctvom dodatočných trojmesačných, šesťmesačných a neskôr viacročných operácií až po priame nákupy cenných papierov so splatnosťou do 30 rokov svojim rozsahom marginalizujú štandardný hlavný nástroj ECB, hlavné refinančné operácie (MRO). Týždňová likvidita dodávaná do bankového sektora poklesla z pôvodného dvojtretinového podielu na úroveň okolo 10 % a pri zohľadnení priamych nákupov ešte nižšie. To znamená, že vplyv ECB na najkratšie úrokové sadzby sa oslabuje. Zavedenie systému fixnej úrokovvej sadzby pri plnom pridelení v tendroch, ktorý ECB už viac rokov uplatňuje, prenecháva v otázke likvidity stále viac iniciatívu na obchodných bankách.

Tieto opatrenia, zavedené s cieľom riešiť rastúcu nedôveru v bankovom sektore a uľahčiť bankovému sektoru a individuálnym bankám prístup k dlhodobjším zdrojom, majú vplyv aj na cenotvorbu finančného trhu. Prebytok likvidity a jeho pokračujúci rast ako forma riešenia finančnej krízy stavia do popredia záujmu bánk riešenie otázky krátkodobého prebytku zdrojov a jeho umiestnenia. Tým sa ďalej oslabuje vplyv hlavnej refinančnej sadzby ECB a do pozície kľúčovej menovopolitickej sadzby sa dostáva depozitná sadzba. Na krízu reagujú aj regulátori finančných trhov a zavádzanie nových ukazovateľov Bazilejským výborom pre bankový dohľad následne podstatným spôsobom ovplyvňuje nielen celkovú pozíciu ko-



merčných bánk, ale aj ich obchodnú aktivitu na peňažnom, resp. celom finančnom trhu. Pre tvorcov úrokových benchmarkov to znamená zmenu situácie oproti podmienkam, keď sa stanovovali, keďže:

- MRO a jej sadzba má inú pozíciu ako pred začiatkom finančnej krízy;
- ECB viditeľne ustúpila od ambície udržiavať jednodňovú sadzbu na úrovni úrokovej sadzby MRO;
- obraty na nezabezpečenom peňažnom trhu výrazne klesli v prospech repo obchodov;
- významne narástla administratívna záťaž pre panelové banky a klesajúca ochota participovať na ich tvorbe.

Na druhej strane je stále opodstatnená požiadavka mať informácie o cene zdrojov a odrazový mostík pre cenotvorbu nadstavbových produktov. Prvým pokusom bolo vytvoriť, resp. zvoliť na tieto účely alternatívny úrokový systém. Ako najlogickejšia náhrada sa ponúkla repo sadzba, t. j. Eurepo. Tento index vznikol v roku 2002 ako benchmark pre zabezpečené obchody peňažného trhu. Neochota bánk participovať na indexoch sa však po objavení škandálov s úrokovými manipuláciami odrazila aj na poklese záujmu podieľať sa aj na tomto indexe. V roku 2014 kótovalo Eurepo už len deväť bánk. Skôr ako bolo možné rozpracovať myšlienku nahradenia Euriboru týmto indexom, sa tvorcovia (EMMI) a zostávajúce panelové banky rozhodli ukončiť krátku existenciu tohto indexu. Vo vyhlásení sa len stroho konštatovalo, že samotný index sa veľmi nevyužíval a jeho zánik významnejšie finančný trh neovplyvní. EMMI však naznačila, že to neznamená definitívny koniec úrokového benchmarku pre kolateralizované obchody, ale skôr impulz pre začatie prác na indexe, ktorý bude vychádzať z reálnych obchodov. Podobný osud stihol Eonia Swap index, kde rovnaké dôvody spôsobili pokles participujúcich bánk na osem. Rok 2014 znamenal koniec aj pre tento index.

Riešenie záchrany Euriboru nebolo teda možné hľadať v jeho náhrade, ale v jeho modifikácii. K tomuto záveru dospela EMMI spolu s prispievajúcimi bankami a s ECB v úlohe konzultanta. Na procese hľadania východiska sa podieľal aj Financial Stability Board (FSB), ktorý publikoval svoj pohľad na reformu hlavných úrokových benchmarkov. Záver znel, že reforma musí prijať taký referenčný úrokový systém, ktorý minimalizuje jeho manipuláciu.

OD KOTÁCIÍ K REÁLNYM OBCHODOM

Medzi zainteresovanými panuje zhoda. Cestou musí byť prechod od kótovaných hodnôt k výpočtu, resp. stanovovaniu na základe uskutočnených transakcií, podobne ako je to v prípade indexu Eonia. EMMI si už túto myšlienku osvojila a pracuje na aktivovaní inovovaného úrokového benchmarku. Riešenie sa zdá byť minimálne na prvý pohľad vcelku jednoduché a problém by mohol byť do značnej miery riešiteľný. Najmä keď Eonia v praxi potvrdzuje funkčnosť také-

hoto prístupu. Ale aj tento prístup naznačuje určité problémy, ktoré treba pred jeho spustením vyriešiť. Sú to metodické, ale i technické otázky. V porovnaní so sadzbou Eonia vzniká napr. problém, ako riešiť situáciu, keď sa v daný deň žiadne obchody s určitou dĺžkou splatnosti neuskutočnia. Pri sadzbe Eonia je tento problém skôr abstraktný, keďže zachytáva len jednu dĺžku splatnosti a to tú, ktorá je svojím zobchodovaným rozsahom najväčšia. Pravdepodobnosť, že by sa neuskutočnil žiadny obchod, resp. dostatočný počet obchodov počas dňa, aby bolo možné stanoviť sadzbu, je v súčasnosti veľmi malá. Väčšie riziko hrozí pri iných štandardných splatnostiach, z ktorých sa konštruje krivka peňažného trhu. Pri jednodňových alebo iných krátkodobých výpadkoch je za podľa úvah malo vychádzať z posledného zaznamenaného údaja za danú dĺžku splatnosti. Skutočné úskalie by predstavovali dlhodobejšie výpadky. EMMI sa snaží predísť tejto situácii dostatočným počtom panelových bánk a pridaním počtu dní, ktoré spadajú pod danú dĺžku splatnosti (napr. do jedného mesiaca sa budú započítavať obchody so splatnosťou 1 mesiac +/- jeden týždeň). Zároveň sa rozširuje aj okruh protistrán, s ktorými budú panelové banky vykazovať uskutočnené obchody. Medzi tzv. akceptovateľné protistrany majú spadať aj nebankové inštitúcie, napr. poisťovacie spoločnosti, penzijné fondy, ale budú sa započítavať aj údajové zdroje získané napr. prostredníctvom krátkodobých cenných papierov. Z rovnakého dôvodu sa redukuje Euribor na dĺžky splatnosti 1 týždeň a ďalej len 1, 3, 6 a 12 mesiacov. Technickou výzvou bude zas samotný zber a spracovanie množstva údajov. Okrem toho je potrebné riešiť aj legislatívne záležitosti súvisiace s prechodom na „nový“ systém. V snahe predísť dodatočným právnym problémom a najmä nutnosti prepracovať aktuálne zmluvy, v ktorých sa viažu rôzne finančné produkty na existujúci Euribor, EMMI zvažuje použitie vznikajúcu modifikáciu názov Euribor+.

Proces prechodu na referenčný úrokový systém založený na skutočných obchodoch nie je úplne bezproblémový. Svedčí o tom aj relatívne dlhé obdobie jeho prípravy, ako aj najnovšia informácia o posunutí termínu jeho spustenia zo 4. júla 2016 na prvý polrok 2017. Bez ohľadu na tento odklad, ktorý sa zdôvodňuje dôkladnejšou prípravou administrátora (EMMI) na spracovanie údajov, bude dopyt po informáciách tohto typu určite pretrvávať. Prechod z kotácií skôr indikujúcich potenciálne obchody na hodnoty na základe reálnych transakcií je nepochybne správny krok a v súčasnosti aj technologicky zvládnuteľný. Otázkou je, či nahradenie výlučne medzibankového indikátora cien, súčasného Euriboru, tzv. wholesale produktom v prípade Euribor+ je plne odôvodniteľné a prínosné. Na odpoveď si ale budeme musieť počkať až do sfunkčnenia pripravovaného systému a vyhodnotenia potrebného rozsahu získaných poznatkov a skúseností.