



Celosvetová reforma hlavných referenčných hodnôt úrokových sadzieb

Miroslava Kosáková
Národná banka Slovenska

Hlavné referenčné hodnoty úrokových sadzieb LIBOR, Euribor a TIBOR, označované jednotne ako úrokové sadzby IBOR, sa významne využívajú v globálnom finančnom systéme ako základné a systémovo dôležité úrokové sadzby, tzv. benchmarky pre veľké obchody a rôzne druhy finančných produktov a kontraktov. Od roku 2012, keď bola odhalená manipulácia úrokových sadzieb LIBOR, spolu so značným poklesom obchodovania na peňažnom trhu v dôsledku kvantitatívnych výkonov menových politík súvisiacich s finančnou a ekonomickou krízou značne poklesla dôveryhodnosť a spoľahlivosť existujúcich referenčných úrokových sadzieb. Nespoľahlivosť referenčných hodnôt, ktoré majú vo finančnej sfére zásadné využitie, vytvára vysoké systémové riziko. Poskytovanie vstupných údajov pre referenčné hodnoty a ich správa môžu byť predmetom manipulácie. Z tohto dôvodu vytvorili oficiálne svetové autority naliehavú iniciatívu na zabezpečenie transparentných, spoľahlivých a štandardy spĺhajúcich referenčných hodnôt, ktorá má podobu celosvetovej reformy týchto parametrických údajov.

ZÁKLADNÉ FAKTY O SÚČASNÝCH REFERENČNÝCH HODNOTÁCH

Hlavné referenčné hodnoty úrokových sadzieb (ďalej len „referenčné hodnoty“), v slovníku finančných investorov nazývané benchmarky, zohrávajú dôležitú úlohu pri určovaní cien mnohých finančných nástrojov a finančných zmlúv a pri meraní výkonnosti mnohých investičných subjektov, napr. investičných fondov. Aby mohli plniť svoju informačnú a ekonomickú úlohu, musia byť referenčné hodnoty reprezentatívne pre podkladový trh alebo ekonomickú realitu, ktorú opisujú. Ak by referenčná hodnota nebola reprezentatívna pre podkladový trh, ako napríklad medzibankové úrokové sadzby, existuje riziko negatívneho vplyvu nielen na integritu finančného trhu, ale aj na reálnu ekonomiku vrátane financovania domácností a podnikov prostredníctvom hypoték a úverov.

Svetovo najdominantnejšími z referenčných hodnôt sa stali *úrokové sadzby nezabezpečeného peňažného trhu*, keďže boli prvými sadzbami, ktoré reprezentovali vývoj na globálne najlikvidnejšom segmente finančného trhu a zároveň odrážali riziko medzibankového financovania. Výsledkom bolo vyprofilovanie najvýznamnejších úrokových sadzieb LIBOR, Euribor a TIBOR, ktoré sa v súčasnosti využívajú nielen na oceňovanie úverových produktov a finančných derivátov, ale aj vo veľkom množstve podnikových kontraktov, na účely účtovníctva, zdaňovania, pri metódach kapitálového a rizikového oceňovania.

Sadzba LIBOR¹ je najviac využívaná referenčná hodnota v amerických dolároch, britských librách a švajčiarskych frankoch. Euribor je dominantný v oceňovaní produktov v eurách a TIBOR v japonských jenoch. Podľa odhadov je suma kontraktov

naviazaných na LIBOR na úrovni približne 220 bil. USD, na Euribor približne 160 bil. USD a na TIBOR približne 5 bil. USD.

NALIEHAVÁ POTREBA ZMENY

V úvode transformačného procesu referenčných hodnôt boli vytvorené princípy, o ktoré sa opiera prebiehajúca celosvetová reforma odporúčaná Radou pre finančnú stabilitu (Financial Stability Board – FSB). Princípy pre tvorbu referenčných hodnôt vypracovala celosvetová organizácia IOSCO v roku 2012 po odhalení manipulácií v stanovovaní referenčných hodnôt IBOR.

IOSCO je Medzinárodná organizácia komisií cenných papierov, ktorá vo svojej publikácii Principles for Financial Benchmarks stanovuje 19 princípov dôležitých pre správne určovanie referenčných hodnôt, rozdelených do štyroch častí (správa, kvalita referenčných sadzieb, kvalita metodiky a zodpovednosť). Najdôležitejším problémom, ktorý princípy riešia, je tvorba referenčných hodnôt formou subjektívneho znaleckého úsudku. Ďalší nedostatok IOSCO identifikovala v tvorbe metodiky určovania referenčných hodnôt, ktoré sú medzi jednotlivými jurisdikciami odlišné. Taktiež upozornila na absenciu kontrolných mechanizmov, či už nad stanovovaním referenčných hodnôt alebo nad ich administrátormi. Tieto faktory vytvárajú príležitosť na manipulácie v prospech subjektov prispievajúcich do fixácie referenčných hodnôt. Princípy, ktoré IOSCO stanovila, spomínané problémy riešia, nemajú však žiadny legislatívny rámec, ktorý by zaväzoval administrátorov k ich implementácii.

Keďže referenčné hodnoty zohrávajú dôležitú úlohu vo finančnom systéme, skupina krajín G20

¹ LIBOR je referenčná sadzba vytváraná v piatich menách (USD, GBP, JPY, CHF, EUR) so siedmimi splatnosťami pre každú menu od jednotňovej (o/n) po 1 rok. Spolu tak vzniká každý obchodný deň 35 úrokových sadzieb.



- 2 Základom trhovej úrokovej sadzby je čistá – bezriziková zložka, ku ktorej sa pripočítavajú rôzne prirážky, napr. termínová prirážka (na ako dlho), likviditná prirážka (ako rýchlo sa dá finančné aktívum zlikvidovať), prirážka kreditného rizika (aké je riziko návratnosti) a prípadne prirážka na získanie financovania (v prípade náročnosti na získanie zdrojov).
- 3 Závety správy Rady pre finančnú stabilitu.
- 4 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2016/1011 z 8. júna 2016 o indexoch používaných ako referenčné hodnoty vo finančných nástrojoch a finančných zmluvách alebo na meranie výkonnosti investičných fondov, ktorým sa menia smernice 2008/48/ES a 2014/17/EÚ a nariadenie (EÚ) č. 596/2014.

požiadala v roku 2013 Radu pre finančnú stabilitu, aby uskutočnila hĺbkovú revíziu existujúcich referenčných sadzieb IBOR a vytvorila plán na ich reformu. V súlade s touto úlohou rada vytvorila pracovnú skupinu zloženú z národných regulátorov a centrálnych bánk, úzko spolupracujúcu so súkromným sektorom. Pracovná skupina sa zameriava na uvedené tri druhy referenčných sadzieb IBOR, do ktorých ich administrátori postupne zapracúvali princípy IOSCO. V rámci reformy navrhla tzv. prístup viacerých sadzieb, ktorý sa opiera o dva hlavné aspekty.

Prvým aspektom je revízia existujúcich referenčných hodnôt IBOR podľa stanovených štandardov a princípov s kľúčovým princípom dostupnosti vstupných údajov, t. j. referenčná hodnota sa nemá určovať z nezáväzných kotácií vychádzajúcich zo subjektívneho úsudku, ale z uskutočnených obchodov.

Druhým aspektom je vytvorenie alternatívnych referenčných hodnôt vo forme bezrizikových úrokových sadzieb (Risk-free rates/RFR), ktoré sú navrhnuté v týchto menových podskupinách: euro, americký dolár, britská libra, švajčiarsky frank a japonský jen.

NOVÝ PRÍSTUP PRI TVORBE REFERENČNÝCH HODNÔT

Existuje široká škála nástrojov finančného trhu, na ktoré sa využíva len jeden druh referenčných hodnôt, hoci výber z viacerých druhov by poskytoval možnosť lepšieho nastavenia úrokového parametra na heterogénne potreby trhových subjektov. Veľké množstvo finančných nástrojov nastavených na súčasné referenčné hodnoty jediného a v súčasnosti malého nezabezpečeného peňažného trhu vytvára predpoklady na neželateľné iniciatívy tvorcov trhu s vysokým rizikom manipulácie.

Na odstránenie tohto problému by mali podľa odporúčaní skupiny existovať minimálne dva druhy referenčných hodnôt, a to jedna, ktorá je bezriziková alebo takmer bezriziková (ďalej aj „RFR“), a druhá, ktorá zahŕňa prirážku kreditného rizika.² Úrokové sadzby IBOR sú založené na nezabezpečenom medzibankovom financovaní, pričom obsahujú minimálne prirážku kreditného rizika, môžu však mať aj termínovú a likviditnú prirážku a prirážku na získanie financovania. Na druhej strane sadzby zabezpečeného financovania (repo obchody) neobsahujú prirážku kreditného rizika. Takéto sadzby sa považujú za bezrizikové, resp. takmer bezrizikové.

Podľa záverov skupiny by takéto takmer bezrizikové referenčné hodnoty mali oveľa vyššie uplatnenie pre ich vypovedaciu hodnotu pri oceňovaní

derivátov, zatiaľ čo referenčné hodnoty nezabezpečeného trhu majú väčší význam pri oceňovaní úverových kontraktov. Ďalšími alternatívami pre RFR môžu byť OIS sadzby, sadzby vládnych dlhopisov alebo menovopolitické sadzby. Prerozdelenie naviazanosti derivátov na RFR by značne redukovalo riziko manipulácie sadzieb, ktoré obsahujú rizikové prirážky. Znížilo by sa tým riziko ohrozenia bezpečnosti a dobrého mena banky, čo by zároveň znížilo riziko pre finančnú stabilitu.³ Rada preto odporučila národným a nadnárodným orgánom, aby podporovali prechod na viaceré druhy referenčných sadzieb v závislosti od instrumentu, ktorý má byť na danú referenčnú hodnotu naviazaný.

POSTUP REFORMY V JEDNOTLIVÝCH MENOVÝCH ÚNIIACH

1. Referenčné hodnoty IBOR

Na základe požiadavky navrhnutej Radou pre finančnú stabilitu všetci traja administrátori sadzieb IBOR uskutočnili významný pokrok v implementácii reformy, pri ktorej je potrebná ich úzka spolupráca. Dôležitým systémovým prvkom reformy bolo vytvorenie regulátora príslušného administrátora. Konkrétne inštitúcie sú uvedené v tabuľke.

Z právneho hľadiska bude reforma referenčných sadzieb v Európskej únii usmerňovaná aj európskou reguláciou referenčných hodnôt⁴, ktorá vstúpi do platnosti v januári 2018 vo všetkých členských štátoch EÚ vrátane Slovenska. Tomuto nariadeniu budú podliehať všetky inštitúcie, ktoré poskytujú referenčné hodnoty.

Administrátori referenčných hodnôt IBOR od vydania odporúčaní v roku 2014 pokročili aj v testovaní a zlepšovaní metodiky výpočtu, aby referenčné hodnoty obsahovali v čo najväčšom možnom rozsahu skutočné transakcie. Narážali však pritom na súčasnú extrémnu situáciu na peňažnom trhu ovplyvnenú menovopolitickými postupmi centrálnych bánk. Tie v úsilí zvýšiť infláciu k cieľovej úrovni poskytli bankovému sektoru také množstvo likvidity, že sa takmer eliminovala potreba medzibankových obchodov. Pri úpravách metodík preto administrátori narážali na podstatný problém, ktorý najmä z dôvodu nízkeho dopytu na medzibankovom trhu zabráňuje vytváraniu takých referenčných hodnôt, ktoré majú zobrazovať hodnoty uskutočnených obchodov, a nielen znaleckých úsudkov vo forme kotácií, ako to je v súčasnosti.

Euribor

Európsky inštitút pre peňažné trhy (European Money Markets Institute – EMMI) ako adminis-

Prehľad administrátorov a regulátorov referenčných hodnôt IBOR

	Administrátor	Regulátor
Euribor	EMMI – European Money Markets Institute	FSMA – Financial Services Markets Authority
LIBOR	IBA – ICE Benchmark Administration Ltd	UK FCA – Financial Conduct Authority
TIBOR	JBATA – Japanese Bankers Association	JFSA – Japan Financial Services Agency



trátor sadzby Euribor vytvoril plán reformy tejto úrokovej sadzby, ktorý je v súlade s navrhovanou reformou FSB, ako aj s európskou reguláciou referenčných hodnôt. V súčasnosti prispieva k tvorbe referenčnej sadzby Euribor 20 bánk, pričom v ostatnom období výrazne poklesol záujem panelových bánk podieľať sa na jeho tvorbe, keďže pôvodne ho kótovalo až 57 bánk.

Kľúčovým prvkom reformy bolo vytvorenie metodiky výpočtu hodnoty zodpovedajúcej v čo najväčšom rozsahu uskutočneným transakciám. EMMI uskutočnila testovanie metodiky v období 6 mesiacov od septembra 2016 do februára 2017 zberom údajov od 31 bánk z rôznych krajín eurózy. Podľa jej stanoviska však testovanie novej metodiky nebolo úspešné, keďže administrátor narazil na významný nedostatok potrebných vstupných údajov z dôvodu absencie obchodov. EMMI následne vyhlásila, že v najbližšom období vytvorí tzv. hybridnú metodiku vychádzajúcu v maximálne možnom rozsahu z uskutočnených transakcií, doplnených subjektívnymi kotáciami pri tých splatnostiach, kde chýbajú uskutočnené obchody. Na tejto metodike EMMI v súčasnosti pracuje.

Ďalšou časťou reformy sadzby Euribor je preformulovanie jej definície, ktorá v súčasnosti znie: *Euribor® je sadzba, za ktorú jedna primárna banka ponúka medzibankové termínované depozity v eurách druhej primárnej banke v rámci hospodárskej a menovej únie.* Z definície nevyplýva dostatočne zreteľne, že ide o náklady bánk, ktoré si zabezpečujú financovanie, t. j. o úrokovú sadzbu za vypožičanie si prostriedkov, resp. o nákupnú stranu. V definícii je preto potrebné zdôrazniť, že ide o náklady na vypožičanie, tzv. borrowing rate (tak ako je to v prípade sadzby LIBOR, ktorá prešla takouto úpravou v roku 1998).

Pokračovaním reformy sadzby Euribor je aj rozšírenie akceptovateľných typov transakcií a proti-strán prispievajúcich do fixingu. Keďže referenčná hodnota má byť na danom podkladovom trhu základnou úrokovou sadzbou, mala by zahŕňať širší okruh účastníkov ako len banky a medzibankové obchody. Preto sa plánuje zahrnúť do metodiky aj podnikový sektor, t. j. depozitné obchody podnikov a ich úrokové sadzby tak, aby tzv. underlying interest mal čo najvyššiu vypovedaciu hodnotu o danom trhu. Európska komisia v auguste 2016 vyhlásila Euribor za kritickú referenčnú hodnotu, čo znamená, že má významné miesto na európskom finančnom trhu.

LIBOR

Administrátorom sadzby LIBOR sa v roku 2014 stala IBA (ICE Benchmark Administration), britská spoločnosť založená v Londýne, ktorá ako administrátor referenčných hodnôt musí spĺňať platné regulácie UK FCA (Financial Conduct Authority) stanovujúce požiadavky na referenčné hodnoty. IBA významne zlepšila riadenie referenčných hodnôt schválením nového kódexu, narazila však na ťažkosti pri aplikovateľnosti metodiky, ktorá sa opiera o uskutočnené obchody. Keďže sa na

tvorbe referenčných hodnôt musia v novej metodike uplatňovať v značnej miere znalecké úsudky/kotácie, hlavný záměr reformy nie je možné naplniť. V júli 2017 výkonný riaditeľ FCA oznámil, že po roku 2021 FCA nebude podporovať sadzbu LIBOR, čo znamená, že nebude vyžadovať od panelových bánk, aby prispievali svojimi znaleckými úsudkami do jej tvorby. Po tomto vyjadrení zostala budúca existencia sadzby LIBOR spochybnená, keďže nemôže byť zostavená ani z uskutočnených obchodov, a pravdepodobne neskôr už ani z kotácií z dôvodu straty záujmu panelových bánk o ich zasielanie.

TIBOR

Na implementácii referenčnej reformy v Japonsku pracuje japonská banková asociácia JBATA, ktorá je administrátorom sadzby TIBOR, v spolupráci s japonskou centrálnou bankou a Japonskou agentúrou finančných služieb. V tvorbe novej metodiky podľa daných požiadaviek sú úspešní, keďže nová metodika vychádza čiastočne z obchodov na nezabezpečenom peňažnom trhu, ale aj z obchodov podnikového financovania.

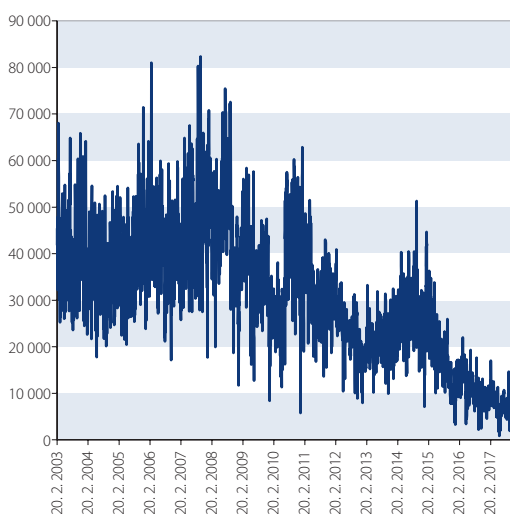
Ostatné trhy

Aj keď odporúčania FSB boli adresované výlučne pre sadzby LIBOR, Euribor a TIBOR, na zosúladení sa s odporúčaniami FSB a princípmi IOSCO pracujú aj ďalšie menové oblasti. Významný pokrok v kvalite referenčných hodnôt sa zaznamenal v Austrálii, Kanade, Hong Kongu, Mexiku, Singapure a Južnej Afrike.

2. Referenčné hodnoty bezrizikových úrokových sadzieb (FRF)

Po vydaní odporúčaní FSB viaceré menové únie vytvorili pracovné skupiny na identifikáciu alternatívnych bezrizikových sadzieb. Ich cieľom sú najmä jednoduché úrokové sadzby, či už nezabezpečeného alebo zabezpečeného trhu, keďže

Objem obchodov vstupujúcich do fixingu sadzby Eonia (v mil. EUR)



Zdroj: Bloomberg.



práve tam sa sústreďujú uskutočňované obchody. Snaha o vytvorenie alternatívnych referenčných hodnôt významne zosilnela práve po tom, čo britská FCA vyhlásila, že bude podporovať LIBOR len do roku 2021. V prípade zániku tejto v súčasnosti najvýznamnejšej referenčnej hodnoty v zmysle najväčšieho portfólia inštrumentov naviazaných na jeho úrokové sadzby by mohlo dôjsť k významným hodnotovým nezrovnalostiam v jednotlivých menových úniách. Príslušné orgány preto vynakladajú významné úsilie na prípravu jeho alternatív.

USD • V USA bola vytvorená organizácia Alternative Reference Rates Committee (ARRC), ktorá stanovila jednodňovú repo sadzbu amerických vládných dlhopisov, tzv. Secured Overnight Financing Rate (ďalej SORF) ako odporúčanú alternatívu pre LIBOR v amerických dolároch. Druhou odporúčanou alternatívou je jednodňová sadzba nezabezpečených federálnych fondov, tzv. Overnight Bank Funding Rate (ďalej OBFR). SORF má určovať newyorský Fed tak, ako je to v súčasnosti pri OBFR. Za uplynulý rok poklesol zobchodovaný objem pri OBFR až o jednu tretinu, čo je jeden z dôvodov, prečo ARRC odporúča ako alternatívnu úrokovú sadzbu práve SORF, ktorá sa opiera o robustné obchodovanie.

EUR • Európske orgány považujú jednodňovú depozitnú sadzbu Eonia za už aktívne využívanú alternatívnu RFR sadzbu. EMMI v súčasnosti pracuje na zapracovaní požiadaviek európskej regulácie do tvorby sadzby Eonia. V súčasnosti určuje, resp. vypočítava úrokovú sadzbu Eonia Európska centrálna banka. EMMI okrem reformy kódexu prislúchajúcej sadzbe Eonia pracuje aj na zbere a analýze údajov vchádzajúcich do jej výpočtu. Panelové banky, ktoré predkladajú výkazy do štatistickej databázy ECB zhŕňajúcej údaje z európskeho peňažného trhu, majú v budúcnosti zasielať podklady o uskutočnených nezabezpečených jednodňových obchodoch aj do EMMI, ktorá z nich má podľa metodiky určovať sadzbu Eonia. EMMI však musí spĺňať striktnú diskretnosť poskytnutých údajov, pre ktorú muselo byť vytvorené aj právne zázemie medzi EMMI a prispievajúcim subjektom. Kľúčovou sa však v súčasnosti stáva veľkosť podkladového trhu sadzby Eonia, keďže suma obchodov vstupujúcich do jej výpočtu významne klesá. V máji 2017 zaznamenala historické minimum pod 1 mld. € v porovnaní so štandardným objemom 35 mld. € do roku 2009. Taktiež klesá záujem dobrovoľných prispievateľov, keď za ostatný rok poklesol počet panelových bánk z 33 na 28. Európska komisia vyhlásila v júni

2017 aj sadzbu Eonia za kritickú referenčnú hodnotu, a to preto, že pokiaľ má sadzba štatút kritickej referenčnej hodnoty, regulátor môže udeliť prispievajúcim bankám dočasnú povinnosť prispievať. Tento postup sa zvolil v záujme predchádzania ďalšiemu nežiaducemu znižovaniu počtu prispievajúcich bánk.

V eurozóne sa vytvorilo niekoľko nových iniciatív:

- EMMI pracuje na vytvorení referenčnej hodnoty založenej na uskutočnených repo obchodoch, o ktorej informovala v júni 2017, na tzv. referenčnej sadzbe pre eurový repo trh (reference rate for the euro repo market).
- ECB pracuje na vytváraní euróvej úroveňovej sadzby založenej na nezabezpečených jednodňových obchodoch so začatím jej zverejňovania do konca roka 2019. Sadzba sa bude vypočítavať zo štatistickej databázy peňažného trhu vedenej Európskou centrálnou bankou. Dôvodom tejto iniciatívy je nejasnosť ďalšej existencie Eonie vytvárané súkromným sektorom. Keďže operatívnym cieľom menovej politiky ECB je práve najkratšia úroková sadzba, ECB má zvýšený záujem o zabezpečenie vlastnej alternatívy v prípade zlyhania referenčnej hodnoty súkromného sektora. ECB síce nepodlieha európskej regulácii, je však pravdepodobné, že v čo najväčšej miere naplní požiadavky reformy FSB a európskej regulácie pre tvorbu referenčných hodnôt.
- FSMA, ESMA, ECB a Európska komisia v septembri 2017 oznámili vytvorenie pracovnej skupiny na identifikáciu a prijatie bezrizikovej jednodňovej úroveňovej sadzby, ktorá má slúžiť ako alternatíva k existujúcim referenčným hodnotám.

JPY • V Japonsku bola vytvorená študijná skupina na RFR, ktorá identifikovala nezabezpečenú jednodňovú sadzbu ako japonskú bezrizikovú sadzbu z dôvodu robustnosti jej podkladového trhu.

GBP • V Spojenom kráľovstve pracovná skupina na librovú RFR odporučila za takúto sadzbu reformovanú Sterling Overnight Index Average (SONIA) ako librovú nezabezpečenú jednodňovú sadzbu, ktorej administrátorom je centrálna banka.

CHF • Vo Švajčiarsku národná pracovná skupina odporučila ako bezrizikovú referenčnú sadzbu pre švajčiarsky frank sadzbu SARON ako RFR alternatívu k sadzbe LIBOR, ktorá by mala zároveň nahradiť tzv. T/N Indexed Swaps – TOIS fixing do decembra 2017. Švajčiarska zložka medzinárodnej finančnej organizácie ACLI oznámila zrušenie TOIS fixingu k decembru 2017.

Použité zdroje:

Bailey, A., 27 July 2017: The future of Libor, <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>

European central bank – www.ecb.europa.eu

Financial Stability Board – Reforming Major Interest Rate Benchmarks, 2013-2017, <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/additional-policy-areas/reforming-financial-benchmarks/>

International Organization of Securities Commissions – IOSCO Principles for Financial Benchmarks – www.iosco.org