

# Dlaczego o Liborze zrobiło się głośno?

Libor, czyli London Interbank Offered Rate, to stawka referencyjna pokazująca koszt pożyczek niezabezpieczonych na rynku międzybankowym, których tenory rozciągają się od jednego dnia po rok. Oskarżenia o manipulacje związane z indeksem pojawiają się co najmniej od 2008 r. Ostatnio przybrały na sile, a prokuratury w USA, Kanadzie i Japonii prowadzą dochodzenia mające wyjaśnić nieprawidłowości związane z kwotowaniem oraz zarzuty o używanie informacji niejawnych w celu odniesienia korzyści majątkowych.

Paweł Perka

Jak tłumaczy dr Michał Jurek z Katedry Bankowości Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, istnieją podejrzenia, iż w bankach kwotujących do Liboru nie zadziałał mechanizm nadzoru kontaktów między dealerami rynku pieniężnego, odpowiedzialnymi za publikację stawek procentowych, a maklerami prowadzącymi transakcje na instrumentach pochodnych, których wycena zależy od tych stawek. Wartość rynku derywatów związanych z londyńskim indeksem szacuje się na 360 bln dolarów (czyli około 3/4 PKB Polski). Ważnym pytaniem pozostaje też, czy ewentualne korzystanie z informacji niejawnych było pomysłem tylko bezpośrednio zaangażowanych pracowników banków, czy też działo się za cichym przyzwoleniem menadżerów wyższego stopnia.

Bardziej prawdopodobne wydaje się nielegalne korzystanie z informacji niejawnych, niż bliżej niesprecyzowana „manipulacja”. Jej przeprowadzenie, zdaniem dr Jurka, wymagałoby zmywy dużej grupy banków, co czyni ją mało prawdopodobną.

Ponadto wysokość oprocentowania pożyczek na rynku międzybankowym wyraża oczekiwaniami co do przyszłego poziomu stóp procentowych. By kogoś skazać trzeba udowodnić, iż spodziewał się czegoś innego, niż wyrażało kwotowanie.

W odpowiedzi na narastającą krytykę, odpowiedzialne za indeks Stowarzyszenie Bankierów Brytyjskich może po raz kolejny zmienić metodologię jego obliczania. Rozwiązania brane pod uwagę zakładają m.in. zmianę charakteru ankiety na anonimowy. Dzięki temu bank mający problem z pozyskiwaniem pożyczek (czyli skłonny zapożyczać się drożej), mógłby ujawnić prawdziwe kwoty, czego obecnie nie czyni w trosce o swoje dobre imię. Innym rozwiązaniem jest zobowiązanie banków centralnych lub stworzenie specjalnej izby rozliczeniowej, która kontrolowałaby rynek niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych. Jednak zmiany w indeksie spowodowałyby wiele problemów, gdyż wszystkie kontrakty oparte o dotychczasowy Libor, musiałyby ulec renegotjacji. Jak przypomina dr Jurek – londyńska stawka wykorzystywana jest jako punkt odniesienia dla tak wielu produktów, że trudno je zliczyć.

# Wibor – fotografia rynku

Czasem podnoszą się głosy – jest za nisko, lub za wysoko. Patrząc z perspektywy czasu, Wibor jest spójny z ruchami wykonywanymi przez RPP.

**„miesięcznik KAPITAŁOWY”:** Przez media przetoczyły się ostatnio doniesienia o rzekomej manipulacji, jakiej dopuścili się wielkie banki przy ustalaniu indeksu Libor. Na czym miałyby ona polegać?

**Marta Kępa:** Nasza wiedza w tej kwestii opiera się na doniesieniach prasowych.

**A czemu miałyby to służyć?**

**Wojciech Galiński:** Możemy się tylko domyślać. Powodów mogło być wiele np. obniżenie kosztów finansowania dla swoich pasywów, czy ukierunkowanie indeksów, na których to pochodnych te banki miały pozycje. Dowiemy się więcej, gdy nadzorca zakończy postępowanie.

**Polski Wibor (ang. Warsaw Interbank Offered Rate) w odróżnieniu od Liboru jest stawką transakcyjną.**

**Bartłomiej Małocha:** Różnica polega na tym, że banki kwotujące Wibor, w odróżnieniu od banków zachodnich, zobowiązują się, że przez 15 minut są gotowe do zawarcia transakcji po cenie nie gorszej, niż podana przy kwotowaniu. Mechanizm ten dotyczy wszystkich depozytów – od jednodniowych, czyli ON (Overnight), do jednorocznych. Jest to ewenement, gdyż na rynku depozytowym transakcje zawierane są w ciągu kilku sekund. Zamrożenie ceny na 15 minut powoduje, że nabiera ona większej wagi. Podane wartości są więc bardzo dobrze przemyślane.

**WG:** Zatem jeżeli bank przesunie swoją cenę za bardzo w którymś kierunku, inny bank może wykorzystać tę okazję.

**BM:** Jeżeli uzna, że to jest okazja.

**MK:** Każdy bank ma prawo zakwotować wartości niższe lub wyższe, niż inni uczestnicy panelu. Ma on prawo posiadania własnej opinii dotyczącej rynku i tego, jak w przyszłości będą kształtować się stopy procentowe. Wiąże się to z konsekwencjami, czyli możliwością przeprowadzenia transakcji po wartościach odzwierciedlających te poglądy. Kwotowanie do Wiboru nie jest...

**... kwotowaniem do Liboru.**

**MK:** W przypadku londyńskiego indeksu, banki odpowiadają na pytanie: „Na jaki procent pożyczysz rynkową kwotę, gdyby przyszedł do Ciebie bank o nienagannej wiarygodności kredytowej, na chwilę przed godz. 11 rano?”. U nas, banki znają innych panelistów i wiedzą, że kwotowanie do Wiboru nie jest hipotetyczne. Może za tym iść realna transakcja.

**BM:** Każdy bank podaje cenę, która odzwierciedla jego wiedzę. Jeżeli któryś z uczestników uważa, że cena powinna być gdzie indziej, dochodzi do transakcji. Jeżeli się zgadzają, transakcji nie ma. Odpowiadając na ankietę Liboru podaje się stawki indykacyjne. Banki podają, jaki w ich mniemaniu jest koszt pieniądza,

ale bez sankcji transakcyjności, to inna jakość. W Polsce, jeżeli któryś bank uważa, że cena powinna być inna, podejmuje zobowiązanie, że zawrze po niej transakcję.

**Czy transakcyjność, jest standardem światowym?**

**BM:** Świat to Libor. Transakcyjność jest standardem naszym. Twórcy Wiboru okazali się bardzo przewidujący, chylimy przed nimi czoła. Pojawiały się pomysły rezygnacji z tego wymogu, ale argument przeciwko został nam podany na tacy. Taka jest też opinia środowiska. Utrzymanie tej sankcji praktycznie do zera minimalizuje możliwość manipulacji zakrojonej na większą skalę.

**MK:** Wibor różni się od Liboru też tym, że obliczany jest przez kogoś innego. 20 lat temu naszego indeksu nie było, ale był Libor dolarowy, funtowy, w marce i innych walutach. W którymś momencie konieczność stworzenia indeksu w złotych stała się jasna. Spodziewano się, że jeżeli nie my, zajmie się tym British Bankers Association (właściciel Liboru). Powstał jednak Wibor i BBA nie zdecydowało się na konkurencję.

**Ważną rolę odgrywa zatem lokalny charakter Wiboru.**

**MK:** Libor to stawka międzynarodowa, w jej ustalaniu uczestniczy kilkadziesiąt banków z obu stron oceanu. Nasza lokalność to przewaga. Wpływ na indeks mają tylko i wyłącznie banki polskie, czyli takie, które znają nasz rynek i potrafią czytać między innymi komunikaty RPP, rozumiejąc cały krajowy kontekst. Znają specyfikę tego rynku. Indeks jest właściwie regulowany, a na jego wartości muszą się opierać banki zagraniczne.

**Różnic między stawkami obliczanymi w Londynie i Warszawie jest więcej.**

**BM:** I są one bardzo ważne. Przy obliczaniu średniej nie bierzemy pod uwagę wartości skrajnych – dwóch najwyższych i dwóch najniższych. Uniemożliwia to manipulowanie indeksem, który ma odzwierciedlać pogląd większości. Ale jeżeli jeden bank chciałby się uprzeć i zaniżyć lub zawyżyć, to naraża się na konieczność zawierania transakcji, a do tego jego kwotowanie i tak będzie odrzucone, jako skrajne.

**MK:** Ale „zawyżał” czy „zaniżał” to wyrażenia nieadekwatne. Jeżeli bank spodziewa się podwyżki stóp to ma prawo wyrażać to przekonanie. Zatem nie ma „zawyżania” czy „zaniżania”. Są tylko twierdzenia dotyczące spodziewanego poziomu stóp procentowych. Niższych, wyższych lub bez zmian

**Może warto przenieść nasze dobre rozwiązania na Libor?**

**BM:** W Bloomberg Magazine ukazał się ostatnio artykuł pracownika EBC, w którym proponował, by oprzeć Libor o rzeczywiste transakcje. To nie to samo, ale zmierza w naszym kierunku. Nasza analiza zachowania Wiboru na przestrzeni ostatnich kilku lat mówi, iż bardzo dobrze odzwierciedla on zachowanie stóp procentowych. Im dłuższy tenor, tym stawki są bardziej oddalone od stopy referencyjnej RPP, ale to naturalne. Jeżeli pożyczam komuś na dłużej, biorę większe ryzyko i w zamian żądam lepszej ceny.

## Stowarzyszenie Rynków Finansowych ACI Polska

Organizacja osób prywatnych, aktywnych zawodowo przy transakcjach na międzynarodowym i krajowym rynku pieniężno-walutowym. ACI Polska jest twórcą zasad ustalania stawek referencyjnych Wibor i Wibid oraz współorganizatorem fixingu tych stawek. Ponadto wraz z NBP wypracował mechanizm ustalania stawki referencyjnej Polonia.

### ACI Polska publikuje także tzw. Indeks Polonia, który jest oparty na rzeczywistych transakcjach.

WG: To prawda. Trzeba jednak pamiętać, że Wibor odzwierciedla krzywą dochodowości, od depozytów jednodniowych do jednorocznych. Jest swego rodzaju fotografią rynku wykonaną o godz. 11 i utrwalającą zapis na 15 minut. Potem ceny mogą się zmieniać. Natomiast Polonia jest indeksem opartym o rzeczywiste transakcje, ale tylko jednodniowe.

BM: Polonia pokazuje rzeczywisty koszt finansowania przez cały dzień, od godz. 9 do 16.30. Bank centralny zbiera informacje i dokonuje tzw. matchingu. Sprawdza czy w dwóch bankach raportujących dokonanie tej samej transakcji zgadzają się wszystkie szczegóły. Bank centralny oblicza następnie średnią ważoną kwotami z wszystkich transakcji i podaje wartość kosztu finansowania w danym dniu.

### Dlaczego zatem mamy Wibor ON i Polonię, która też jest jednodniowa?

MK: Polonia powstała później, służy innym celom, zatem jej wartości różnią się od wartości Wiboru ON.

BM: Wibor wykorzystywany jest szeroko, nie tylko do pokazywania cen na rynku międzybankowym, ale też do ustalania referencji dla kredytów, pożyczek, kosztów finansowania. Polonia zaś przeznaczona jest właściwie tylko dla bankowców. Jest to indeks referencyjny dla transakcji Overnight Index Swap - OIS. Są to instrumenty rynku bankowego, używane do różnych celów, np. zabezpieczania kosztów finansowania lub dla celów spekulacyjnych. Polonia jest kopią rozwiązań stosowanych na rynkach rozwiniętych. Przykładowo, Eonia to jednodniowa stawka referencyjna dla operacji depozytowych w strefie euro.

MK: OIS, mówiąc kolokwialnie, to zakład o koszt finansowania w danym okresie. Cała krzywa Wibor została stworzona wiele lat temu, przed pojawieniem się u nas transakcji OIS. Początkowo nie było chęci do zawierania OISów na Wiborze ON, gdyż odzwierciedlał on tylko 15 minut w ciągu dnia. A banki zmieniają swoje pozycje rano, ale także pod koniec dnia. I trudno było bankom (w szczególności zagranicznym) przewidzieć cenę dokładnie na godzinę 11. Dlatego postanowiliśmy wprowadzić stawkę na wzór Eonii. To rozwiązanie ułatwiło udział w naszym rynku bankom zagranicznym. Dzisiaj OIS na POLONII to standard

### Jaką część wszystkich transakcji na rynku obejmują te indeksy?

BM: Wibor kwotuje obecnie 14 banków. Jednym z kryteriów udziału w panelu jest posiadanie statusu Dealera Rynku Pieniężnego, czyli instytucji aktywnej na rynku. Status ten nadaje NBP. Jednak ważniejsze jest posiadanie odpowiednich linii kredytowych, żeby bank mógł wypełnić regulamin w punkcie transakcyjności. Chcemy uniknąć sytuacji, gdy jeden z panelistów pokazuje cenę, ale potem nie jest w stanie się z niej wywiązać.

### Chodzi zatem o płynność.

BM: Tak. To dla nas bardzo ważne, gdyż gwarantuje jakość indeksu. Gdyby w panelu uczestniczyło wiele banków, ale nie byłyby w stanie zawierać transakcji po kwotowanych cenach, in-

deks miałby niską jakość. Chcemy, żeby wszyscy paneliści posiadali wystarczające limity i w tym celu przeprowadzamy okresowo ankiety.

### Zatem liczba banków biorących udział w określaniu Wiboru jest celowo niższa, niż w przypadku Polonii.

WG: To wynika z charakterystyki jednej i drugiej stawki.

BM: Drugi indeks tworzy obecnie 21 uczestników, ale Polonia jest otwarta dla wszystkich. Bank nie musi posiadać statusu Dealera Rynku Pieniężnego. Udział rynku w obliczaniu Polonii jest dość spory. Statystyki wskazują, że sięga 80 proc. obrotu w danym dniu na rynku ON. Dokładne dane ma NBP

MK: Wibor jest fotografią trwającą 15 minut, a Polonia fotografią transakcji z całego dnia, więc siłą rzeczy w drugiej stawce obroty będą większe, niż w pierwszej. Poza tym, Polonia dotyczy tylko depozytów jednodniowych, Wibor dotyczy wszystkich depozytów.

### Wibor nie ucierpiał przez oskarżenia o nielegalne praktyki związane z Liborem.

BM: Czasem podnoszą się głosy – jest „za nisko”, lub „za wysoko”. To normalny podział opinii. Patrząc z perspektywy czasu, Wibor jest spójny z ruchami wykonywanymi przez RPP. Jeżeli ktoś uważa, że obecnie jest za wysoko, to odpowiadam, że od kilku miesięcy RPP ma raczej ton jastrzębi i bardziej prawdopodobna jest podwyżka stóp.

WG: A jeżeli ktoś uważa, że jest za nisko to przecież trzymiesięczny Wibor wynosi 4,95 proc. a Wibid jest 20 pkt niżej. Tylko tyle punktów premii za ryzyko w stosunku do stawki referencyjnej NBP wynoszącej 4,50 proc. związane z udzieleniem innemu bankowi niezabezpieczonej pożyczki? Niektórzy powiedzą, że to mało, że powinno być 50 pkt. więcej. To jest właśnie specyfika tego rynku. Skoro argumenty są zarówno za wyższym jak i niższym Wiborem, to widocznie cena jest w konsensusie. Tak też można odierać zarzuty o niskim wolumenie lub nawet braku transakcji. Nie ma ich, gdyż wszyscy zgadzają się co do ceny.

MK: Parę lat temu banki nie zgadzały się co do wysokości przyszłych stóp procentowych, często przed Radą naprawdę trudno było przewidzieć jaka będzie decyzja. I widać było to w kwotowaniach do Wiboru. Obecnie sytuacja przedstawia się inaczej i jest konsensus na rynku.

### Gdyby ktoś nabrał podejrzeń co do rzetelności indeksu?

WG: W ACI Polska od dawna działa komisja ds. profesjonalizmu. Czuwa ona nad etycznym i profesjonalnym zachowaniem się uczestników rynku międzybankowego, a więc także przygląda się i monitoruje ruchy Wiboru. Jeżeli pojawią się zarzuty, że chodzi o manipulację, pomimo istniejących mechanizmów zabezpieczających, to można zwrócić się do komisji, która zbada doniesienia o ewentualnych nieprawidłowościach.

■ W rozmowie wzięli udział: **Marta Kępa** (prezes Zarządu), **Bartłomiej Małocha** (skarbnik) oraz **Wojciech Galiński** (członek Zarządu). „miesięcznik KAPITAŁOWY” reprezentował Paweł Perka.