

## Bevezetés

**A** pénzpiac rohamos fejlődése következtében az utóbbi időkben egyre gyakrabban kerültek terítékre repóval kapcsolatos kérdések. Tanulmányunkban összefoglaltuk a repópiacok főbb jellemzőit, a fogalmi meghatározásoktól kezdve a történeti áttekintésen keresztül a jelenlegi nemzetközi és hazai gyakorlatig.

A magyar repópiac elemzése során számos problémával találtuk szembe magunkat. Ezek elsősorban a repó jogi szabályozatlanságából, az egyes jogszabályok értelmezési problémájából, a jegybanki tartalékrendelkezésekből, a repó számvitelével és elszámolásával kapcsolatban, illetve az egyes piaci szereplők ismereteinek hiányosságaiból származnak. A problémák rendszerezett áttekintésével reményeink szerint tisztázásukhoz is hozzájárultunk.

A repópiac fellendítése fontos célként kezelendő, hiszen a fejlett pénz- és tőkepiacok alkotóelemeként hozzájárul a monetáris politika hatékonyságának növeléséhez.

Köszönetet mondunk Dr. Istvánovics Évának a jogi vonatkozású részekhez nyújtott segítségéért, Romhányi Baláznak a német, Gyulafalvi Enikőnek a francia nyelvű szakirodalom fordításáért. Külön köszönet illeti mindazokat az üzleti területen dolgozó szakembereket, akik támogatásukkal hozzájárultak ahhoz, hogy ez az elemzés megszülethessen.

## 1. | A repó definíciója, típusok, egyedi elemek, testvérkonstrukciók

a repóügylet két tranzakció eredője

A repó elnevezés a 'sale and repurchase agreement' kifejezés rövidítése, amit magyarul visszavásárlási megállapodásnak fordíthatunk. A repóügylet két tranzakció eredője, amelynél a felek a tranzakciókat egy csomagként kezelik. Az ügylet első lépése egy adott értékpapír (legtöbbször állampapír) prompt eladása vagy vétele, majd ezt követően a prompt tranzakció fordítottjának megfelelő tranzakció egy előre meghatározott idő elteltével. A repóügyletnek tehát eltérő időpontokban két lába van, melyek közül az első az azonnali vagy prompt (illetve eladási) láb, míg a másodikat határidős (vagy visszavásárlási) lábnak nevezzük.

A repóügyletben a prompt pénz- és értékpapírmozgások egy előre rögzített későbbi időpontban ellentétes irányban megismétlődnek, ezért az ügyletet felfoghatjuk egy értékpapírkölcsön és egy ellentétes irányú pénzkölcsön eredőjeként. A repószerződések értelmében általában a kölcsönadott értékpapírhoz kapcsolódó jogok (árfolyam- és kamatjövedelem) az eredeti tulajdonost illetik meg. A repóügyletek célja mindig pénzkölcsön felvétele vagy adása megfelelő értékpapír-fedezete mellett, illetve specifikus értékpapírok kölcsönvétele.

Az eredeti eladási és a határidős visszavásárlási árakat már az ügylet kezdetén megállapítják a felek. A két árat úgy határozzák meg, hogy azok különbözete megegyezzen egy fedezettel biztosított kölcsön kamatával.

a repóügylet két szereplője

A klasszikus repóügylet két szereplője az **eladó** (vagy kölcsönadó) – aki a kezdeti időpontban eladja értékpapírját, majd egy későbbi időpontban visszavásárolja azt –, valamint a **vevő** (vagy kölcsönvevő vagy befektető) – aki gyakorlatilag pénzkölcsönt nyújt értékpapír-fedezet mellett. Fontos megjegyezni, hogy a fenti elnevezések a kötvénypiaci terminológiát követik, és nem a pénzpiacit. Pénzpiaci terminológia szerint ugyanis kölcsönadónak a pénz kölcsönadóját, vagyis az értékpapír kölcsönvevőjét nevezik.

Amennyiben a repóügylet a vevő befektetési szándéka által motivált (vagyis pénzt akar kihelyezni), számára nincs jelentősége annak, hogy a fedezetként kapott értékpapír (*collateral*) pontosan milyen futamidővel, kamatozással stb. rendelkezik. Számára elsősorban az értékpapír hitelképessége és likviditása fontos, ezért legtöbbször állampapírokat használnak repóügyletek fedezeteként.

Bizonyos esetekben előfordul, hogy a repó a vevő fél kezdeményezésére jön létre, aki valamilyen értékpapírból short (határidős eladási) pozícióban van. Ilyen esetben a vevő számára kifejezetten fontos, hogy pontosan olyan papírt kapjon pénzéért cserébe, amelyből eladási kötelezettsége áll fenn. Az angol terminológia különbséget tesz az ilyen **speciális értékpapír-fedezetek** (*special*) és a fentebb tárgyalt **általános értékpapír-fedezetek** (*general collateral v. GC*) között.

Egy értékpapír attól függően válik speciális fedezetté, hogy mennyire van iránta túlereslet a piacon. Amennyiben a vevő által igényelt értékpapír nehezen beszerezhető, az eladó könnyen kialakíthat magának alacsonyabb kamatot a kölcsönvett pénzre. Minél ritkább értékpapírról van szó tehát, annál alacsonyabb lehet a repókamatláb.



A repók alapvetően rövid – egy nap (O/N) és egy év között változó, de jellemzően 1 hónapon belüli – lejáratú ügyletek. A konstrukció egyik fő vonzerejét éppen a futamidő megválasztásának rendkívül rugalmas lehetősége adja, ami tág teret enged a különböző lejáratú szabad pénzeszközök kihelyezésének. Emellett azonban adódnak más előnyök is. A készpénz kölcsönadója számára a repó vonzó kihelyezést jelent alacsony kockázata miatt. Ha a pénz kölcsönvevője nem fizet, a kölcsönadó felhasználhatja a fedezetként nála lévő értékpapírokat. Az ügyletet megelőzően a készpénz kölcsönadójának érdemes megvizsgálnia mind a kölcsönvevő, mind a fedezetként

*a repó előnyei*

szereplő értékpapír kibocsátójának hitelképességét. A pénz kölcsönvevője szempontjából a repóügylet előnye abban rejlik, hogy a portfóliójában lévő értékpapírok segítségével olcsóbb hitelekhez, vagy olyan forráshoz juthat, amelyet papírok hiányában képtelen lenne megszerezni.

## 1.1 Repóügyletek fajtái

csoportosítás a futamidő szempontjából

A repókat többféleképpen csoportosíthatjuk. Futamidő szempontjából beszélhetünk **rögzített** (*term repo*) és **nyitott futamidejű** (*open repo* v. *day-to-day repo*) repókról. Amennyiben a futamidőt a felek előre nem rögzítik, nyitott repóügyletről beszélünk. Ilyen esetekben bármelyik ügyfél bármikor kezdeményezheti az ügylet lezárását bizonyos (általában két napos) felmondási határidővel. Nyitott repónál a repókamatláb naponta változik – gyakorlatilag a repót napon-ta továbbgörgetik.

a tranzakció iránya

A tranzakció irányától függően beszélhetünk aktív, illetve passzív repóról. **Aktív repó** (*repo*) esetén a kezdeti értékpapír-eladást ugyanazon, vagy egy hasonló kondíciójú értékpapír határidős visszavásárlása követ. **Passzív repó** (*reverse repo*) esetén éppen ellenkező tranzakciók sorozatáról van szó – prompt értékpapírvételt határidős eladás követ. Mivel a repóügylet szereplői adott időpontban egymással éppen ellentétes tranzakciókat bonyolítanak, ezért az az ügylet, amely egyikük szempontjából aktív, az a másik szempontjából passzív repónak tekinthető és fordítva. Éppen emiatt a fenti terminológiát (ti. aktív, illetve passzív repó) kizárólag olyan esetekben fogjuk használni, amikor az ügylet egyik szereplője a jegybank, és ezekben az esetekben mindig a jegybank partnerének szemszögéből vizsgálva használjuk az elnevezést. (Amennyiben a jegybank pénzt kölcsönöz, aktív repóról, amikor pedig pénzt von ki a piacról, passzív repóról beszélünk.)

fedezet feletti tulajdonjog szempontjából

A fedezetként használt értékpapír feletti tulajdonjog szempontjából beszélhetünk **szállítós** (*delivery repo*), illetve **óvadéki** (*hold-in-custody repo*<sup>1</sup>) repóról. Szállítós repó esetén a tulajdonjog az ügylet idejére az eladóról átszáll a vevőre, aki ezalatt szabadon rendelkezhet az értékpapír felett. A határidős visszavásárlás időpontjában a vevőnek vissza kell szolgáltatnia az eredeti vagy – megállapodástól függően – azzal megegyező kondíciójú papírokat az eladó részére. Óvadéki repó esetén a tulajdonjog az eladónál marad, de az értékpapírokat a vevő részére elkülönített letéti számlára helyezi (zá-

<sup>1</sup> Az óvadéki repó (vagy más néven zárolásos repó) leggyakrabban használt angol elnevezése a hold-in-custody (HIC) repo, de emellett még számos elnevezése ismeretes, úgymint: nondelivery repo, pledged repo vagy letter repo. Tulajdonjog szempontjából óvadéki típusú repónak tekinthető az ún. háromszereplős repó is, bár a klasszikus óvadéki repó és a háromszereplős repó között különbséget kell tenni. Ezzel a kérdéssel később részletesebben foglalkozunk.

rolja). Amennyiben az eladó a visszavásárlás időpontjában nem tud eleget tenni fizetési kötelezettségének, az értékpapírok a vevő tulajdonába kerülnek.

A repópiacon három, jellegében nagyon hasonló ügyletet különböztethetünk meg: a **klasszikus repót** (*classic v. 'US-style' repo*), az **eladás/visszavásárlás (buy/sell-back) ügyleteket**, valamint az **értékpapír-kölcsönzést** (*securities lending*).

### 1.1.1 Klasszikus repó

A klasszikus repóügyletekre vonatkozó szerződéseket Amerikában az ún. PSA (*Public Securities Association*) megállapodás (*PSA agreement*) szabályozza, míg Európában a PSA/ISMA Általános Repó Keretegyezmény (*PSA/ISMA Global Master Repo Agreement - GMRA*) alapján kötnek a repóügyletek.

*a fejlettebb piacok rendelkeznek repó-keretszerződéssel*

Klasszikus szállítós repóügylet időtartama alatt a fedezetként szolgáló értékpapírral kapcsolatban felmerülő kamatfizetések a vevőt illetik meg, de a visszavásárlás időpontjában (vagy megegyezéstől függően akár visszavásárlás előtt is) az értékpapírral együtt a vevő köteles a kamatbevétellel azonos összeget az eladó számára jóváírni. Óvadéki repó esetén a kuponfizetések az eladó számláján kerülnek jóváírásra, mivel maga az értékpapír is az ő tulajdonában marad.

A nemzetközi gyakorlat szerint a repóügyletekbe bevont értékpapírok többnyire bruttó pénzáramlású papírok, vagyis a kamatokat adó levonása előtt fizetik ki. A GMRA egyezmény alapján kötött szerződések kifejezetten ilyen értékpapírokkal történő repóügyleteket támogatnak. A GMRA szerint ha a vevő bármilyen – az értékpapírhoz kapcsolódó – adózott (nettó) jövedelemben részesül, az eladó felé akkor is a bruttó összeget köteles megfizetni. Nettó kifizetésű értékpapírok esetén a felek külön repószerződést köthetnek.

### Árkalkuláció

A repó ára megegyezik a repókamatlábbal. Ez az ár a repóügylet spot és határidős tranzakcióiban bekövetkező pénzmozgások különbözeteként jelenik meg. A spot tranzakció során az értékpapír kölcsönvevője kifizeti az értékpapír árát, amelyet a határidős visszavásárlás során a repó kamatának összegével növelve visszakap. Az értékpapír ára nem minden esetben egyezik meg a piaci vagy a cash-flow alapján számított árral. Mivel repóügyleteknél az értékpapírok fedezetként szolgálnak, ezért a befogadási árfolyam a piaci árhoz képest felárat (vagy bizonyos esetekben diszkontot) is tartalmazhat.

*a repó ára megegyezik a repókamatlábbal*

Óvadéki repó esetén a határidős tranzakcióban fizetett ár csak a repókamatlábbal növeli meg a spot pénzmozgás összegét, s nem tükrözi az értékpapír időközben felhalmozott kamatát. A kamatok ugyanis az értékpapír eredeti tulajdonosát illetik meg.

Szállítási repónál viszont a tulajdonjog átszáll a vevőre, így a futamidő során az értékpapírhoz kapcsolódó pénzáramlások is őt illetik meg. A kapott kamatokat, illetve egyéb jövedelmeket a vevő a határidős pénzmozgás során visszafizeti az eladónak.

### *Repóügylet pénzáramlásai*

**Spot pénzáramlás** = kötvény névértéke  $\times$  (nettó árfolyam + felhalmozott kamat) / 100

**Határidős pénzáramlás:**

Óvadéki repónál: spot pénzáramlás  $\times$  (1 + repókamat  $\times$  repó futamideje / 360 v. 365<sup>2</sup>)

Szállítási repónál: spot pénzáramlás  $\times$  (1 + repókamat  $\times$  repó futamideje / 360 v. 365) + futamidő alatt fedezeti papírra kapott kamat  $\times$  (1 + repókamat  $\times$  T),

ahol T = a kamatfizetés és a repó lejáratá közt napok száma / 360 v. 365.

repóügyletek  
indíttatása

A fenti számítás azt feltételezi, hogy az ügylet egy meghatározott értékpapír-mennyiség kölcsönadásán alapul. Ilyenkor adott mennyiségű értékpapír alapján kell a pénzáramlások nagyságát kiszámítani. Ez valóban jellemző a repóügyletek egy részénél, főleg akkor, ha az ügyletet egy speciális értékpapír kölcsönvételi szándéka motiválja, vagy ha a kölcsönadó az általa birtokolt értékpapírokat előreláthatólag nem fogja felhasználni egy bizonyos ideig, ezért arra az átmeneti időre ki szeretné azokat helyezni. A repóügyletek egyik része ilyen ún. **értékpapír-indíttatású** (*security-driven*), másik részük pedig **pénz kölcsönvételén vagy kölcsönadásán alapul** (*cash-driven*). A pénzvezérelt repóügyleteknél a kölcsönadott pénzösszeg adott, és abból kell visszaszámítani a fedezetként szolgáltatott értékpapírok mennyiségét.

### *Pénzindíttatású ügyletek számítása*

**Értékpapír mennyisége** = spot pénzáramlás / (nettó árfolyam + felhalmozott kamat) / 100

**Határidős pénzáramlás** = spot pénzáramlás  $\times$  (1 + repó kamatláb  $\times$  repó futamideje / 360 v. 365)

<sup>2</sup> A repóügyletek kalkulációjánál megegyezés szerint számolnak 360 vagy 365 napos évvel. A megegyezés általában attól függ, hogy kik a szerződő felek. A bankok általában a 360 napos kalkulációt preferálják (mivel ők a bankközi piacon ehhez vannak hozzászokva), brókercégek pedig kötvénypiaci számításokból kifolyólag inkább 365 napos évvel számolnak.

## Fedezetértékelés

A fedezetként szolgáltatott értékpapírok értéke az ügylet futamideje alatt az árfolyamok mozgásából eredően változhat. Ennek ellensúlyozására hasznos lehet a fedezet értékének napi felülvizsgálata, valamint annak ellenőrzése, hogy a fedezeti érték eléri-e a kölcsön összegét. Abban az esetben, ha a fedezettség nem áll fenn, az értékpapír eladójának pótlólagos befizetést kell teljesítenie, amelyet megegyezéstől függően megtehet készpénzbefizetéssel, illetve állampapír-zárolással. Ellenkező esetben, vagyis ha az értékpapír árfolyama emelkedik, akkor az értékpapír kölcsönadója követelhet pénzvisszatérítést, illetve zárolásfeloldást partnerétől. A fedezet újraértékelését általában naponta végzik, bár ha a kezdetben alkalmazott biztonsági sáv (*haircut* v. *initial margin*) elég magas, akkor nem feltétlenül van szükség a napi újraértékelés alkalmazására. A széles biztonsági sáv hátránya elsősorban a pénz kölcsönvevőjénél jelentkezik, aki ugyanazért az értékpapírért kevesebb pénzösszeghez tud jutni, mint amennyit napi újraértékelés esetén elérhetne. A pénz kölcsönadója szempontjából előnyös ez a konstrukció, hiszen az értékpapír nagyobb árfolyamesése mellett is fedezve érezheti magát (persze csak addig, amíg a biztonsági sáv nagyobb az árfolyamcsökkenés mértékénél).

*napi fedezetértékelés  
vs. magas biztonsági  
sáv*

### **Biztonsági sáv (*haircut*) érvényesítése az árban**

*Készpénzfizetés az ügylet elején = (kötvény névértéke  $\times$  (nettó árfolyam + felhalmozott kamat) / 100) / [1 + biztonsági sáv által meghatározott diszkont (*haircut* rate)]*

*Ügylet végén visszafizetendő pénzösszeg = ügylet elején fizetett készpénz  $\times$  (1 + repó kamatláb  $\times$  napok száma / 360 v. 365)*

A biztonsági sáv alkalmazása és nagysága függ a fedezetértékelés módszerétől, valamint a partnerek hitelképességétől. Ha az eladó bonitása magasabb a vevőénél, könnyen előfordulhat, hogy a pénzkölcsön összege meghaladja a fedezet értékét.

A fedezetként leggyakrabban használt állampapírok napi árfolyamváltozása általában csekély pótlólagos befizetéseket indokol napi szinten. A tranzakciós költségek miatt a kisösszegű napi pénzmozgások veszteségessé tehetik a fedezetkorrigálás folyamatát, ezért a felek gyakran megegyeznek egy úgynevezett tűréshatárban (*threshold*), amelyet általában az árfolyam vagy a hozam egy bizonyos százalékaiban állapítanak meg, és amely eléréséig nem szükséges a pótlólagos befizetések, illetve fölös fedezetfelszabadítások teljesítése.



A fedezetek napi újraértékelésénél célszerű az értékpapírok bruttó árfolyamát figyelembe venni, hiszen ez az az árfolyam, amelyen az eladó esetleges nemteljesítése esetén a papírokat értékesíteni lehetne. Ugyanígy elmondható, hogy a fedezet értékét mindig a pénzkölcsön aktuális felhalmozott kamatokkal növelt összegéhez kell igazítani.

Amennyiben az elszámolási rendszer nem biztosít keretet a fedezetek mozgatásához az ügylet futamideje alatt, a fedezet értékének korrigálását a repóügylet lezárásával, majd egy új, hasonló lejáratú és értékű ügylet megnyitásával, valamint a megfelelő mértékű fedezet biztosításával lehet megoldani (amennyiben az elszámolási rendszer megengedi). Előfordul olyan eset is, amikor az új ügylet az eredeti ügylet biztosított fedezet értéke szolgál alapul, és ahhoz igazítják a fizetendő készpénz nagyságát. Ez főleg akkor jellemző, amikor a repó értékpapír-oldali indíttatású.

### *Értékpapír-helyettesítés*

*repóügylet vonzerejét  
növeli az értékpapír-helyettesítés lehetősége*

Amennyiben a repószerződés (és az elszámolási rendszer) megengedi, lehetőség van az ügylet futamideje alatt a fedezetként szolgáló értékpapírok helyettesítésére, pontosabban kicserélésére. Ha az ügylet nem egy speciális értékpapír kölcsönvétele által motivált, hanem pénzkölcsön-indíttatású, akkor az értékpapír kölcsönvevője szempontjából általában nincs jelentősége, hogy milyen értékpapír szolgál fedezetül. Számára csak az a fontos, hogy a fedezet megfelelő likviditású és értékű legyen a csere előtt és után egyaránt. Az egy ügylet keretében lebonyolítható cserék számát a repószerződések rögzíteni szokták. Amennyiben a repóügylet értékpapír-indíttatású, általában kizárják az értékpapír-helyettesítés lehetőségét, hiszen ezzel a vevő eredeti szándéka hiúsulna meg.

Az alábbiakban a klasszikus repó számos változata közül ismertetünk néhányat.

### *Kétszereplős, háromszereplős és óvadéki repó*

*háromszereplős repónál az értékpapírok letétkezelését egy független harmadik fél végzi*

Az eddig vázolt repóügyletek közös jellemzője, hogy mindegyiknek két szereplője van (*bilateral repo*). Előfordul azonban, hogy a két fél megbíz egy harmadik szereplőt (*triparty agent*) a fedezetként szolgáló értékpapírok letéti kezelésével. Ebben az esetben az eladó az értékpapírokat a letétkezelőhöz szállítja, aki azokat a vevő nevére megnyitott letéti számlán tartja. A letétkezelő feladatai magában foglalják:

- a DVP<sup>3</sup> elv biztosítását a repóügylet mindkét végén,

<sup>3</sup> DVP (Delivery Versus Payment = szállítás fizetés ellenében): értékpapírügyleteknél a teljesítés csak akkor történik meg, ha eladói oldalon az értékpapír, vevői oldalon pedig a szükséges pénz egyidejűleg rendelkezésre áll a megfelelő számlákon.



- a fedezet értékének napi kiszámítását és erről mindkét fél részére történő folyamatos információszolgáltatást,
- annak biztosítását, hogy az értékpapír-fedezet minden tekintetben megfeleljen a vevő elvárásainak,
- az értékpapír napi újraértékelését (*marking to market*) annak érdekében, hogy a fedezet megfelelő mértékű legyen,
- bárminemű értékpapír-helyettesítés ellenőrzését.

A letétkezelővel kötött megállapodás az alaprepószerződéstől külön szerződés keretében történik mindhárom fél részvételével. A letétkezelő díja az eladó számláját terheli. Európában leggyakrabban az Euroclear és a Cedel – nemzetközi elszámolóházak – végeznek nemzetközi repóügyleteknél letétkezelői tevékenységet, míg az USA-ban ezt a szerepet többnyire a Bank of New York vagy a Chemical Bank tölti be.

Értékpapír-helyettesítésre a magyar elszámolási rendszer jelenleg nem biztosít lehetőséget, de a jegybanki aktív repóügyletek futamidejének rövidege miatt erre nem is igazán volt eddig szükség (az aktív repók ugyanis O/N lejáratúak, csak a ritkán előforduló gyorstenderek, illetve az eddig nem alkalmazott normál tenderek futamideje lehet ennél hosszabb). Az értékpapír-helyettesítés jelentősége Magyarországon a piaci repók (ld. később) esetén jelentkezik inkább.

A **háromszereplős repóügyleteknél** a vevő számára hátrányt jelent, hogy a fedezetként kapott értékpapírokkal a repó ideje alatt nem rendelkezhet szabadon (vagyis például nem repózhatja ki azokat egy másik ügylet keretében). Ugyanez az eladó számára előnyös, hiszen ő jogosult marad értékpapír-helyettesítésre az ügylet futamideje alatt. Ha például a fedezeti értékpapírra időközben szüksége van, azt helyettesítheti egy hasonló kondíciójú értékpapírral a vevő letéti számláján (*substitution*). Előnyös viszont a vevő számára a harmadik félként beiktatott letétkezelő által nyújtott biztonság, amely garantálja, hogy a zárolt papírokat az eladó nem tudja a futamidő során más ügyletbe felhasználni. A vevő számára a háromoldalú repóügylet az alábbi előnyökkel jár:

- magasabb repódíj beszedésének lehetősége, amit az eladó hajlandó lehet fizetni az értékpapír-helyettesítési lehetőség miatt,
- független letétkezelő miatt biztosított alacsony ügyfélkockázat,
- csekély adminisztrációs és jogi költségek.

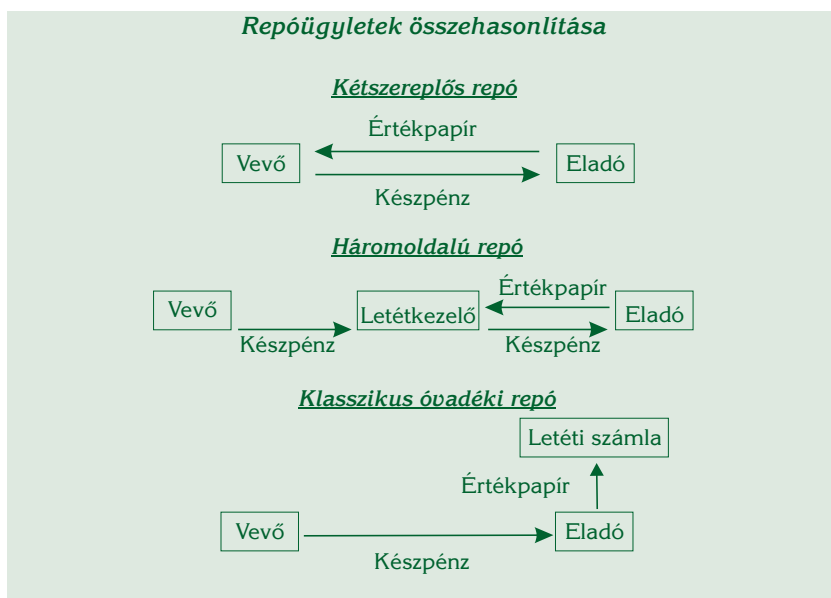
A háromoldalú repót eleinte csak a központi bankok használták az elszámolások biztonságának növelése érdekében. A piaci szereplők egymás között csak később kezdték használni a repónak ezt a formáját. A biztonságnak persze ára van: a fejlett piacokon az elszámolóházak kb. 1,5–4 bázispontos felárat számítanak fel a repóelszámolások biztosításáért. A felszámított díjak általában a volumen növekedésével arányosan csökkennek. 1997 végén az amerikai O/N repópiac – amely kb. 1 trillió dolláros forgalmat bonyolított – 70%-át háromoldalú repók tették ki. Ugyanekkor Európában a 170 milliárd dolláros O/N repópiacnak csupán kb. 25%-a bonyoló-

a háromszereplős  
repó előnyei és  
hátrányai

a klasszikus óvadéki  
és a háromszereplős  
repó közötti külön-  
ség a letétkezelő  
személye

dott háromoldalú repóként az Euroclear adatai szerint. A háromoldalú repók részaránya fokozatosan nő, de a növekedésnek a felár mellett az elszámolási rendszerek infrastrukturális korlátai is akadályt jelentenek.

Ha egy repó futamideje nagyon rövid, vagy ha az eladó többszöri helyettesítést kíván eszközölni, az értékpapírok szállítási költsége relatíve túl magasra szökhet. Erre nyújt megoldást a **klasszikus óvadéki repó**, amelynél az értékpapír az eladó birtokában marad, de azokat a vevő részére saját elkülönített letéti számláján tartja. A vevő számára a háromoldalú repóhoz képest ez természetesen magasabb ügyfélkockázatot jelent, amiért cserébe magasabb hozamot vár el. Csakúgy mint a háromoldalú repónál, a vevő itt sem használhatja az értékpapírokat az ügylet folyamán. Az eladó számára nagyon kényelmes ez a konstrukció, hiszen az összes adminisztrációt saját letétkezelője végzi, s emellett lehetősége van értékpapír-helyettesítésre is. Fontos megjegyezni, hogy egy adott értékpapírt az eladó egyszerre csak egy repóügyletben használhat fel.



A Magyar Nemzeti Bank által bonyolított aktív repóügyletek óvadéki repóként vannak nevesítve annak ellenére, hogy a fenti sémák alapján ezek az ügyletek nem illeszkednek bele a klasszikus óvadéki típus fogalmába, inkább a háromoldalú repóhoz állnak közelebb. Értékpapír oldalon a háromoldalú repónak megfelelően egy független letétkezelőnél (Keler Rt.) történik a zárolás, viszont a készpénz oldal nem a Keleren, hanem a Nemzeti Bankon keresztül bonyolódik. Az értékpapír- és készpénzoldali elszámolás különválasztása annak köszönhető, hogy a Keler Rt. nem vezethet pénzforgalmi számlát ügyfelei számára, azt a bankok esetében az MNB végzi. Az elszámolások az MNB és a Keler között működő „hot-line” rendszernek köszönhetően DVP elv alapján működnek.

Nem látjuk szükségesnek a jegybanki repók szállítási típusú repóvá történő átalakítását. Aktív repók esetén a jegybanknak nem célja a papírok forgatása, azokat kizárólag fedezeti célból kéri be partnereitől.

A szállítási típusú konstrukció elsősorban az MNB partnerei számára lenne előnyös, nekik is csak passzív repók esetén, hiszen ilyenkor a fedezetként kapott papírokat az ügylet futamideje alatt továbbforgathatnák.

### Variációk klasszikus repóra

*A klasszikus repón belül a változatos piaci igények következtében igen sokféle speciális konstrukció alakult ki. Az alábbiakban ezek közül ismeretünk néhányat.*

#### *Részvény-fedezetű repó (Equity repo)*

Repóügyletekhez nem mindig állampapírokat használnak fedezetül. A '90-es évek eleje óta egyre elterjedtebbé váltak azon repóügyletek, amelyeknél a fedezetet részvények szolgáltatták. A részvényrepó kialakulását elősegítette, hogy a jelentős részvényportfólióval rendelkező befektetési társaságok kedvező hitellehetőséget keresve a meglévő részvényeiket hitelek fedezetül ajánlották fel. Így a fedezetlen hiteleknel alacsonyabb kamat mellett jutottak külső forráshoz. A likvid piaci szereplők számára is kecsgető volt a piac ilyen irányú fejlődése, hiszen tágult a pénzkihelyezési lehetőségek tárháza, ráadásul – a részvények magasabb kockázatából fakadóan – a klasszikus állampapír fedezetű ügyletekhez képest magasabb hozamot érthettek el részvények fedezetként való elfogadása esetén. (A részvények magasabb kockázata nagyobb volatilitásukból valamint alacsonyabb likviditásukból származik. A nagyobb kockázat egyúttal a repókamat és/vagy a fedezetértékelésnél alkalmazott biztonsági sáv növekedését jelenti.)

#### *Opciós repó*

A repónak ezen fajtája Franciaországban terjedt el leginkább (vente a réméré), bár Magyarországon is előszeretettel használják a piaci szereplők, s sokszor 'nem valódi repó' névvel illetik. A konstrukció lényege, hogy a két partner egyike csak opciós jogot vállal határidős kötelezettségének teljesítésére. Tehát vagy a határidős pénzáramlás, vagy a határidős értékpapír-áramlás csupán feltételes lesz, ami a másik fél számára kockázatot jelent, s ezt a repó díjban érvényesíti.

#### *Keresztvalutás repó (Cross-currency repo)*

Előfordul, hogy az eladó más valutában kívánja felvenni a pénzkölcsönt, mint amilyen valutában az általa kölcsönadott értékpapír van denominálva. Az ilyen repó ügyleteket nevezzük keresztvalutás repóknak. Az értékpapír ebben az esetben nagyobb volatilitású, mint a klasszikus repó ügyletek esetében, hiszen árfolyama ki van téve mind a kamatláb, mind pedig a valutaárfolyamok ingadozásainak. Ennek ellensúlyozására a vevő magasabb repódíjat követelhet.

*Dollár repó (Dollar repo)*

Dollár repónál a vevőnek joga van ahhoz, hogy a kölcsönkapott értékpapíroktól különböző papírokat juttasson vissza az eladóhoz az ügylet lejáratkor, de a visszaadott és a kölcsönvett papírok összértékének meg kell egyezniük.

*Határidős repó (Forward start repo)*

A repó ügyletek prompt lábának elszámolása általában az ügyletbe bevont értékpapír elszámolási szabályainak megfelelően történik. Határidős repónál azonban az ügylet első lába egy előre meghatározott későbbi időpontban kerül elszámolásra.

*Részletfizetési repó (Flex repo)*

Részletfizetési repónál a készpénzt részletekben törleszti az eladó. Ez a konstrukció akkor lehet hasznos, ha például az eladó a repóból befolyó pénzt egy amortizálódó eszköz megvásárlására kívánja fordítani.

*Változó kamatozású repó (Floating rate repo)*

A változó kamatozású repók általában hosszabb futamidejűek, és kamatukat egy előre meghatározott irányadó instrumentumhoz (pl. LIBOR) kötve állapítják meg, előre meghatározott időközönként.

*Lejáratú repó (Reverse to Maturity)*

Ha a repó futamideje megegyezik a fedezetként használt értékpapír hátralévő futamidejével, lejáratú repóról beszélünk. Ez az ügylet gyakorlatilag a fedezetként szolgáló értékpapírok eladásával egyenértékű.

### 1.1.2 Eladás/visszavásárlás (Buy/sell-back)

az E/V ügylet két lábát két szerződés rögzíti

Az eladás/visszavásárlás (E/V) ügylet nagyon hasonlít a klasszikus repóügyletkez, csupán annyiban különbözik attól, hogy az ügylet két lábát nem egy, hanem két szerződés rögzíti. *Az E/V gyakorlatilag két egymást követő prompt adásvételi ügylet, amelyek végeredménye közgazdasági tartalmát tekintve megegyezik a klasszikus repóval.*

#### Kamatfizetés

Amennyiben az E/V ügylet időtartama alatt a fedezetként szolgáló értékpapírra kamatfizetés esedékes, az a vevőt illeti meg, csakúgy, mint klasszikus szállítási repóügylet esetén. Különbség viszont, hogy az E/V ügyletnél általában ez az összeg nem kerül vissza az eladóhoz, így azt valamilyen formában a vevőnek kompenzálnia kell. A kompenzációt leggyakrabban a kötvény árazásában érvényesítik a felek.

Amennyiben az E/V ügylet futamideje alatt nem történik kamatfizetés, az ügylet végén visszafizetendő összeg az alábbiak szerint számítható ki.

### *E/V ügylet határidős pénzáramlása*

*Határidős pénzáramlás = (eredeti vételi árfolyam + felhalmozott kamat)  $\times$   $(1 + E/V \text{ kamat} \times t)$ ,  
ahol:  $t = \text{futamidő napjainak száma} / 360$  v.  $365$ .*

Kamatfizetés esetén a vevő fogja megkapni a fizetett kamatot, amelynek összegével csökkenteni kell az eladó által az ügylet végén visszafizetendő pénzkölcsönt. Mivel a vevőnek lehetősége van a kapott kamatok befektetésére a futamidő alatt, az ebből szerzett jövedelem is levonható a visszafizetendő összegből. (Általában a befektetés hozamát a repó hozamával egyezőnek tekintik, de más rátával való számolás sem eredményezne lényeges eltérést.)

Az eladás-/visszavásárlás-ügyletek végén visszafizetendő pénzösszeg általános képletét az alábbiak szerint írhatjuk fel.

### *E/V határidős pénzáramlása*

*Határidős pénzáramlás = (eredeti vételi árfolyam + felhalmozott kamat)  $\times$   $(1 + E/V \text{ kamat} \times t) - \text{kifizetett kamat} \times (1 + \text{repó kamat} \times T)$ ,  
ahol:  $t = \text{futamidő napjainak száma} / 360$  v.  $365$ ,  
 $T$  pedig a kamatfizetés és az E/V lejáratá közt napok száma  $/ 360$  v.  $365$ .*

Amennyiben az ügylet futamideje alatt a fedeztként szolgáló értékpapírhoz kapcsolódó bármilyen pénzkifizetés történik, azt a kamatfizetéssel megegyezően kell figyelembe venni a pénzáramlások kiszámításánál.

**Értékpapír-helyettesítésről** az E/V ügyleteknél nem beszélünk, mivel az ügylet két különálló tranzakcióból áll. Amennyiben a felek a fedeztként szolgáló értékpapírt másik papírral kívánják helyettesíteni, le kell zárniuk az eredeti ügyletet, és egy új, az eredetivel egyező lejáratú és kamattartalmú ügyletet nyitni az új értékpapírral helyettesítve.

*értékpapír-helyettesítés csak új ügylet megnyitásával lehetséges*

*Az E/V előnyei és hátrányai a klasszikus repóval szemben*

*Hátrányok:*

- Az E/V ügylet eredetileg nem teszi lehetővé nemteljesítés esetén az ügylet lezárását, mivel maga az ügylet nem egy szerződésben van rögzítve, hanem két külön tranzakció eredőjeként adódik. Az E/V PSA/ISMA alapszerződésbe való

bevétele azonban elméletileg lehetőséget ad a nemteljesítés szabályozására.

- Az E/V ügyleteknél a fedezet értékének korrigálása az ügylet futamidő alatti lezárásával, újraértékelésével, majd újbóli megnyitásával oldható meg.
- Az E/V ügylet eladójának nincs joga futamidő alatt az értékpapírhoz kapcsolódó jövedelmekhez, ezért a jövedelmet le kell vonnia a visszavásárlási árból. A gyakorlatban hallgatólagos megállapodás van arról, hogy amennyiben a vevő az értékpapírhoz kapcsolódóan valamilyen előre nem várt jövedelmet szerez, az eladót kompenzálja.
- E/V ügylet esetén csak az ügylet lezárásával és újraárazás utáni újbóli megnyitásával van lehetőség értékpapír-helyettesítésre.

*Előnyök:*

- Az E/V ügylet könyvelése egyszerűbb, mint a repóé, mivel nincs szükség napi újraértékelésre.
- A dokumentáció hiánya csökkenti a jogi költségeket és gyorsíthatja az eljárás folyamatát.
- A repóval ellentétben az E/V egyértelműen nem hitelügylet, hanem adásvétel, ami bizonyos országokban (pl. Magyarországon) a bankok számára tartalékolási szempontok miatt előnyt jelenthet.

### 1.1.3 Értékpapír-kölcsönzés

Mint korábban említettük, a repóügyletek egy része értékpapír-indíttatású, vagyis az ügylet egy specifikus értékpapír kölcsönvételi szándéka által vezérelt. Elképzelhető az is, hogy a papír kölcsönadója nem szándékozik az ügylet futamidejére pénzkölcsönhöz jutni a kölcsönadott értékpapír ellenében, mivel likviditása megfelelő, és nem kívánja megfizetni a pénzkihelyezés és a kölcsönvétel kamatainak különbözetét. Mindazonáltal ki tudja használni az előnyt annak, hogy olyan értékpapírral rendelkezik, amelyre kereslet mutatkozik a piacon. Ebben az esetben kölcsönadhatja a tulajdonában lévő értékpapírokat, amelyeket a kölcsön lejártakor egy előre meghatározott felár mellett kap vissza. Az ilyen ügyleteket értékpapír-kölcsönzési ügyleteknek (*securities lending v. stock lending*) nevezzük.

*a kölcsönadott értékpapír fedezete bármi lehet, amit a kölcsönadó elfogad*

A kölcsönadónak természetes szüksége van valamilyen fedezetre, amelyet általában egy, a kölcsönadott papírral megegyező értékű másik értékpapír biztosíthat. A fedezet nem feltétlenül kell, hogy értékpapír legyen, gyakorlatilag bármi lehet, amit a kölcsönadó fél elfogad. A gyakorlatban legtöbbször valamilyen állampapírt

használnak erre a célra, de fedezetként használható letéti jegy, készpénz, bankári elfogadvány stb.



Az értékpapír-kölcsönzési ügyleteket a repóügyletekhez hasonlóan egyetlen szerződés szabályozza. Régiótól függően változó, hogy melyik keretszerződést veszik az ügylet alapjául. Angliában inkább az **OSLA** (*Overseas Securities Lender's Agreement*), vagy az **ESLA** (*Equity Stock Lending Agreement*) szolgál az ügyletek alapjául attól függően, hogy a kölcsönzés tárgyául szolgáló értékpapír kötvény vagy részvény. Amerikában többnyire a **PSA** "Master Securities Loan Agreement"-je használatos.

Értékpapír-kölcsönzés esetén az átadott értékpapírral együtt nem minden esetben száll át az értékpapír tulajdonjoga a kölcsönvevőre, mint szállítási repó vagy E/V ügylet esetén. Az OSLA szerződés értelmében értékpapír-kölcsönzésnél a tulajdonjog mind a kölcsönadott értékpapírral, mind a fedezetként szolgáló értékpapírral együtt átszáll a másik félre. A PSA szerződések a fedezetként szolgáló papírokat csak zálogként ismerik el.

*a kölcsönadott értékpapír tulajdonjoga nem mindig száll át a kölcsönvevőre*

A kölcsönadott értékpapírra fizetendő kamat (vagy bármely más pénzáramlás) az ügylet futamideje alatt a kölcsönvevőt illeti meg, akinek azután kötelessége a kölcsönadót a kifizetett kamat mértékében kompenzálni. Ugyanez érvényes fordított irányban is a fedezetként adott értékpapírra. Amennyiben az értékpapír-kölcsönzést szabályozó szerződés alapján a kölcsönügylet alatt az értékpapírok tulajdonjoga nem száll át a kölcsönvevőre, a papírokhoz kapcsolódó kifizetések is természetesen az eredeti tulajdonost illetik meg, vagyis ebben az esetben nincsen utólagos kompenzáció sem.

A kölcsönadott értékpapírhoz kapcsolódó jogok (pl. szavazati jog, átváltási jog stb.) szerződéstől függően kerülnek át a kölcsönvevőhöz. Bemutatóra szóló értékpapírok esetén a mindenkori birtokos – vagyis kölcsönügylet esetén a kölcsönvevő – gyakorolhatja a papírhoz kapcsolódó jogokat. A szerződés rögzítheti azt is, hogy a köl-



csönnevő a kölcsönadó akarata szerint gyakorolja a tulajdonosi jogokat a kölcsönadott értékpapír felett.

### *Értékpapír-kölcsönzés az elszámolóházaknál*

*a fejlettebb  
elszámolóházak auto-  
matikus értékpapír-  
kölcsönzési  
szolgáltatást biztosítanak*

Értékpapír-elszámoláskor előfordulhat, hogy az értékpapír (kölcsön)vevője nem tudja teljesíteni kötelezettségét, mert az elszámolás pillanatában nem rendelkezik a teljesítéshez szükséges papírokkal. A legtöbb elszámolóház ilyenkor életbe lépteti automatikus kölcsönzési mechanizmusát, amely biztosítja, hogy a vevő fél a megfelelő időben hozzájusson a vásárolt értékpapírhoz. Értékpapír-kölcsönzés alatt ilyenkor azt kell érteni, hogy az elszámolóház az értékpapír kölcsönzési rendszerbe bevont tagok valamelyikétől kölcsönveszi, majd az eladó cég számára kölcsönadja az értékpapírokat. A vevő cég köteles a papírokat egy meghatározott időn belül visszaszolgáltatni a kölcsönadók részére. Ilyenkor általában egy-két nap áll rendelkezésre ahhoz, hogy a megfelelő értékpapírokat a piacon beszerezze. Az automatikus értékpapír-kölcsönzésnek különösen nagy jelentősége van a multilaterális nettó elszámolásoknál, hiszen ilyenkor egyetlen ügylet nemteljesítése felboríthatja a napon belüli összes ügylet elszámolását.

Magyarországon jelenleg a Keler Rt. T+2-es állampapír elszámolási rendszerében létezik automatikus értékpapír kölcsönzés.<sup>4</sup> A rendszer működése a következő:

Az átlmenetileg szabad állampapírral rendelkező cégek, amelyek a Keler Rt.-nél vezetnek értékpapír-számlájukat, kölcsönadási szándékkal elhelyezik szabad állampapírjaikat egy ún. 'technikai állampapír pool'-ban. A T+2 állampapír-elszámolásban résztvevő klíring tagok, amelyek T+1 napon nem rendelkeznek fedezettel, automatikusan kölcsönt kapnak, amennyiben a szükséges értékpapír a poolban rendelkezésre áll, és a klíringtag rendelkezik a szükséges fedezettel.

A T+2-es elszámoláshoz kapcsolódóan a kölcsön időtartama maximálisan 3 nap lehet. Fedezetlenség esetén T+1 napon délután kerül sor a kölcsönzésre, olyan időpontban, amikor a számlákon már további mozgás nem történhet. T+2 napon megtörténik az elszámolás, és T+3 napon a kölcsönvevő teljesít a pool felé, majd a KELER Rt. a kölcsönadó megfelelő számlájára helyezi a papírokat.

A kölcsönzési rendszer közvetett módon működik, ami azt jelenti, hogy mind a kölcsönadók, mind a kölcsönvevők a közvetítő szerepet betöltő KELER Rt.-vel állnak szerződéses kapcsolatban, egymást nem ismerik. A KELER Rt. nem vállal garanciát a kölcsönzésben résztvevő cégek felé. Működteti a kölcsönzéshez szükséges számlákat, a kapcsolódó garanciarendszert, vezeti a nyilvántartásokat, kapcsolatot tart a kölcsönadókkal, figyeli a fedezeteket, limiteket határoz meg, életbe lépteti a nemteljesítések során szükséges kényszerintézkedéseket. A kölcsönzési rendszer igénybevitelére eddig még nem volt szükség, köszönhetően annak, hogy ezidáig nem volt példa nemteljesítésre.

*az automatikus értékpapír-kölcsönzés az elszámolások biztonságát növeli*

Az elszámolások biztonságát nagyban növeli a kölcsönzési rendszer bevezetése, amennyiben megfelelő mennyiségű és összetételű állampapír vonható be. Ennek feltétele, hogy a rendszer a köl-

<sup>4</sup> Forrás: A Keler középtávú stratégiája, 1996. március.

csönadók számára megfelelő biztonsággal és ezzel összhangban álló hozammal működjön, a kölcsönvevők számára pedig ne jelentsen irreálisan magas terheket.

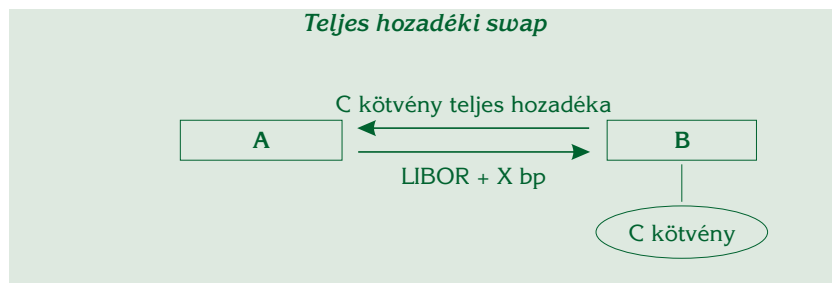
### 1.1.4 Egy példa szintetikus repóra: teljes hozadéki swap

Repóügyleteket többféle módon lehet előállítani más ügyletek ere-  
dőjeként. Az ilyen összetett pozíciókat, amelyeknek közgazdasági  
tartalma megegyezik a repóval, szintetikus repóknak nevezzük.  
Fentebb már bemutattunk egy példát a szintetikus repóra – az E/V  
ügyletet –, amely elterjedtsége miatt ma már a repóügyletek egyik  
alfajaként is ismert.

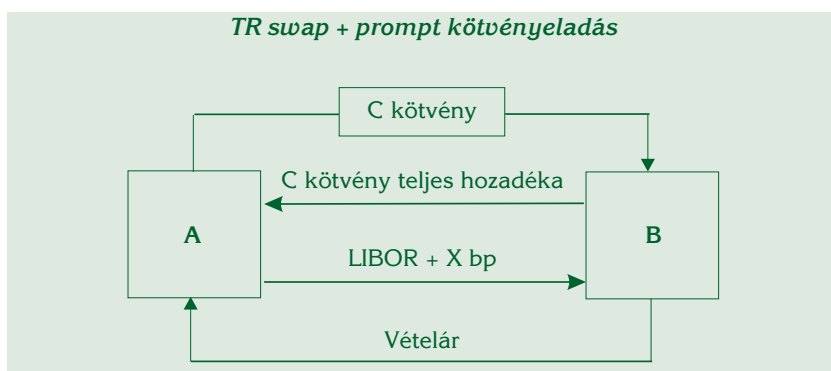
*repóügyletek szinteti-  
kus előállítására szá-  
mos megoldás  
kínálkozik*

Valamivel bonyolultabb, de bizonyos országokban igencsak el-  
terjedt az ún. teljes hozadéki swap (total return swap: TR swap),  
amely az ügylet alapjául szolgáló értékpapír eladásával kombinálva  
a repóügylettel közgazdaságilag azonos eredményt biztosít.

A teljes hozadéki swap hasonlít az egyéb piaci swapokra – leg-  
inkább a kamatswapra – abban, hogy valódi fizikai mozgás nem tör-  
ténik, csupán a különbözetek nettó elszámolása valósul meg. A kü-  
lönbség abban áll, hogy az alapul vett értékpapír felhalmozott kama-  
tán kívül a tőke-átértékelődésből származó kockázatot is elcseréli az  
egyik fél a fix (vagy valamihez kötött) biztonságos kamatra. Ez ere-  
detileg a következő felállásból származott: 'B' rendelkezik 'C' köt-  
vénnel, amelynek egy bizonyos ideig nem akarja vállalni a kamat-  
és piaci kockázatát. Ezért ezt megpróbálja elswappolni 'A'-val, aki  
magas hozamra akar szert tenni (kockázatkedvelő) anélkül, hogy a  
kötvény vásárlásához szükséges összeggel rendelkezne. 'A' vállalja  
'C' kötvénynek a kamat- és piaci kockázatát – a futamidő alatti tel-  
jes hozadék az ő birtokába kerül – míg 'B' ezért biztonságos  
LIBOR+spread kamatot kap. 'A' akkor jár jól, ha az adott időszakban  
nem következik be jelentős visszaesés a kötvény hozamában, és  
magasabb lesz 'C' hozadéka, mint az általa fizetni szükséges rögzí-  
tett kamat. A TR swap teljes futamideje alatt 'A' viseli a 'C' kötvény  
árfolyam-változásainak előnyeit, illetve hátrányait.



A TR swap a referenciakötvény azonnali eladásával kombinálva előállítja a szintetikus repókonstrukciót. Tételezzük fel, hogy 'A' a tulajdonában lévő kötvényt eladja 'B'-nek (vagy bárki másnak a likvid piacon), és egyben TR swap megállapodást köt 'B'-vel arról, hogy a továbbiakban is viseli a kötvény minden kockázatát a TR swap futamideje alatt. A futamidő leteltével a swap vevője ('A') választhat, hogy visszavásárolja 'C' kötvényt (akár 'B'-től is) vagy nem. Az eljárás előállítja a repóügyletben szereplő felek közötti cash-flow mozgást, és a gazdasági tartalma is megegyezik vele. Amennyiben 'A'-t tekintjük a szállítós repó eladójának, 'B'-t pedig a repó vásárlójának, akkor pontosan a TR swap egy lehetséges kimenetelét kapjuk (amikor az eladási és a visszavásárlási oldalon is a swapügylet szereplői vesznek részt).



A TR swapnak több előnye is lehet a klasszikus repóval szemben:

- Egyes országokban és esetekben a swap és az adás-vétel költségei alacsonyabbak a repó ügyleténél (beleértve a repóval foglalkozó személyzet költségeit és a fedezet zárolásának a díját).
- Rugalmasabb a repónál, mivel mind az aktív fél, mind a passzív fél akár három különböző partnerrel is lebonyolíthatja a repót szintetizáló konstrukciót. Illetve magasabb a résztvevők szabadsága abban, hogy a TR swaplejárataival kötnék-e egy fordított adás-vételi ügyletet a likvid piacon, vagy a swap ideje alatt fennálló tulajdoni pozícióban maradnak.
- A legfontosabb indok a TR swaprepót kiváltó szerepének elterjedésével kapcsolatban, hogy sok repódealer rendelkezik óriási (magas kockázatú kötvény, illetve) repópozíciókkal a mérlegében. A klasszikus repó fedezetét ugyanis szerepeltetni kell a mérlegben, hiszen a konstrukció szerves részét képezi a visszavásárlási kötelezettség. Tehát egy argentin vagy mexikói kötvénnyel rendelkező értékpapír-kereskedő hiába repózza ki a különlegesen magas kockázatú papírokat, az to-

vábbra is rontja a pozícióját a beszámolási időszakban. Ezért ezekben az időszakokban a feszített mérleggel rendelkező kereskedőknek érdekükben áll olyan megoldást keresni, amellyel eltüntethetik rizikós papírjaikat arra az időre, amikor a beszámoló készül. A végleges eladással párosított TR swapügylet során a mérlegből végleg kikerül az eladott papír, ugyanakkor a kockázata továbbra is az eladó felet terheli. A vevő számára ugyanakkor valamilyen ellentételezést kell szolgáltatni, motiválni kell arra, hogy ne egy hasonló tartalmú klasszikus repóügyletet kössön (pl.: a repónál magasabb rögzített kamatot). Ezt úgy is nevezik, hogy a feszített mérleggel rendelkező cég „megvásárolja” a tartalékokkal rendelkező vállalkozás mérlegében lévő kihasználatlan lehetőségeket. Ilyenkor gyakran megfigyelhető, hogy a hónap közben levő repóügyletek magas száma a hó végével lecsökken, és egy-egy rövid időszakra megemelkedik a TR swap + végleges eladási konstrukció népszerűsége.

A fenti ügylet alkalmazásának gátja vagy legalábbis a népszerűségét csökkentő tényező lehet a jogi háttér, illetve a szokásjog kialakultságának hiánya. Még a hitel típusú származékos ügyletek terén legkiterjedtebb dokumentációt és szerződéses hátteret kidolgozó ISDA sem készített a szokványokat és a nemzetközi ajánlásokat rögzítő iránymutatást a TR swap tárgyában.

## 1.2 A repó díját befolyásoló tényezők

Az üzleti repókamatok általában alacsonyabbak a bankközi pénzügyi kamatoknál. Ennek egyszerű magyarázata a repó hitel mögött álló értékpapír-fedezet megléte. Ezen kívül még számos tényező befolyásolja a repó díját:

*a repó díját számos tényező befolyásolja*

- A repókamatláb alapvetően inkább a pénzügyi kamatlábakhoz igazodik (betét, CD), mintsem a kötvénypiaci kamatokhoz.
- A kötvénypiaci tendenciák is hatással vannak a repókamatokra: általános besszhangulatban, amikor a brókerek többsége short pozícióban van kötvényekből, s ezért kölcsönpapírokra van szüksége, a repókamatok valószínűleg alacsonyabbak lesznek. Ellenkező helyzetben – vagyis felfelé ívelő piacon – a brókereknek inkább tőkére van szükségük pozícióik finanszírozásához, ami a hitelek drágítja.
- A repódíj magasabb, ha a fedezetként szolgáló értékpapír kevésbé likvid – mivel ezeket a papírokat a vevő nehezebben tudja értékesíteni az eladó nemteljesítése esetén.

- Szállítási repó esetén az értékpapír-helyettesítés lehetősége megemelheti a repó díját, hiszen az kényelmi előnyöket biztosít az eladó számára, ugyanakkor leszűkíti a vevő mozgásterét. Minél több helyettesítési lehetőség megengedett, annál magasabb lehet a repókamatláb.
- Magasabb hitelkockázata miatt az óvadéki repó drágább a szállítási repónál. A háromszereplős repó hitelkockázata és ezzel együtt a díja is az előbbi két konstrukció között helyezkedik el.
- A repókamatláb negatív irányba leginkább a speciális fedezetű ügyleteknél mozdulhat el. Minél nehezebben beszerezhető papírról van szó, annál alacsonyabb kamaton lehet hajlandó a vevő hitelt nyújtani – esetenként akár jóval a pénzpiaci kamatok alatt is.

Nyitott repóügylet esetén, amikor a repókamatláb az O/N kamatokhoz van kötve, és naponta újraszámításra kerül, alacsonyabb repókamatlábba számíthatunk, mint folyamatosan továbbgörgetett egynapos repó esetén. A nyitott repónál ugyanis – bár fennállhat a helyettesítés lehetősége, valamint az ügylet egynapos határidővel felmondható – nem jelennek meg a napi értékpapír-transzferálási költségek, amelyek egy hasonló futamidejű, naponta továbbgörgetett O/N repónál felmerülnének.

### 1.3 Repóval kapcsolatos kockázatok

A repóügyletek egyik fő vonzereje alacsony kockázatukban rejlik. A hagyományos kölcsönügyletekhez képest az értékpapír-fedezet jelentős kockázatmérséklő szerepet jelent, de azért repók esetén is vannak olyan tényezők, amelyek nem zárják ki az esetleges veszteségek lehetőségét.

*a partner  
nemteljesítésének  
veszélye*

Első megközelítésre azt gondolhatnánk, hogy repóügylet során mindkét fél fedezve van, hiszen a pénzmozgással szemben egyidejűleg ellentétes irányú értékpapírmozgás történik, vagyis mindkét fél kezébe kapja az általa kiadott pénz, illetve értékpapír ellenértékét. Ehhez azonban az szükséges, hogy a partnerek valóban teljesítsék a szerződésben rögzített kötelezettségüket, vagyis készpénz-, illetve értékpapír-transzferjüket az ügylet elején és végén. A partner nemteljesítésének veszélye a **partnerkockázatban** jelenik meg. Ahhoz, hogy a felek teljes biztonságban érezhessék magukat partnerük utalásaival kapcsolatban, érdemes köztes szereplőként egy (vagy több) elszámolóházat az ügyletbe iktatniuk (három- vagy többoldalú repó), amely biztosítja a DVP elszámolás teljesülését.

*a fedezet kibocsátójá-  
nak csődje*

Szállítási repó esetén az értékpapír kölcsönvevője szempontjából kockázatot jelent továbbá a fedezetként szolgáló papír kibo-

csátójának csődje (*kibocsátói kockázat*). Amennyiben a kibocsátó csődbe kerül, és a repóügyletben szereplő eladó fél ennek következtében nem hajlandó visszavásárolni a kölcsönadott papírokat, az értékpapír tulajdonosa (a vevő) a csődbe került cég hitelezőjeként hátraszorított követeléssel rendelkezőként fog szerepelni. Ilyenkor követelése kielégítetlen maradhat. (Részvényfedezetű repónál még rosszabb a helyzet, hiszen a részvénytulajdonosok állnak a kielégítési rangsor legvégén felszámolási eljárás esetén.) Ezen kockázat minimalizálása érdekében fedezetként legtöbbször kizárólag állampapírok szerepelhetnek, amelyek a legnagyobb biztonságot nyújtják.

Hosszabb futamidejű repóügyleteknél még a biztonságos állampapír-fedezetek esetén is adódhat veszteség a fedezet értékének elmozdulásából, amennyiben nem történik meg a fedezetek értékének rendszeres felülvizsgálata. Azokon a piacokon, ahol a kamatok gyakran és relatíve nagymértékben változnak, a fix kamatozású állampapírok árfolyama jelentősen elmozdulhat (*piaci kockázat*). Rövidebb futamidejű repóknál alacsonyabb az árfolyam-elmozdulásból adódó potenciális veszteség. Hosszabb futamidő esetén viszont jelentős veszteségek keletkezhetnek, amennyiben nem használnak megfelelő fedezetértékelési technikát a felek. Mindkét fél számára a legelőnyösebb és legnagyobb biztonságot a napi fedezetértékelés nyújt, amely biztosítja a fedezet értékének napi korrigálását.

Az árfolyam-elmozdulásból adódó kockázat fokozódik, ha keresztvalutás repóról van szó. Ezeknél az ügyleteknél ugyanis a fedezetként használt külföldi értékpapír árfolyamának elmozdulása mellett a valutaárfolyam elmozdulásából adódó kockázat is szerepet játszik (*árfolyamkockázat*).

*a fedezet értékének  
elmozdulása...*

*...még veszélyesebb  
lehet külföldi papírok  
esetén*

## 2. | A repó kialakulása

*bankers' acceptance  
certificate (BA)*

A repó eredete az Egyesült Államokban a XX. század elejére vezethető vissza, és a kereskedelmi hitelviszonyt megtestesítő, banki garanciával ellátott értékpapírok „bankers' acceptance certificate” (BA) és az állampapírok piacának az alapjain jött létre.

A BA nem igazán elérhető a pénzpiacra kívül. Jellegében sok hasonlóságot lehet felfedezni a váltóval, illetve az akkreditívvel. Akkor igazán előnyös a használata, amikor a másodpiaci hozamok a banki hitelkamatok alatt vannak, de a vállalkozás viszonylag kis mérete miatt nem érdemes önmagában kimennie a pénzpiacra egyedi kötvénykibocsátással.

A BA létrehozásának számos módja létezik, ugyanakkor a papír alapvető tartalma azonos. A kereskedelem finanszírozásában igen régóta használt forma a BA. Az USA-ban a nyersanyagok behozatalával kapcsolatban terjedt el. Az importőr az azonnali fizetés helyett felkéri a bankját, hogy bocsásson ki egy akkreditívét, amelyet átad az exportőrnek. Az exportőr a papírt a saját bankjánál leszámoltatja – így azonnali készpénzhez jut. Az exportőr bankja rápecsételi a papírra az „elfogadva” szót (ebből származik a Bankári Elfogadvány kifejezés). Az elfogadott papír a továbbiakban önálló életet élhetett – beválthatták a kibocsátó banknál, forgathatták a másodpiacon diszkont áron, illetve befektetésként is megőrizhették. A BA-nak a század elején igen nagy másodlagos piaca alakult ki. Egyes bankoknál külön üzletággá vált az „elfogadás”, és ezek olyan szakértelemmel és biztonsággal végezték a műveleteket, hogy a BA-k likviditása rendkívüli módon megnövekedett. A másodpiacon működő BA sok tekintetben esett egybe – vagy közelítette meg jelentősen – a rövid futamidejű állampapírok kategóriáját. Tipikusan azok a befektetők tartották a portfóliójuk egy részét BA-ban, akik amerikai kincstárjegyeket is vásároltak.

Mivel a BA-kon keresztül zajlott az Egyesült Államok termékkivitelének jelentős része, a FED az 1913-as megalakulása után – a Federal Reserve Act-ban rögzített – egyik legfontosabb feladatává az amerikai BA piacának fejlesztése vált. A FED elősegítette hazai BA kereskedő cégek létrejöttét, és jónéhány állampapír-kereskedő is részt vállalt a BA forgalmazásban. A FED arra számított, hogy a kereskedők finanszírozását a piac többi nagy hitelintézete magára vállalja, de mivel ez nem következett be, visszavásárlási megállapodásokra vonatkozó nyilvánosan meghirdetett árjegyzést vezetett be, amelyeknél fedezeti papírként BA-t fogadott el.

*1923-ban a FED bevezette a repó intézményét*

Az amerikai jegybank az első világháború időszakában különböző eszközrendszereket próbált ki a bankrendszer tartalékainak megfelelő szinten tartására. Kezdetben egyedi banki kibocsátású papírokat vásárolt meg, majd – amikor ezzel kapcsolatban gondok jelentkeztek – az állampapírpiacra avatkozott be, a nagymértékű



azonnali vásárlások viszont nem voltak előnyösek az adott kereskedelem szempontjából, így 1923-ban a FED bevezette az állampapír fedezete melletti rövid futamidejű repó intézményét. A repóügyletek technikai lebonyolítása a New York-i FED-en keresztül történt.

Ezeknek a legkorábbi repószerződés formanyomtatványoknak – bár rendkívül egyszerűek voltak – volt két sajátosságuk. Egyrészt a fedezetként szolgáló papíron lévő kamatszelvényt kamatfizetés esetén a jegybanknak kötelessége volt átadni az üzleti partnerének, vagy begyűjteni, és jóváírni annak a számláján. Másrészt a repószerződés ún. „nyitott repó” volt, tehát a FED-nek joga volt arra, hogy a futamidő alatt bármikor visszaváltsa azt.

*nyitott repó*

Kérdéses volt ugyanakkor az, hogy van-e a FED-nek joga a rendszeren kívüli bankokkal is kötni repóügyleteket. Ezt a Federal Reserve Act 1925-ös módosítása során oldották meg, amely feljogosítja a FED-et hitelügyletek végzésére a rendszeren kívüli bankok számára is.

Az amerikai vállalatok az időlegesen szabaddá váló eszközeiket leginkább rövid lejáratú állampapírokba fektették. Ellenben a repó elterjedésével sokkal jobban meg tudták közelíteni vagy egészen pontosan meghatározni a legmegfelelőbb lejáratot, és így – párhuzamosan a FED-del – gyakran juttatták újabb hitelekhez a repókereskedőket.

A 30-as években viszont – bár a vállalatok és a FED továbbra is megfelelő kínálatot állt elő – a gazdasági világválság következtében drasztikusan lecsökkent a kereslet a repóügyletek iránt, mivel a kereskedelem visszaesése a BA-piacot is súlyosan érintette. Ekkor az államadósság finanszírozási kényszere sem volt olyan jelentős, mint később, a II. világháború idejében. Így a 30-as évek során a FED repó fokozatosan elsorvadt.

A II. világháborút követően a FED már nem azért vezette be ismételten a repót, hogy azzal segítse a kereskedelmet, illetve a hazai pénzpiac fejlődését, hanem monetáris politikai szempontok vezérelték.

*a II. világháborút követő monetáris politikai szempontok játszottak szerepet*

A jegybank a pénzügyi rendszer likviditását, tartalékainak napi változását képes balanszírozni állampapír-vásárlásokkal és -eladásokkal az azonnali piacon, illetve repó és passzív repó használatával. Először fix kamaton állt rendelkezésre a FED, majd a tenderekre tért át. Az USA-ban a finomhangolási műveletek végzése során elsőbbséget élveznek a repóműveletek.

Ennek több oka is van; a hozamgörbén nem előnyös gyakran változtatni a jegybanki beavatkozás idejét, márpedig az azonnali eladásokkal mindig az adott papír lejáratán történne intervenció, nehézkes a papírok forgalmát nagy volumenben lebonyolítani, lassúbb lenne az intervenció előkészítése, illetve a gyakori – esetenként elmentéses előjelű – jegybanki lépések megzavarhatnák az azonnali piacon kialakult szereplői magatartást. További előny a repó javára,

hogyan a fedezetként benyújtott papírokat a futamidő alatt másra is ki lehet cserélni.

*1960-ban passzív  
repó bevezetése*

A passzív repókiírásra az Egyesült Államokban egészen 1960-ig kellett várni, amikor a jegybank jelentős bankrendszeri likviditásra számított.

A FED első passzív repóügylete a következő okokra volt visszavezethető. A jegybank tudatában volt annak, hogy hamarosan légiforgalmi sztrájk kezdődik az Egyesült Államokban. A sztrájk a banki szabad tartalékok jelentős növekedését okozta volna, mivel a csekkeket nem szállították volna a rendeltetési helyükre, így az elszámolásuk sem történhetett volna meg. A FED azon gondolkozott, hogy milyen módszert válasszon a túl magas likviditási szint átmeneti csökkentésére. Ebben az időben a FED el akarta kerülni azt, hogy az ügylet kölcsönügyletként legyen feltüntetve, ezért nem élt a „passzív repó” elnevezéssel, és így „párosított eladási és vételi ügylet”(MSP) elnevezéssel vezetett be közgazdasági tartalmát tekintve passzív repóügyletet; számvitelileg viszont ezt állampapír-eladásnak könyvelte.

*USA-ban „matched-  
Sale/Purchase  
Transactions”*

Az üzleti életben csak a jegybanki alkalmazásnál később, 1950-ben kezdett elterjedni a repó, illetve a passzív repó, amit az USA-ban „Matched-Sale/Purchase Transactions” – MSPs-nek neveztek el. Bár nem a legelső, de a legelterjedtebb példa, amikor a General Motors portfóliómenedzsere az osztalékfizetésre szánt összeget nem tudta megközelítően jó állampapír-lejárathoz igazítani, kockázattal rendelkező hitelezésbe pedig ezzel a likviditással nem akart kezdeni; így egy diszkontházzal megállapodott, hogy kevéssel a piaci hozam alatt vásárol GM állampapírt, amit a diszkontház a megállapodott optimális időpontban visszavásárol. Így mindkét fél jól járt. Az üzleti repó példája nagyon hamar elterjedt az Egyesült Államokban.

## 3. | Egyes országok repópiacai

### 3.1 Nagy-Britannia

#### 3.1.1 Üzleti repó

A Bank of England már az 1990-es évek elejétől alkalmazta a havi kétszeri repó-igénybevételi lehetőséget, amikor (1994-től) az üzleti repópiac formalizálódott, és lehetővé vált, hogy a hivatalos állampapír-kereskedők köthessenek ilyen ügyleteket.

*1996. január 1-jétől teljes liberalizálás*

A pénzpiacon 1996. január 1-jétől került az állampapír-alapú repóügylet (Gilt repo) teljes liberalizálásra. Ezt megelőzően az érték-papír-kölcsönzés volt jobban elterjedve.

A formalizált repópiac a PSA/ISMA alapjain jött létre, amelyhez a brit állampapírokkal kapcsolatos egyedi kondíciók miatt egy melléklet lett hozzácsatolva. A Bank of England szintén kibocsátott egy dokumentumot („Code of Best Practice”), amelyben a brit piac szabályai kerültek megfogalmazásra.

*Code of Best Practice*

Az üzleti állampapír-repó lebonyolítása a Központi Állampapír Hivatalon (Central Gilt Office – CGO) keresztül történik a Bank of England elektromos könyvelési rendszere segítségével. A háromoldalú, illetve a nemzetközi repók lebonyolítása érdekében több intézmény is tagja lett a szigetországban a CGO-nak; ezek a Cedel, az Euroclear és a Bank of New York.

Kifejezetten a repópiac fejlesztése érdekében a Bank of England lecsökkentette a kamatátírási időt 37 napról 7 napra. Ez azt jelenti, hogy a papír vásárlója több mint 7 nappal a vásárlást követő kamatfizetés esetén már a saját nevére kapja a kamatot, míg az eladó a 7 napon belüli értékesítés esetén még hozzájut a kamathoz. Tehát az ez alatt a néhány nap alatt kötött repóügyletnél a számításoknál figyelemmel kell lenni erre a tényre is.

A specifikus fedezettel kötött repó kamata az Egyesült Királyságban átlagosan 5–10 bázisponttal alacsonyabb az általános fedezettel kötötnél.

Nagy-Britanniában az egyedi fedezetű repóügyletek aránya magasabb (kb. 65%), mint az általános fedezettel kötött repóügyletéké (kb. 35%).

### 3.1.2 Jegybanki repó

A Bank of England már az állampapír-repópiac liberalizálását megelőzően is alkalmazta az eszköztár elemeként a repót. Ez különösen fontos volt az 1992-es ERM válság során, amikor a jegybank ennek segítségével mérsékelte a bankok rendkívüli likviditáshiányát.

*likviditáskezelés új  
módszere*

A Bank of England 1997-es reformjai közé tartozik a likviditáskezelés új módszerének bevezetése. Erre azért is szükség volt, mivel a briteknél (gyakorlatilag) nem létezik kötelező tartalékráta, és az ehhez kapcsolható „átlagolás” sincs, ami kisimíthatná a bankközi kamatok erős ingadozását. A likviditáskezelés elsődleges eszköze a liberalizált és dinamikusan fejlődő repó lett.

A likviditáskezeléshez kapcsolódik az egy hetes előrejelzési funkció. Ahhoz, hogy a Bank of England a piac likviditási igényét, illetve likviditásbőségét előre képes legyen jelezni, a kormányzattól kap összesített információt annak a közeljövőbeni tranzakcióiról, egyes bankon belüli főosztályoktól az állampapír-tranzakciókról, a devizagazdálkodásról, a forgalomban lévő jegybankpénzről és a pénzpiaci instrumentumok lejáratáról. További információk begyűjtése a piacról történhet; egyes bankok ügyfeleik nagyobb, rendkívüli átutalásait (a kormányzat felé) előre jelzik a Banknak. Az előrejelzés során figyelembe veszik még a hétvégék, az ünnepnapok miatt és az éves rendes szezonális miatt bekövetkezett készpénzigény-változásokat is. A likviditási előrejelzést az egész napra a jegybank a tárgynap reggelén 9:45-kor elektronikus hírközlési csatornán át hozza nyilvánosságra.

A jegybanki repókamatok Nagy-Britanniában fixek, azokat a Monetáris Bizottság (MPC) ülésein változtathatják meg. A repótenderek a fix kamatlábak mellett a mennyiségekre vonatkoznak. Egy nap folyamán legalább két alkalommal tartanak aukciót; amelyek előtt közlik a tenderen felkínált összeget, a futamidőt és a hozzá tartozó kamatlábat.

Az első aukción általában a napi előrejelzett likviditáshiány 70%-át, a másodikon a 30%-át kínálják fel. Az üzleti nap folyamán a bankoknak lehet negatív egyenlegük a jegybanknál, viszont gyakran előfordul, hogy egy bank a kereskedési idő végével nem képes megfelelő összeghez jutni, és a számláján pozitív egyenleget létesíteni. Ez két okból következhet be; a bank hibájából (nem repózott vagy a bankközi pénzpiacon nem vett fel megfelelő összeget), illetve az előrejelzés pontatlansága miatt. Amennyiben kiderül, hogy a piacon jelentős likviditáshiány keletkezett, akkor egy újabb szűkített (repó ügyfélkörű) aukciót tartanak. Ha arra is fény derül még eddig az időpontig, hogy a jegybank előrejelzése volt pontatlan és ezért kellett újabb lehetőséget adni a zárás előtti likviditáspótlásra, akkor nem alkalmazzák a magasabb „büntetőkamatot” (ha csak később derül ki, akkor a bankok viselik a rossz előrejelzés terhét).

Az angol jegybank nyíltpiaci műveleteinek 71%-a „normális” repó, 23%-a kötvényeladási és -vételi ügylet, 6%-a pedig rendkívüli repó.

## 3.2 Németország

### 3.2.1 Üzleti repó

Egészen 1997-ig a német repópiac elsősorban Londonban működött. Ennek elsődleges oka az volt, hogy a német jegybank, a Bundesbank minden betét után megkövetelte a 2%-os tartalékkötelezettséget, amelyre nem járt kamat. Így a német bankoknak jobban megérte a londoni piacon kereskedni. Ez arra vezetett, hogy a német pénzügyi instrumentumokon alapuló derivatívoknak Londonban nagyobb piaca alakult ki, mint saját hazájában.

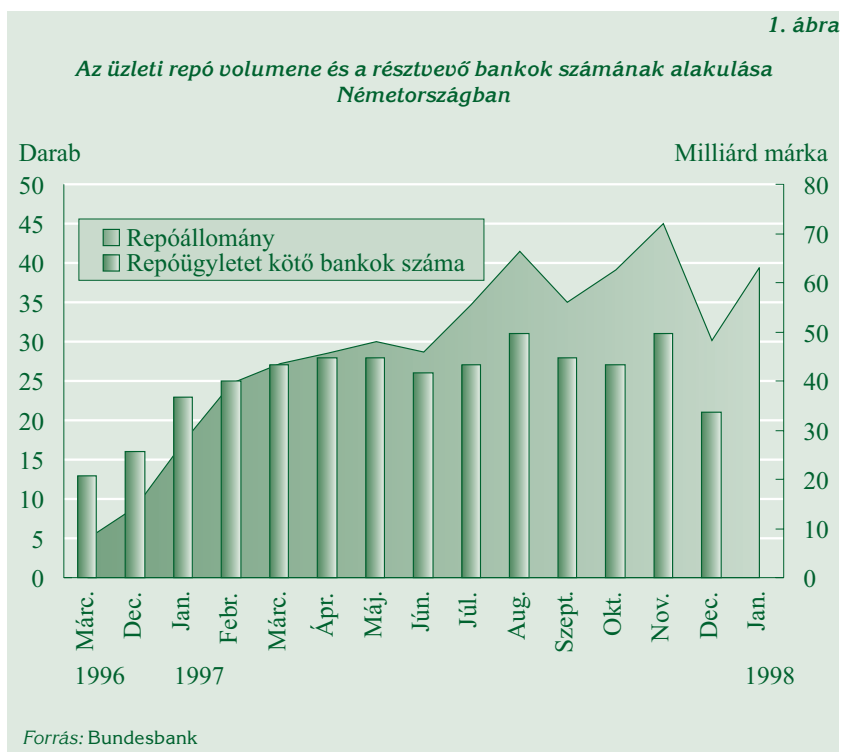
*a német repópiac  
Londonban működött*

Ebben az időszakban a londoni kereskedés mellett a hagyományosan jelentős méretű értékpapír-kölcsönzés terjedt el Németországban azért, mert ez nem számított betétnek. Már ekkor lehetett repózni a jegybankkal, és jelen volt a piacon a buy-and-sellback konstrukció is. A piacot inkább az egy bizonyos értékpapír-kölcsönzésének szükséglete vezette ezeknél a tranzakcióknál és nem a készpénznyújtás/kölcsönvétel motivációja.

A Bundesbank érzékelte a problémát, és felmérést készített arról, mekkora a valószínűsége annak, hogy a repóügyletek tartalék alóli felszabadítása valamilyen mértékben maga után vonná a tartalékolási kötelezettség kijátszását. A felmérés során az elemzők arra a megállapításra jutottak, hogy a repóügylet tranzakciós költségei miatt az üzletág igazán csak igen jelentős volumenű szerződések kötése esetében lehet eredményes, és a bankok többségében ténylegesen ilyen szerződéseket kötöttek. Ez azt is indukálta, hogy a kijátszás valószínűsége (azaz, hogy esetleges betételhelyezők repóként helyeznek el összegeket a banknál) alacsony. Ennek a figyelembevételével a központi bank 1996 decemberében úgy döntött, hogy 1997. január 1-jétől tőzsdeképes értékpapírokkal végzett, és egy évnél nem hosszabb lejáratú penziós ügyletek esetében megszünteti a tartalékkötelezettséget, amennyiben a felkínált értékpapír nem a pénzüintézet saját kibocsátása.

*a repóügylet nagy volumenű szerződések kötése esetében lehet eredményes*

A tartalékkötelezettség alóli felmentést követően számos hitelintézet hazatelepítette külföldi ügyleteit. A jegybanki statisztika szerint 1996. márciusban összesen 8 milliárd márka volt a bankok belöldi (és még tartalékköteles) repóügyleteinek összege, majd a felszabadítást követően 14,4 milliárd márkára, 1997 decemberében 48,3 milliárd márkára és 1998 januárjában 63 milliárd márkára gyarapodott az állomány.



A Bundesbank becslése szerint a valóságban a repópiac Németországban a megjelölt számok kétszeresére tehető.

### 3.2.2 Repó a Bundesbank eszköztárában

A német jegybank 1973 áprilisában vezette be először a visszavásárlási megállapodást a pénzpiac kezelésének elősegítése érdekében. Ebben a korai időszakban, mivel az értékpapírok fedezetként való elfogadásának nem voltak meg a jogi és technikai feltételei, gyakorlatilag a váltó fedezetként való elfogadásával végezték a repóügyletet.

A következő jelentős változás 1979-ben történt, amikor a jelentős költségvetési deficit devizakiáramlást indukált. A jegybank-pénz biztosítása magasabb refinanszírozási limitek és a kötelező tartalékráta csökkentésével csak egy bizonyos mértékig tűnt elfogadhatónak; a hitelintézetek tulajdonában lévő váltóállomány pedig elégtelennek bizonyult. Ezek hatására májusban a Jegybanktanács bevezette az értékpapír-visszavásárlási megállapodás üzletágát. Ezek az ügyletek kezdetben csak alkalmanként voltak meghirdetve.

Alapvető változást hozott az 1985-ös év, amikortól a Bundesbank rendszeresen hirdetett meg repótendereket. Azóta egészen 1999-ig minden héten kötött a jegybank ilyen ügyleteket 14 napos lejáratra.

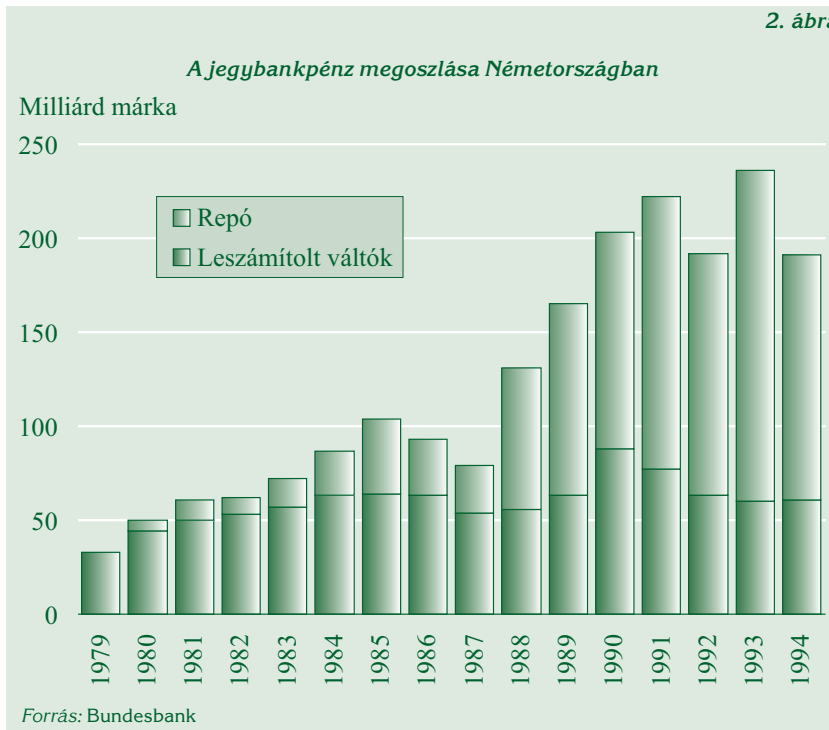
1985-től rendszeres  
repótenderek

A Bundesbankkal mindazon ügyfelek jogosultak voltak üzletet kötni, amelyek a kötelező tartalék-előírás alanyai is voltak. A repó üzleti feltételeinek kialakításánál a jegybank ügyelt arra, hogy a hitelintézetek minél szélesebb körének elérhetőek legyenek a tranzakciók. Így a 90-es évek közepén kb. 3400 hitelintézet volt jogosult repózni, és 600–1000 ezt rendszeresen ki is használta. Ugyanakkor az ügyletkötésekben potenciálisan konkurenciát jelentő elsődleges forgalmazókat a jegybank kizárta az ügyfélkörből.

A Bundesbank törvény szerint a Jegybanktanács (Bundesrat) volt jogosult a jegybank által követendő stratégia és a fő elvek meghatározására a hitel- és nyiltpiaci műveletekkel kapcsolatban. A repóügyletek keretfeltételeinek megállapítása, illetve az üzletág lényegi módosítása a Jegybanktanács hatásköre volt. A testület kéthetente ülésezett, ami azt jelentette, hogy az ülések között a repó üzleti keretfeltételeit megváltoztatni nem lehetett.

A repóügyletek tartásának bejelentése, illetve a folyamat elindítása az Igazgatóság feladata volt. Az Igazgatóság értesítette a területi jegybanki intézményeket a repótranzakciók beindításáról.

2. ábra





Az Igazgatóság számára lényeges volt, hogy megfelelő mozgástere legyen a gyors piaci válaszadásra a friss piaci események értékelése során, például külföldi tőke be- és kiáramlás esetén.

A Jegybanktanács és az Igazgatóság közötti munkamegosztás gyakorlatilag a keretek, illetve a konkrét feltételek kialakításában különült el. A Jegybanktanács a következő szabályozási területeken volt illetékes: a repó típusa, a repóaukciók időpontja, előírányzott (keret) mennyiség, lejárat, illetve kamattender esetén a kívánatosnak tartott kamatszint meghatározása.

Technikai értelemben a repóügyleteket közvetlenül az ügyfelekkel a tartományi jegybankok végezték. Ez magában foglalta a hitelintézetek értesítését, az ajánlatok érkeztetését, továbbítását az Igazgatóság felé és a banki számlák jóváírását, illetve a fedezetként szolgáló értékpapírok zár alatt tartását.

a fedezet elhelyezése  
„pool” rendszerben  
történt

A fedezet elhelyezése „pool” rendszerben történt, ami azt jelenti, hogy minden érdekelt jegybanki partner vezetett a jegybanknál egy operacionális értékpapír-letéti számlát (*operational safe custody account*) kifejezetten lombard (fedezeti) célokra. A hitelintézet csak akkor igényelhette a jegybanki aktív eszközök igénybe vételét, ha megfelelő mértékű papírfedezet állt a rendelkezésére a számlán. (1997 végén 558 milliárd márka volt a számlák összesített értéke.)

A fedezetként elfogadható értékpapírok között azok a kötvények szerepeltek, amelyeket jegyeztek a tőzsdén vagy a koncentrált értékpapírpiacra, illetve a kincstári diszkontjegyek, amelyeket a szövetségi kormány, annak valamely elkülönített alapja vagy a tartományi kormányok valamelyike bocsátott ki. Ebből a körből csak az ügyfél hitelintézet saját kibocsátású kötvénye kivétel.

A repó meghirdetésére lehetőség volt kamattender, illetve (legalacsonyabb kamat meghirdetéses) mennyiségi tenderként egyen- áras (holland módszer) vagy ajánlati áras (amerikai módszer) formában. 1997-ben a Bundesbank 53 aukción értékesített repó- ügyletet; mindannyiszor amerikai típusú kamattender formájában. Az 1997. év végi jegybanki repóállomány 170 milliárd márkára növekedett.

## 3.3 Franciaország

### 3.3.1 Üzleti repó

„Pension Livrée  
Agreement” (PLA)

Az Egyesült Államok bankközi repópiacát követően Franciaország repópiaca a legnagyobb a világon. Ezt az előkelő helyezést elsősorban a belföldi repópiac mérete miatt érdemelte ki, mivel a nemzetközi repópiac központja Európában London. A piacok fejlődéséhez jelentősen hozzájárul a francia jegybank és a megfelelő jogi környe-

zet, amelyhez hozzájárul a repó keretfeltételeit rögzítő szerződés, a „Pension Livrée Agreement” (PLA), ami ekvivalens az angolszász PSA/ISMA-val. A piac fejlődésének további sarokköve az árjegyzői rendszer (*‘SPVT’ – Spécialistes en Pension de Valeurs du Trésor*) 1994-es kiépülése volt, amely a 12 legaktívabb repópiaci állampapír-kereskedőt tömörítette egy csoportba.

A francia piacon a klasszikus repó vezető helyét egyre inkább átveszi az opciós repó (*vente à réméré*), amelynek az a lényege, hogy a határidős visszavásárlás csak opciós formában él, és nem jelent feltétlen elkötelezettséget. A pénzpiacon egyre inkább a nagyon rövid futamidejű repóműveletek jellemzőek; az egynapos ügyletek részaránya igen jelentős.

*elterjedt az opciós repó*

Korábban a repóinstrumentumok nagy részének beárazásánál fontos szerep jutott a TMP (*Taux Moyen Pondéré*) indexnek, amit az egynapos hitelkamatok súlyozott átlagaként számítottak. A repópiacra egy időben elterjedt a TMP-hez rögzített kamatozású, fix futamidejű ügylettípus, amely a TMP-hez viszonyított spread-en alapul. Így a repó kamata csak az ügylet végén válik ismertté. Ugyanakkor a Banque de France a fix kamatozású repóügyletek fejlődését mozdította elő azzal, hogy az árjegyzők részére előírta a kétirányú fix kamatú repójegyzést számos futamidővel a Tom/Next-től a 3 hónapos futamidőig; ez pedig csökkentette a TMP indexált repó népszerűségét.

### 3.3.2 Jegybanki repó

Az EMU integráció előtt a Banque de France irányadó kamata a repókamat volt. A bank fix kamaton aukcionálta az aktív repót. Hente két aukcióra került sor, melyeken egyhetes repót ajánlottak fel. Kamatváltoztatáskor a repókamatot 5 bázispontos lépésszágakkal módosították. Az euró bevezetését megelőző időszakban a repókamatláb folyamatosan csökkent – 1996. január elején 4,45%-os volt a szintje, míg 1997. év végén már csak 3,10%. Az aukciókon kibocsátott összeg aukciónként jellemzően 31 és 62 milliárd frank között változott.

## 3.4 Svájc

A svájci repópiac rendkívül rövid múltra tekinthet vissza. Az instrumentum bevezetésének fő kezdeményezője a nemzeti bank volt. A Svájci Nemzeti Bank (BNS) első repóügyletét 1998. április 20-án kötötte meg. Az új ügylettípus bevezetésével a BNS számára lehetővé vált partnerekörének kiszélesítése, valamint az, hogy a kis- és kö-

*a svájci repópiac az egyik legfiatalabb*

zépbankok is közvetlen refinanszírozáshoz juthassanak. A BNS ez utóbbi céljának elérése érdekében nagyon alacsony repóküszöböt határozott meg: a repóügyletek minimális kötésnagysága 1 millió frank lett.

A jegybank által bonyolított repóügyletek volumene rendkívül gyorsan nőtt, néhány hét alatt a forgalom elérte a jelenleg is jellemző 8–12 milliárd frankos szintet. A BNS szándéka az, hogy egyre nagyobb hangsúlyt adjon az új instrumentumnak.

*repók jelenleg kizárólag likviditásbővítés céljából*

A nemzeti banki repók aukciós formában vagy egyedi megállapodások keretében kerülnek lebonyolításra. Aukciók nem minden nap kerülnek meghirdetésre, csak ha a monetáris kondíciók megkívánják azt. A svájci jegybank jelenleg kizárólag likviditásbővítés céljából használja a repókat.

Az aukciók – amelyek reggel 9 órakor kerülnek meghirdetésre – során a bankok az előre rögzített ár és futamidő figyelembevételével mennyiségekre nyújtanak be ajánlatokat. Az aukciók eredményét a BNS nem publikálja, jelenleg ugyanis a kevésbé fejlett repópiac miatt a jegybank nem kívánja a kialakult repókamatokat irányadó kamatként kezelni.

Napközben a bank bármilyen áru és futamidejű repóügyletet köthet partnereivel közös megállapodás alapján. Ezek az egyedi ügyletek szintén kizárólag monetáris politikai megfontolásból jöhetnek létre.

A jegybank repóügyletei fedezetül elfogadott értékpapíroknak az alábbi feltételeknek kell megfelelniük:

1. Svájci frankban legyenek denominálva. Törlesztés és kamatfizetés szintén svájci frankban.
2. Kereskedés tőzsdén vagy reprezentatív piacon; elszámolás SEGA vagy INTERSETTLE által.
3. Csak a 100 millió franknál nagyobb összegű kibocsátások kerülnek elfogadásra a minimális likviditás biztosítása érdekében.
4. A fedezetként szolgáló értékpapír kizárólag hitelviszonyt megtestesítő értékpapír lehet.
5. A lehetséges adósok köre:
  - állam,
  - kantonok,
  - a fentiek által garantált egyéb adósok,
  - svájci települések,
  - záloglevelek svájci központja,
  - külföldi államok (megfelelő S&P, illetve Moody's minősítéssel), illetve azok által garantált egyéb intézmények,
  - külföldi bankok (minősítés alapján).

A repóügyletek Svájcban elektronikus kereskedési rendszeren keresztül bonyolódnak, melynek platformját a svájci tőzsde biztosítja. Az elektronikus kereskedési rendszer két részből áll: az off-market, illetve az on-market rendszerekből.

Off-market repók esetén a repót kötni szándékozó bank ajánlatot kér be a többi résztvevőtől, amelyeket kiértékel, s az ajánlatok függvényében elfogadja, illetve visszautasítja azokat. Az on-market rendszer szabványosított repókereskedést tesz lehetővé előre meghatározott lejáratokkal és kontraktusegységekkel. A rendszer fogadja a bankok ajánlatait, és párosítja a keresleti, illetve kínálati oldalt.

A svájci központi elszámolóház és értéktár (SEGA) által kifejlesztett repóelszámolási rendszer a világ legfejlettebb rendszerei közé sorolható; s egyedülálló abban a tekintetben, hogy a repóügyletek megkötését követően a futamidő során semmiféle kézi beavatkozásra nincs szükség. A rendszer automatikusan választja ki a bankok által előzetesen beszolgáltatott értékpapírok közül a fedezetnek leginkább alkalmas papírokat, végez napi fedezetértékelést, lebonyolítja az értékpapír-helyettesítéseket stb. 1998 augusztusától a SEGA rendszere lehetővé teszi a napon belüli repók megkötését is, vagyis lehetőség van napon belül néhány órára forráshoz jutniuk a piaci szereplőknek repók keretében.

*a svájci repóelszámolási rendszer teljesen automatizált.*

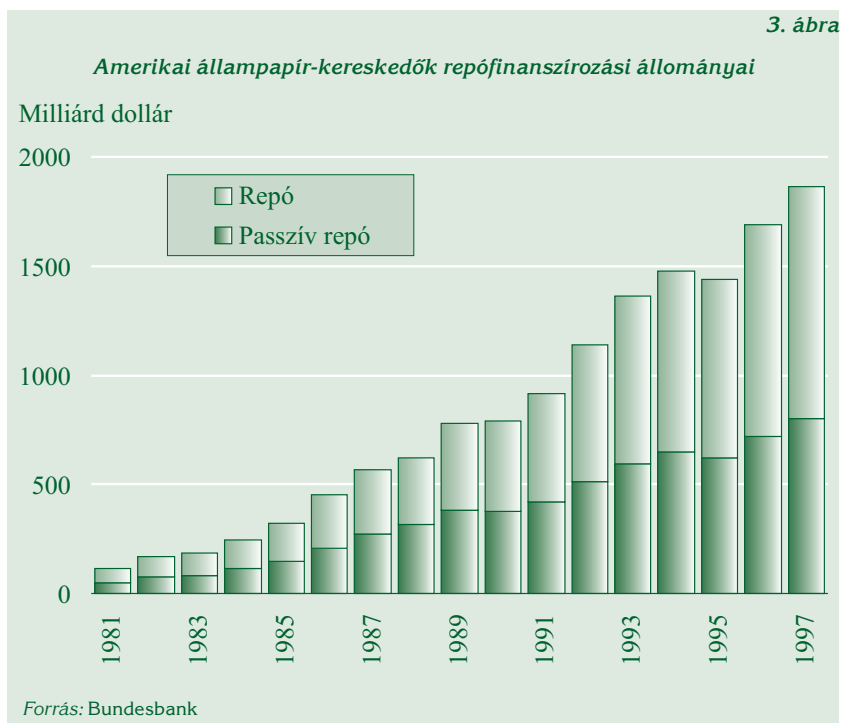
## 3.5 Egyesült Államok

### 3.5.1 Üzleti repó

Mivel a repó alkalmazása az Egyesült Államokban kezdődött legkorábban és az itteni repópiacot támogatja a világ legnagyobb állampapírpiaca, itt alakult ki a legnagyobb, legfejlettebb és így a leglikvidebb kereskedés. A piac túlnyomó többségét uralják az USA állampapírok fedezete mellett kötött repóügyletek, de igen likvid piaca van az egyéb, például a nagy kockázatú kötvény- (*junk bond*) fedezetű, a jelzáloghitel-lelvel fedezetű repóügyleteknek is. A jelzáloglevélre kötött repónál alkalmazott elszámolástechnika miatt ennél a típusnál elterjedt a háromoldalú repó. A leginkább jellemző az egynapos lejárát, bár likvid a többi rövid lejárát piaca is, és az elszámolás jellemzően T napos.

*az USA repópiacát a világ legnagyobb állampapírpiaca támogatja*

1994-ben újabb lökést adott a repópiac fejlődésének a FED-nek az az intézkedése, amellyel az elszámolási betétszámla egyenlegének napközbeni negatívba futása idejére óránként 1 bázispontos díjat rótt ki. Erre azért volt szükség, mert számos kereskedő megcsinálta azt, hogy reggel visszafizette repókötelezettségét, viszont csak aznap délután gondoskodott arról, hogy a pozícióját újrakösse. Az intézkedést követően megnőtt a háromoldalú repó népszerűsége. A FED lépése elősegítette a nyitott repó terjedését, amely esetében kisebb a valószínűsége a nap közbeni negatív egyenleg létrejöttének, mivel az értékpapír visszahívása ebben az esetben kevésbé valószínű, mint az egynapos repóügyletek újrakötése esetében.



### 3.5.2 Jegybanki repó

az ügyleteket a New Yorki FED végzi

Az Egyesült Államokban a jegybanki nyíltpiaci ügyleteket a New York-i FED végzi. Ezek közé tartoznak a jegybanki repó- és passzív repóműveletek is.

A FED amerikai állampapír-tranzakciókon keresztül befolyásolja a bankrendszer likviditását. Ehhez számos eszközzel rendelkezik, amelyek egyik csoportosítása a végleges, illetve az átmeneti beavatkozás szerint történik. A végleges állampapír eladások és vételük jelentik az egyik legfőbb instrumentumot. Az átmeneti beavato-

**1. táblázat**

#### Jegybanki repótípusok

							Aukciók darabszáma
Aukciók szerint	Fix lejáratú repó	Nyitott repó	O/N repó	Külföldi eredetű repó	Fix passzív repó	O/N passzív repó	Összesen
1994	44	22	26	54	0	5	151
1995	43	17	25	43	8	9	145

Milliárd dollár							
Mennyiség szerint	Fix lejáratú repó	Nyitott repó	O/N repó	Külföldi eredetű repó	Fix passzív repó	O/N passzív repó	Összesen
1994	175	82	105	113	0	13	488
1995	168	81	120	87	27	21	504

zás során a FED repó vagy passzív repó (Matched Sale–Purchase Agreement, MSP) tendert ír ki az állampapír-forgalmazók körében. A jegybanki repó futamideje 1–15 nap lehet.

A fix lejáratú repó/passzív repó esetében a jegybank maximum tizenöt nap futamidőre, konkrét repólejáratra köt ügyleteket. A nyitott repóügyleten belül a futamidő letelte előtt van mód a szerződés „lejáratására”. A külföldi eredetű repó olyan formája a FED műveleteinek, amely abból ered, hogy a külföldi jegybankok (mint a FED üzletfelei) átmeneti időszakra amerikai állampapírt vásárolnak a FED-től, ezáltal likviditás kerülne kivonásra a rendszerből. Azonban mivel az ilyen ügyletek kötésére naponta megközelítőleg azonos összegben kerül sor, az új kötések és a lejáratok nagyjából semlegesítik egymást. Amikor ezek jobban eltérnek egymástól, a FED az így okozott likviditáshiányt elégíti ki „külföldi eredetű repó”-val a belső piacon.

## 3.6 Japán

### 3.6.1 Üzleti repó

A japán repópiac fejlődését nagymértékben visszaveti az a szabályozás, hogy a hazai állampapírok után minden egyes átruházást követően az eladónak átruházási (forgalmi) adót kell fizetnie. Az akadály leküzdését a nagyobb piaci szereplők egymás között az off-shore kereskedelemmel oldották meg, így nem szükséges az állampapír adásvételének regisztráltatása. A tőzsdén kívüli állampapír-tranzakciók elszámolására is csak minden hónap 5-én, 10-én, 15-én, 20-án, 25-én és 30-án kerül sor, ami a repó elszámolási lehetőségeit is erősen csökkenti.

*az eladónak átruházási adót kell fizetnie*

Az adó elkerülése érdekében többnyire a fedezet nélküli értékpapír-kölcsönzés terjedt el, amelyet díj ellenében végeznek. Ezt „taishaku”-nak nevezik. Mivel ilyenkor az értékpapírért nem fizetnek, nincs mire kivetni az átruházási adót.

A buy-and-sellback üzletág (gensaki) szintén létezik, de ilyen ügyleteket főképp finanszírozási szükségletek miatt és sokkal kevésbé az értékpapír megszerzése érdekében kötnek (inkább az általános fedezet, mintsem a specifikus a jellemző). A gensaki átruházási adó köteles, így a finanszírozási költségei magasak.

1996-ban reformot vezettek be a japán értékpapír-kereskedésben, ami a repópiacot is érintette. A reform a jegybank kezdeményezésére jött létre.

Az új szabályozás során lehetővé vált az értékpapírok átruházása a tulajdonjog megváltoztatása nélkül. Ezen az alapon jött létre a „genkin tampo tsuki taishaku” ügylet.

2. táblázat

*A japán repópiac egyes instrumentumainak jellemzői*

Yen repópiac	Gensaki	Taishaku	Genkin tampo tsuki taishaku
<b>Jogi keretek</b>	Adás-vétel	Kölcsönadás-vétel	Kölcsönadás-vétel
<b>Fedezet</b>	Pénz	Semmi, esetleg kötvény	Pénz
<b>Átruházási adó</b>	Van	Nincs	Nincs
<b>Finanszírozás költsége</b>	Nagyon magas (az átruházási adó miatt)	Nincs pénzszükséglete	Méltányolható
<b>Az ügylet motivációja</b>	Finanszírozás	Az értékesítés fedezése	Finanszírozás vagy az értékesítés fedezése

Forrás : Nomura International

### 3.6.2 A jegybanki repó

A japán jegybank elsősorban likviditásmenedzselési, finomhangolási eszközként használta a gensaki-t. Ezt az eszközt mindaddig alkalmazták, amíg a Bank of Japan be nem vezette az új szabályozás következményeként létrejött rugalmasabb eszközt, a genkin tampo tsuki taishaku-t, a korábbiakkal megegyező célok érdekében.

## 3.7 EMU

*az ESCB eszköztárában a repó kitüntetett szerepet kapott*

Az ESCB (European System of Central Banks) eszköztárában kitüntetett szerepet szántak a repóknak. Az eszköztár egyik legfontosabb alkotóelemét a nyíltpiaci műveletek képezik, amelyek alapvetően visszavásárlási megállapodások, illetve értékpapír-fedezet mellett nyújtott hitelek formájában kerülnek lebonyolításra. A visszavásárlási megállapodás megfeleltethető a korábban definiált szállítási repónak, míg az értékpapír-fedezet mellett nyújtott hitelek óvadéki repóként foghatók fel.

Az ESCB négy fő célból alkalmaz nyíltpiaci műveletet:

1. rövid lejáratú likviditásbővítés,
2. hosszabb lejáratú likviditásbővítés,
3. finomszabályozás és
4. strukturális likviditás befolyásolásának céljából.

Az első két célt kizárólag repótendereken keresztül, míg az utóbbi kettőt repótenderek mellett végleges jegybanki műveletek alkalmazásával oldja meg az ESCB. A repótenderek gyakorisága és futamideje a négy esetben eltérő lehet.



Minden repóügylet mögé az ESCB által elfogadott értékpapír-fedezetet kell biztosítani. Az eszköztárról szóló ECB dokumentum a jegybankkal folytatott műveletekben első- és másodrendű (Tier-I és Tier-II) elfogadható papírokat (*eligible papers*) különböztet meg. Az elsőrendű papírokat az ECB választja ki, és az egész régióra vonatkozó elfogadási feltételeknek kell megfelelniük, amelyeket szintén az ECB határoz meg. E papírok minden ESCB műveletben felhasználhatók lesznek. Az ECB nyilvánosan közzéteszi az elsőrendű papírok listáját. A másodrendű papírokat a nemzeti jegybankok választják ki az ECB irányelvei alapján. Ezek olyan – lehetőleg euróban denominált – papírok lehetnek, amelyek az adott országban fontos szerepet játszanak a bankközi műveletekben.

Az ECB a kockázatkezelés elemeit induló letétben (*initial margin*) és fedezeti értékelésben (*valuation haircut*) határozta meg. A másodrendű papírok esetében az elsőrendű papírokhoz képest további letéti követelményt, partnerenkénti és eszközönkénti limiteket stb. is megkövetelhetnek a nemzeti jegybankok.

*az ECB első- és másodrendű elfogadható papírokat különböztet meg*

## 4. | Repópiac Magyarországon

A magyarországi repópiac fejlettségét tekintve jelenleg elmarad a nyugat-európai vagy amerikai repópiacoktól. A hazai repópiacot a jegybanki és az üzleti szféra szerint két részre bontva vizsgáljuk, ugyanis ez a két piaci szegmens meglehetősen eltérő sajátosságokkal rendelkezik.

### 4.1 Jogi háttér<sup>1</sup>

*a repó jelenleg nincs törvényileg definiálva*

A repó, mint az értékpapírokkal végzett ügyletek egyik csoportja – más megfogalmazás szerint visszavásárlási kötelezettséggel kötött értékpapír-adásvételi szerződés – (és fordított visszavásárlási kötelezettséggel kötött értékpapír-adásvételi szerződés) fogalmát sem a polgári jog, sem az értékpapírtörvény nem határozza meg.

*polgári jogi megközelítésben atipikus szerződés*

A repó *polgári jogi megközelítésben* egy olyan atipikus szerződésnek tekinthető, amelyben a felek egy értékpapír átruházásával egyidejűleg megállapodnak az értékpapír meghatározott áron történő visszavásárlásában és a szerződés minden egyéb feltételében. Abból a szempontból, hogy értékpapírral kapcsolatban az egyes szerződő feleknek milyen jogai és kötelezettségei vannak, különbségek mutatkoznak az egyes repótípusok között, így a hazai gyakorlatban alkalmazott repóügyletek között a papír átruházása vagy biztosítékként történő kezelése szempontjából megkülönböztetjük a szállítási és az óvadéki típusú repószerződéseket.

*Épt. szerint határidős ügylet*

Az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapírtőzsdéről szóló 1997. évi CLII. törvény (*Értékpapírtörvény*, a továbbiakban: Épt.) fogalom rendszerében a repószerződéseket a határidős értékpapír adásvételi ügyletek közé sorolhatjuk be (Épt. 5. § b) pont). *A törvény nem határozza meg sem a határidős értékpapír-adásvételi ügyletek fogalmát, sem a repóügylet fogalmát.*

A jelenleg hatályos jogban a repó fogalmát alacsonyabb szintű, főként *számviteli jogszabályok* határozzák meg, azok sem egységesen.

<sup>1</sup> A fejezet a Szabályozási főosztály Tőkepiaci szabályozási osztályának közreműködésével készült.

A repóügylet fogalmát a *Magyar Nemzeti Bank* éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségeinek sajátosságairól szóló 18/1997.(II.4.) *Korm. rendelet* 2. §-ának (3) bekezdése a következőképpen fogalmazza meg. E jogszabály hatályában, azaz az MNB-re vonatkozó számviteli szabályok szempontjából:

- repónak minősül az olyan ügylet, ahol a szerződés megkötésével egyidejűleg az egyik szerződő fél per-, igény- és tehermentesen eladja, vagy fedezetül átadja az értékpapírokat a másik szerződő félnek meghatározott összeg ellenében, meghatározott későbbi időpontban és feltételekkel történő visszavételi kötelezettség mellett.
- óvadéki típusú repóügylet az olyan repóügylet, amelyben az értékpapírokat az ügylet (a hitelnyújtás) teljes időtartamára az eladó számlavezetőjénél vezetett értékpapírszámlán a vevő kedvezményzettségével óvadékként zárolják.
- szállítási típusú repóügylet az olyan repószerződés, amelyben az értékpapírokat a pénzügyi teljesítéssel egyidejűleg az eladó számlavezetőjénél vezetett értékpapír-számláról átvezetik (transzferálják) a vevő értékpapírszámlájára, aki az ügylet időtartama alatt az értékpapírokkal szabadon rendelkezhet.

A *hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások* éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségeinek sajátosságairól szóló 198/1996. (XII.22.) *Korm. rendelet* a hitelintézetek vonatkozásában a következőképpen határozza meg a repó – a rendelet fogalom használatában a penziós (elhelyezési) ügylet – fogalmát:

- Penziós (elhelyezési) ügylet: az olyan ügylet, amelyben egy hitelintézet, pénzügyi vállalkozás vagy ügyfél (penzióba adó) a mérlegben szereplő vagyontárgyakat – pl. váltót, követeléseket vagy értékpapírokat (ide nem értve a devizát) – ruház át egy másik hitelintézetre, pénzügyi vállalkozásra vagy ügyfélre (a penzió átvevője) olyan megállapodás mellett, hogy ugyanezeket a vagyontárgyakat később egy megállapodott áron visszaszármaztatja – az a), illetve a b) pontban foglaltak szerint – a penzióba adónak.

a) *valódi penziós (elhelyezési) ügylet*: a penzió átvevője kötelezi magát, hogy a vagyontárgyakat egy meghatározott vagy az átadó által meghatározandó időpontban visszaadja,

b) *nem valódi penziós (elhelyezési) ügylet*: a penzió átvevője jogosult arra, hogy a vagyontárgyakat az eladási áron, vagy egy – a szerződésben ettől eltérő feltételeknek megfelelően – előzetesen megállapított más összeg ellenében, egy előre meghatározott, vagy egy általa későbbiekben meghatározandó időpontban szolgáltatassa vissza, a penzióba adó pedig köteles az átadott vagyontárgyakat visszavenni. Nem valódi penziós ügyletnek minősül az is, ha a penzióba adó és

az MNB számviteli szabályozása kitér a repó meghatározására

a repóügyletek a precíziós ügyletek közé sorolhatók

*a befektetési vállalkozások szabályozása nem ismeri a repót*

a penzióba vevő úgy állapotodnak meg, hogy egy, a későbbiekben bekövetkező feltétel beálltakor a penzióba vevő visszaadja, a penzióba adó pedig visszaveszi a penzió tárgyát képező vagyontárgyat az eladási áron, vagy egy általuk közösen megállapított áron.

A befektetési vállalkozások éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól szóló 197/1996. (XII. 22.) Korm. rendelet nem tartalmazza a repó fogalmát, ilyen ügyletet nem ismernek, és nem is utal vissza a 198/1996. (XII. 22.) Korm. rendeletre sem.

#### **4.1.1 A repóügyletek szabályozatlanságából eredő problémák**

Abból adódóan, hogy a repóügyleteknek nincs egységes szabályozása, elfogadott és egzakt fogalma, ez az ügylettípus alkalmas a jogszabályok megkerülésére, a szabályozás kijátszására és így a szabályozás hatékonyságának lerontására.

A devizajog szempontjából a repóügyletek jogi megítélése nem egységes. Van olyan vélemény, amely szerint a repóügylet a devizáról szóló 1995. évi XCV. tv. 3. §. 28/b pontjába foglalt meghatározásnak megfelelően átruházható eszköznek tekinthető, mivel

- olyan jogról vagy követelésről szóló, értékpapírnak nem minősülő okirat kiállítása történik, amely
- pénzkövetelésről vagy tagsági viszonyról kiállított értékpapír átvételét igazolja, és
- az ügylet futamideje alatt az értékpapírok felett közvetett rendelkezést tesz lehetővé.

A devizatörvény a rövid lejáratú tőkeműveleteket nem tekinti liberalizáltnak, ezért úgy rendelkezik, hogy „devizahatósági engedéllyel idegenítheti el a devizabelföldi a devizakülföldinek a devizabelföldi által

- kibocsátott olyan kötvényt és más hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt, továbbá pénzüpiaci eszközt, amelynek a kibocsátáskori lejáratú ideje rövidebb mint 365 nap,
- kiállított átruházható eszközt (Dtv. 35. §. (5) a)–b) pontok)”<sup>2</sup>

Az átruházható eszköz Dtv. szerinti fogalmába tartozik, többek között

- pénzkövetelésről kiállított – értékpapírnak nem minősülő – okirat,
- az olyan értékpapírnak nem minősülő okirat, amely valamilyen pénzkövetelésről szóló okirat vagy értékpapír, valamint tagsági jogot megtestesítő értékpapír átvételét igazolja, vagy ezek felett közvetetten a rendelkezést lehetővé teszi,

<sup>2</sup> A felsorolás nem teljes, az csak az ügy szempontjából releváns törvényi rendelkezéseket tartalmazza.

- pénzköveteléssel végzett határidős ügylet, továbbá árfolyam- és kamatkockázati csereügylet és más származékos ügylet, függetlenül attól, hogy arról okiratot állítottak-e ki vagy sem (Dtv. 3. § 28. b) és e) pont).

A devizatörvény szempontjából más a megítélése a „repó-ügyleteknek”, ha két különálló, azonnali értékpapír-adásvételi szerződésnek tekintjük azokat, mert akkor a szerződés tárgya az értékpapír alapján éven túli lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapír elidegenítésének minősül az ügylet, és így nem kell hozzá devizahatósági engedély. (Ez így jogilag nem is repóügylet, és nagy a kockázata a visszavásárlási szerződésnek, mert nem kötnek ki benne biztosítékot.)

*a repót tekinthetjük adásvételnek...*

Más a megítélése a repóügyleteknek akkor, ha az ügyletet egy azonnali értékpapír adásvétel és egy határidős ügylet kombinációjának tekintjük, mert akkor az ügylet akár együttesen, akár csak a határidős lábát tekintve devizahatósági engedélyköteles.

Más a repóügylet devizajogi minősítése abban az esetben, ha hitelnek tekintjük az ügyletet, mivel a repóügyletek, illetve -szerződések beleillenek a Dtv. hitel fogalmába is (Dtv. 3. § 30. d) pont).

*... vagy hitelügyletnek*

A Dtv. 3. § 30. pontja szerint hitel:

- „a) a pénzürtékre szóló kölcsön,
- b) a halasztott fizetés (kereskedelmi hitel, áruhitel, céghitel),
- c) az előleg és előfizetés,
- d) az előző pontokban meg nem határozott olyan visszavásárlási kötelezettséget tartalmazó megállapodás, amelynek alapján a visszavásárlás az eladáskori árnál (értéknél) magasabb áron (értéken) történik: annak megállapításánál, hogy az ár (érték) magasabb-e az eladáskori árnál (értéknél) a visszavásárlással összefüggésben bármilyen jogcímen járó összeget egybe kell számítani.”

A repó körüli jogi bizonytalanságot fokozza, hogy ezek az ügyletek közgazdasági tartalmukat tekintve leginkább hitelműveletek. A hitelműveletté történő minősítést az idézett jogszabályok is helyenként megerősítik, pl. ezt támasztja alá a penziós ügyletek szabályozása a hitelintézetekre vonatkozó számviteli kormányrendeletben. Az MNB-re vonatkozó számviteli kormányrendelet terminológiája még használja is az óvadéki típusú repónál a hitelnyújtás kifejezést.

*a repóügyletek közgazdasági tartalmukat tekintve leginkább hitelműveletek...*

A repó körüli jogi bizonytalanságot fokozza, hogy ezek az ügyletek közgazdasági tartalmukat tekintve leginkább hitelműveletek. A hitelműveletté történő minősítést az idézett jogszabályok is helyenként megerősítik, pl. ezt támasztja alá a penziós ügyletek szabályozása a hitelintézetekre vonatkozó számviteli kormányrendeletben. Az MNB-re vonatkozó számviteli kormányrendelet terminológiája még használja is az óvadéki típusú repónál a hitelnyújtás kifejezést.

*... mégis jogi formájukat tekintve értékpapír-adásvételi szerződések*

Mégis a repóügyletek jogi formájukat tekintve értékpapír-adásvételi szerződések (a tulajdonjog bizonyos részelemeinek korlátozásával) mégpedig egy azonnali és egy határidős adásvétel összekapcsolásából keletkező összetett szerződések.

*a befektetési alapok repók segítségével kerülnek meg a rájuk vonatkozó szabályozást*

A befektetési alapok a szabályozásban található következetlenséget használják ki arra, hogy megkerüljék a rájuk vonatkozó szigorú – kockázatot csökkentő, a befektetési alap portfólióját védő – szabályok érvényesülését. A befektetési alapokról szóló 1991. LXIII. tv. 9.§ (3)–(4) bekezdése tiltja az alapkezelő társaság részére, hogy az

által a kezelt alap saját tőkéjét zálogjoggal vagy egyéb módon megterhelje, és az alap saját tőkéjének terhére (a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok megvásárlását kivéve) kölcsönt nem nyújthat. A törvény 36. § (4) bekezdése előírja a letétkezelő részére, hogy az általa őrzött, a befektetési alap tárcájában lévő értékpapírokat (a KELER kivételével) időlegesen sem bocsáthatja más birtokába.

Mindezek a szabályok, különösen az alap saját tőkéje kockáztatásának a kizárására irányuló 9.§ (3)–(4) bekezdések megkerülhetők repóügyletek kötésével.

A repó körüli teljes bizonytalanságot mutatja, hogy az utóbbi időben a pénzügyi jogi szakajtóban több olyan cikk jelent meg ügyvédek részéről, amelyek nem tartják kizártnak, hogy a bíróság a repószerződést – az általános polgári jogi elvek alapján – semmisnek nyilvánítsa azon az alapon, hogy a visszavásárlási kötelezettséggel kötött értékpapír-adásvételi szerződés egy hitelviszonyt leplez, és mint ilyen leplezett szerződés nem létezik, jogi érvennyel nem bír, hanem azt a szerződést kell figyelembe venni, aminek az elleplezésére az adásvételi szerződés irányul, azaz válójában a hitelszerződést. Ebből az a következtetés adódik, hogy a hazai jogi irodák által a külföldi befektetőknek adott jogi vélemények is ilyen bizonytalan talajon állnak, és azt sem lehet egyértelműen megmondani, hogy jogvita esetén a független bíróság milyen szakvéleményre alapozva hozna ítéletet, s hogy az ítéletnek mi lenne a tartalma. A külföldi befektetések szempontjából – különösen, ha szankcióval akarjuk sújtani a szabályszegőket – egyértelmű szabályozási háttér megalkotása szükséges.

#### **4.1.2 A repó szabályozása az Európai Unió tőkemegfeleléséről szóló irányelvben**

A Tanács 93/6/EECsz. 1993. március 15-i Határozata a befektető cégek és hitelintézmények tőkemegfeleléséről a következő definíciót tartalmazza a repó- és a passzív (fordított) repóügyletekről. (Az idézet a direktíva Official Journalban megjelent hivatalos magyar nyelvű fordítása.)

*az EU rendelkezik  
konkrét  
repódefinícióval...*

„17. Visszavásárlási megállapodás és fordított visszavásárlási megállapodás bármilyen megállapodás, amelyben egy intézmény (bank vagy brókerház) vagy partnere értékpapírok vagy értékpapírokra vonatkozó, garanciával fedezett tulajdonjog átruházásáról rendelkezik, a hivatkozott garanciát egy hivatalosan bejegyzett, az értékpapírok tulajdonjogát birtokló értéktőzsde állította ki, és a megállapodás nem teszi lehetővé egy pénzügyintézménynek, hogy – az értékpapírok (vagy azokat kiváltó hasonló jellegű értékpapírok) megha-

tározott áron és előre meghatározott vagy meghatározandó jövőbeli időpontban való visszavásárlására vállalt kötelezettség mellett – egyidejűleg egynél több partnerre ruházza át vagy egynél több partnernél elzálogosítson egy bizonyos értékpapírt: a megállapodás az értékpapírokat eladó intézmény szempontjából visszavásárlási megállapodásnak, az értékpapírokat megvásárló intézmény szempontjából fordított visszavásárlási megállapodásnak minősül.

Egy fordított visszavásárlási megállapodás interprofesszionális ügyletnek minősül olyan esetben, amikor a partnerre kiterjed a Közösség szintjén megvalósuló prudenciális koordináció, vagy a partner A övezetű pénzügyintézmény a 89/647/EEC Határozat szerint, vagy egy elfogadott harmadik országbeli befektető cég, vagy amikor a megállapodás egy bejegyzett klíringházzal vagy tőzsdével jön létre.

18. Értékpapír-kölcsönzés és értékpapírkölcsön: minden olyan tranzakció, aminek keretében egy intézmény vagy partnere megfelelő fedezeti biztosíték mellett átruházza értékpapírjait egy olyan kötelezettség ellenében, miszerint az átruházás kedvezményezettje – a kölcsönvevő – kötelezettséget vállal arra, hogy egy bizonyos jövőbeli időpontban vagy az átruházó felszólítására egyenértékű értékpapírokat szolgáltat vissza az átruházónak: az ügylet az átruházó intézmény szempontjából értékpapír-kölcsönzésnek, a kedvezményezett intézmény szempontjából értékpapírkölcsönnek minősül.

Egy értékpapír-kölcsönzés interprofesszionális ügyletnek minősül olyan esetben, amikor a partnerre kiterjed a Közösség szintjén megvalósuló prudenciális koordináció, vagy a partner A övezetű pénzügyintézmény a 89/647/EEC Határozat szerint, vagy egy elfogadott harmadik országbeli befektető cég, vagy amikor a megállapodás egy bejegyzett klíringházzal vagy tőzsdével jön létre.”

Tájékoztatásul megjegyezzük, hogy az EU 2000 júniusától a nemesfémekre és az egyéb árukra is kiterjeszti a tőkefelelősség szabályozását és az áru fogalmát a repó- és értékpapír-kölcsönzés tárgyai közé beveszi.

... és az értékpapír-kölcsönzés is szabályozva van

## 4.2 Számviteli problémák

Nemzetközi viszonylatban számos ország nem rögzít repóügyletekre vonatkozóan specifikus könyvviteli szabályokat. A nemzetközi számviteli alapelvek azonban azt mondják ki, hogy az eseményeket nem aszerint kell könyvelni, amilyen formában azok megjelennek, hanem *közgazdasági tartalmuk alapján*. A repó esetében ez azt jelenti, hogy a megjelenési formája lehet ugyan prompt eladás és határidős vétel; ha tartalmát tekintve ez egy fedezett hitelt testesít meg, akkor hitelügyletként kell könyvelni.

közgazdasági tartalmuk alapján kell könyvelni



EU számviteli irány-  
elvek

Az Európai Unió Banki Számviteli Irányelvei (*Bank Accounting Directive*) szerint azokat a repóformákat, amelyeknél a papír nem kerül a vevő birtokába (óvadéki, illetve háromszereplős repó) a következő alapelvek szerint kell könyvelni:

*A vevő szempontjából:*

- A megvásárolt értékpapír nem kerül a mérlegbe.
- A fizetett vételár eszközoldalán kerül kimutatásra, olyan tételként, mint bármely pénzüpiaci hitelnyújtás. Azon belül viszont lehetőség van a számla megbontására és a repóból származó hitelállomány feltüntetésére.

*Az eladó szempontjából:*

- Az eladott értékpapír az eladó mérlegének továbbra is részét képezi, de át kell vezetni egy specifikus – megjelölt – számlára, amelyen fel van tüntetve, hogy ez az állomány ki van repózva.
- A kapott vételár forrásoldalon kerül kimutatásra éppúgy, mint a pénzüpiaci kölcsön felvétele esetében. Itt is lehetőség van a felvett hitelek számla megbontására repóból származó, illetve általános pénzüpiaci hitelfelvételre.

#### A repóelszámolás egyes különleges esetei

A PSA/ISMA szerződés egyik fontos pontja szerint, amikor a két repózó fél egymással repó- és fordított repóügyletek sorozatát köti, teljesítésképtelenség esetén beszámíthatók egymásba az ellentétes irányú ügyletek (nettósíthatók a pozíciók). A számviteli gyakorlat ezt nem tudja minden esetben követni, mivel a szerződéseknek különböző lejárataik vannak, különböző papírok szerepelnek benne – így a bruttó elvű elszámolás gyakori ilyen esetekben. Egyes országokban azonban mégis megengedett az ellentétes pozíciók egymással szembeni törlése és nettósított figyelembevétele a mérlegben (a GMRA is lehetővé teszi ezt).

Főleg az USA-ban fordul elő a repónak az a fajtája, hogy a lejáratkor más – a vásárolt papírokkal megegyező piaci értékű – értékpapírokat adnak vissza. Ilyenkor is a fentiekhez hasonló módon kell könyvelni. Ebben az esetben is abból kell kiindulni, hogy a repó közgazdasági tartalma megtestesíti-e a hitelezést, avagy az értékpapír értékesítése és későbbi visszavétele a cél.

Magyarországon jogi  
szabályozatlanság

A repóügyletek számviteli értelmezése Magyarországon leginkább a jogi szabályozatlanság miatt aggályos. A Számviteli és az Értékpapír törvény nem tesz említést a repóügyletről. Ezáltal – általában – az alkalmazóra van bízva, hogy eladásnak és egy későbbi időpontra vonatkozó (mérleg alatti) visszavásárlási kötelezettségnek vagy kölcsönügyletnek könyveli. Mind a két megoldás eltér a repó közgazdasági tartalma által meghatározott repófogalom lényegétől.

A jogalkotók sajnos más törvényben sem alkottak arról egyértelmű és általános érvényű rendelkezést, hogy minek minősül a



repóügylet. Ez számos könyvelési megoldást szült a gyakorlatban. A könyvviteli kimutatás emiatt sokszor nem a valóságnak megfelelő. Egyesek kölcsönügyletként könyvelik, mások két prompt adás-vételnek, ismét mások pedig a prompt eladás mellett mérleg alatt könyvelik a határidős kötelezettséglábat is.

A repó könyvelhető *kölcsönügyletként*. Ilyenkor az eladó könyveiből nem kerül ki az állampapír. Ugyanakkor forrásoldalon új pénzüsszeghez (forráshoz) jut, ami eszközoldalon pénzként jelenik meg. A bankok (vagy szakosított hitelintézetek) és a nem bankok között a kölcsönügyletként könyvelt repó tartalékköteles, mivel a forrásállományban növekedés jött létre. Ez a potenciális repópiac jelentős szegmensét tántorítja el attól, hogy a közgazdaságilag repótartalmú ügyleteket valóban repónak könyvelje.

*könyvelhető kölcsön-  
ügyletként*

Megjegyezzük azonban, hogy a *bankok közötti* repóügyletek kölcsönügyletként történő könyvelése tartalékképzési szempontból nem hátrányos egyik fél számára sem (hiszen ez bankközi hitelnek minősül, amelyre nem kell kötelező tartalékot képezni), tehát a repó kikerülése érdekében azonnali végleges eladás és visszavásárlásként könyvelt ügyleteknek bankok között nincs létjogosultsága (ezt azonban esetenként az bankok sem megfelelően vagy félreértelmezik).

A könyvelés másik gyakorlata, amikor az *állampapír kivezetésére kerül* a mérlegből (E/V-ként könyvelik). Ilyenkor az ügylet határidős lábát elméletben mérleg alatti kötelezettségként kell(ene) nyilvántartani. Kevésbé prudens bankoknál előfordult olyan gyakorlat, hogy a devizatörvényt megsértve, éven belüli futamidejű határidős visszavásárlási típusú ügyletkötésre került sor. Ebben az esetben a bank, amennyiben a könyvelésében fellelhető az ügylet határidős lába, egy devizahatósági ellenőrzés során komoly retorzióknak teszi ki magát, ezért előfordul, hogy a határidős ügylet nem kerül lekönyvelésre. Az üzleti szférában az egyik legelterjedtebb gyakorlat a külföldiekkel folytatott repó könyvelésével kapcsolatban az, hogy az értékpapír-eladást azonnali ügyletként könyvelik, míg a visszavásárlási kötelezettséget nem juttatják el a könyvelésre, csupán analitikus nyilvántartást vezetnek valamely kevésbé feltűnő helyen (fiókszerződés), majd az ügylet második lábának időpontjában szintén azonnali ügyletként számolják azt el.

*könyvelhető eladási  
és visszavásárlási  
ügyletként*

A végleges eladásként történő könyvelési módnak számos hátránya van a vállalkozás gazdálkodására tekintettel; ezek a következők:

*az E/V könyvelés  
hátrányai*

- az eredményt rontó (vagy javító) hatás nem a megfelelő üzletágban jelentkezik,
- a készletértékelés során gondot – esetenként veszteséget – okozhat,
- eltéríti a piaci átlaghozamokat,
- torzítja a statisztikai kimutatásokat.

A 4.2.1-től a 4.2.4 fejezetig leírt problémák a prompt eladásnak és későbbi azonnali visszavásárlásnak könyvelt, de tartalmuk alapján repóügyletekként jellemezhető tranzakciókra vonatkoznak.

### 4.2.1 A vállalkozás eredményének üzletágak közötti és időben történő átrendezésének hatása

*eltéríthető az eredmény jelentkezésének időpontja*

A repó azonnali végleges eladásként a mérlegből kivezetve és később szintén azonnali visszavásárlásnak könyvelve eltérítheti az eredmény jelentkezésének időpontját (akár az egyik évről a másikra is), illetve megzavarhatja a vállalkozás egyes területeinek eredménykimutatását.

A papír eladója kénytelen a kamatokkal és a haircuttal csökkentett áron eladni a fedezetként szolgáló papírt, ezzel veszteséget realizál. Visszavásárláskor azonban a haircuttal csökkentett értéken vásárolja vissza, ami ezen az áron kerül könyvelésre.

3. táblázat

#### Az azonnali adásvételként könyvelt repó számviteli folyamata

	Papír eladója	Papír vevője
Az ügylet előtt	Beszerzi a papírt piaci árfolyamon. Ezen kerül a mérlegébe.	
Az ügylet prompt lábánál	Eladja a papírt kamattal és marginnal csökkentett árfolyamon. Veszteséget realizál az értékpapír-kereskedelem során.	Megvásárolja a piacinál olcsóbban a papírt, és beszerzési (alacsonyabb) értéken kerül a könyveibe.
Az ügylet promptnak könyvelt határidős lábánál.	Visszavásárolja a papírt a marginnal csökkentett árfolyamon, és ezen a beszerzési áron veszi nyilvántartásba. Ezt követően a papír eladásáig a kamatköltségen kívül a margin is veszteséggént jelenik meg.	Eladja a piacinál a marginnal alacsonyabb, de a beszerzési árnál a kamatokkal magasabb árfolyamon. A kamat a hitelezés helyett az értékpapírokkal kapcsolatos műveletek eredménye során szerepel.
Az ügyletet követően	Eladja az értékpapírt piaci árfolyamon, és realizálja a margint nyereséggént.	
Az ügylet eredője az eredmény szempontjából.	A valójában kamatköltség az értékpapírügyletek eredménye sort rontja. Ha a mérleg fordulónapja az ügylet alatt van, kisebb eredmény kimutatása. Ha az értékpapír eladása előtt, de az ügylet után, akkor is kisebb az eredmény.	A kapott kamat nem a hitelezés eredményét, hanem az értékpapír-kereskedelem eredményét növeli.

A repó prompt eladásánál (esetünkben jellemzően) az állampapírt a piaci értéke alatt – diszkont tényezővel (repókamattal) és haircuttal – csökkentett értéken vásárolja meg a passzív fél (passzív félnek nevezzük az első tranzakció alkalmával a papír vásárlóját, aki később visszaadja a papírt). Tehát – amennyiben azt feltételezzük, hogy a papír árfolyama állandó – az adott állampapírt a passzív fél korábban magasabb bekerülési (piaci) értéken vásárolta. Amikor a repó prompt lába megvalósul, a passzív félnek el kell könyvelnie a veszteséget a korábbi (tényleges) állampapír-vásárlás és a repó-ügylet keretében történő azonnali eladás között.

A repó határidős lábánál a haircuttal növelt – tehát ismételten nem a piaci – áron kerül visszaszármaztatásra a papír, szintén OTC adásvétel formájában. Ezzel az ügylettel az aktív fél (aktív félnek nevezzük az első tranzakció során a papír eladóját, aki a második ügyletlábnál visszavásárolja a papírt) ismételten hátrányos helyzetbe kerül, mivel ugyan az értéke alatt vásárolta vissza az állampapírt, de ahhoz, hogy könyvvitelileg mérsékelje az első lábnál elszenvedett veszteséget (realizálja a haircutot), el kell adnia piaci áron a visszakapott papírt.

*a treasury nem feltétlenül érdekelt az E/V könyvelésben*

#### Példa a repó prompt adásvételként történő elszámolásra

Egy példa segítségével vizsgáljuk meg ezt a helyzetet. Az aktív fél átad (illetve jogilag elad) a passzív félnek 100 egység értékű állampapírt. Feltételezzük, hogy az állampapír nettó árfolyama az egész idő alatt változatlan. A 100 egységnek elegendő fedezetet kell nyújtania a hitel összegére, a felhalmozott ügyleti kamatra, illetve a marginra. Ha feltételezzük, hogy a repó futamidejére vonatkoztatott kamat 8 egységnyi és a margin 2 egységnyi, akkor az aktív fél 90 egységért adja el a papírt. Ebben az esetben a könyvelés már eleve a fix kamatozású üzletek területére mutat ki 10 egységnyi veszteséget a papír eladójánál, hiszen a 100 egységért beszerzett papírt 90 egységért értékesíti.

Amikor aztán eljön a visszavásárlás ideje, az aktív fél 98 egységet fizet a piacon 100 egységet érő papírért. Így a könyvelés az aktív félnél 2 egységnyi nyereséget tud kimutatni, de azt sem azonnal, hanem csak akkor, amikor a 98 egység bekerülési értéken nyilvántartott kötvényt eladja (100 egységért). A nyereség egy későbbi időpontban és ismételten az értékpapír-műveletek eredménye soron jelenik meg.

A valós tartalma az ügyletnek leginkább hitelezés, ami azt jelenti, hogy a két árfolyam közötti különbség – ebben az esetben 8 egység – a hitel díja (kamata). A hiteldíj pedig a könyvelés nem megfelelő során fog megjelenni.

A passzív fél esetében az ügylet ellentétes előjellel zajlik. Az eset annyival egyszerűbb, hogy a prompt vásárlás során kerül készletbevételre az állampapír a vásárláskori értéken. A határidős láb során pedig azonnal jelentkezik a nyereség. Ilyen szempontból tehát a hitelezés eredménye azonnal megjelenik az állampapírok adásvétele soron, és a marginnal ebben az esetben semmi dolgunk nincs, hiszen a határidős láb során automatikusan kinullázódik.

Az egész ügylet végén az aktív fél gyakorlatilag a hitelkamato-  
kat fizette meg, ami viszont nem a vállalkozás hitelköltségei, hanem  
az értékpapír-ügyletek eredménye soron jelenik meg az eredmény-  
kimutatásban, ezáltal rontaná az adott tevékenység eredményét.  
Emiatt sok helyen eleve érdektelen a treasury fix hozamú papírokkal  
foglalkozó területe az ilyen finanszírozási igény eladás és határidős  
visszavásárlás formájában történő feltüntetésében.

#### 4.2.2 A készletértékelés anomáliái

*a készletértékelés so-  
rán a zárolás és érté-  
kesítés nehézségei*

A készletértékelés problémáit egy példán keresztül mutatjuk be.  
Egy bróker cég hétfőn vásárol 100 darab államkötvényt 100%-os  
árfolyamon. Kedden pénteki felszabadítással zárol fedezetként  
100 egységet. Szerdán újabb 100 darabot vesz 110%-os árfolya-  
mon. Csütörtökön elad 100 egységet. Pénteken felszabadítja a fe-  
dezetet.

Feltételezésünk szerint a bróker cég a FIFO készletértékelési  
módszert alkalmazza.

Kérdéses, hogy kikerül-e a készletből a fedezetként zárolt papír  
(E/V ügyletekként könyvelt repó, illetve szállítási repó esetben  
jellemzően kikerül). Amennyiben kikerül, úgy a FIFO módszer alap-  
ján a 100%-on vásárolt papír, amit a KELER 95%-on fogad be, a zá-  
rolás feloldásakor ugyanezen az árfolyamon vissza is kerül. Ha a zá-  
rolással egyidőben a papírok kivezetésre is kerülnek a saját készlet-  
ből, akkor 5% veszteség keletkezne, mivel a 100%-on vásárolt papír  
95%-on kerül vissza, miközben gyakorlatilag semmilyen veszteség  
nem keletkezett. A konfliktus könyvviteli feloldása érdekében el kel-  
lene adni a visszakapott papírt a piacon.

Ezek alapján nem javasolható, hogy a zárolás az adásvételhez  
hasonló készlettel legyen, inkább a mérleg alatti tételek között  
vagy egyes analitikákban kellene kimutatni.

Az eladott papírok értékesítésének készletértékelési problémái  
a következők. A 100 darabos eladás FIFO alapon a 100%-os  
árfolyamú papírból történik. Ugyanakkor a zárolás is ebből a papírból  
történt. Mondhatjuk tehát – a FIFO eljárás mellett – azt is, hogy az el-  
adás a 110%-os csomagból történt, hiszen a 100%-os csomag záro-  
lás alatt állt, abból nem lehetett eladni. A választásunktól függően le-  
het 100%-ot vagy 110%-ot könyvelni az eladott papír beszerzési  
költségeként, ami az eredményre is hatással van.

Megoldás lehetne, ha a FIFO elvet úgy alkalmaznák a vállalko-  
zások, hogy mindig a FIFO után megmaradó csomagot tekintenék  
zároltnak. Ez viszont akkor mond csődöt, amikor analitika szintjén,  
fizikai formában, sorszámmal ellátott zárolt értékpapírokból gon-  
dolkodunk.

### 4.2.3 A piaci átlaghozamok eltérítése

A végleges értékpapír-eladások kimutatásai között gyakran végleges eladásokként feltüntetett repóügyletek rejtőznek. A repóügylet előállításához nyilván az szükséges, hogy a repókamat az adásvételek közötti árfolyam-különbözetben legyen érvényesítve. Ettől az ügylet első adásvétele során kimutatott árfolyam akár – futamidő függvényében – lényegesen is eltérhet a piaci árfolyamtól lefelé, mivel az értékpapír alulértékelve kerül a vevőhöz.

*az adásvétel során kimutatott árfolyam lényegesen is eltérhet a piaci árfolyamtól*

Az ügylet mindkét lábánál jelentkezik viszont a haircut, amit szintén csak az árfolyamokban lehet érvényesíteni. Ez ugyan – a repókamat belekalkulálásával szemben – nem okoz problémát a két adásvétel egymáshoz viszonyított árfolyamában, viszont az egész ügyletsorozatban – biztosítva a pénzkihelyező biztonságát – alacsonyabb árfolyamon kerül kimutatásra.

Az alacsonyabb árfolyamértékek mesterséges módon magasabb hozamokat indukálhatnak, és egy erős repópiac esetében – ahol prompt ügyletek formájában zajlik az üzletkötés – az egész másodpiaci hozamgörbén elmozdulást lehet tapasztalni a valóságosnál magasabb hozamok irányába.

### 4.2.4 Statisztikai problémák

A statisztikai kimutatások esetében is előfordulhatnak a repó-, illetve testvérkonstrukcióinak nem tökéletes szabályozottsága miatt eltérések. Megjegyezzük, hogy Magyarországon még nincs befolyásoló hatása a statisztikai hibáknak, mivel az OTC állampapíradatokból kevés esetben találtunk egymáshoz viszonyítva lényegesen eltérő árfolyamot; ugyanakkor a potenciális eltérések kiküszöbölésére időben fel kell készülni. Ilyenek lehetnek pl. az árfolyamra vonatkozó adatok vizsgálata során, illetve a mennyiségi adatok szerint előforduló zavaró adatok.

A repó fedezeteként használt értékpapír másodpiaci árfolyamát, ezen keresztül pedig az indukált hozamát térítheti el a repóügylet két időben eltérő azonnali ügyletként való könyvelése és a KELER OTC statisztikájába való bevétele (részletesebben lásd az előbbiekben). A problémát kiküszöbölhetné, ha tudomásra kerülne, hogy az eladások közül mennyi takar határidős ügyletet, és milyen repókamat (és margin) kerül felszámításra. Ugyanakkor ennek az elszámolási módnak az az előnye, hogy nem lehet egyértelműen megkülönböztetni a valódi végleges eladástól. Így a jelenlegi szabályozás feltételei között a statisztikai hiba szűrésére sincs mód.

A mennyiségekre lehet torzító hatású, amennyiben a repó két üzletfele egymástól eltérő módon számolja el az ügyletet. Amennyiben az eladó kivezeti az értékpapírt a könyveiből, de a vevő nem

*E/V könyvelés eltérítheti az értékpapír számított átlagárfolyamát az OTC-piacon*

*ellentmondásos  
az értékpapír-  
kölcsonzési ügyletek  
könyvelése is*

könyvelni le mérlegtételnek, akkor az értékpapír “eltűnik” a két intézmény között. Fordított helyzetben pedig – amikor az eladó nem vezeti ki a papírt, és a vevő nyilvántartásba veszi azt mérlegtételként – akkor a papír duplikálódik.

Ellentmondásos az értékpapír-kölcsonzési ügyletek könyvelése is. Amikor ugyanis ‘A’ kölcsönadja ‘B’-nek az értékpapírt, akkor ‘A’ mérlegében – mint a papír tulajdonosa – benne marad az eszköz. ‘B’-nek azonban joga van véglegesen eladni a papírt ‘C’-nek, aki szintén tulajdonossá válik. Ilyenkor számos kérdés merül fel. Az üzletág felfutása esetén – ami a közeljövőben kétséges – statisztikailag akár meg is sokszorozódhat a piacon lévő értékpapírok száma. Az sincsen megfelelő módon szabályozva, hogy tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapír esetén melyik tulajdonos gyakorolhatja a tulajdonosi jogokat, illetve kamatozó eszköz esetén kit illet a kamat.

## 4.2 Repópiac az üzleti szférában

### 4.2.1 Az üzleti repópiac fejlődésének akadályai

*az üzleti szféra által  
bonyolított  
repóügyletek kevésbé  
átláthatók*

A jegybanki repópiacal ellentétben az üzleti szféra által bonyolított repóügyletek sokkal kevésbé átláthatók. A statisztikák szerint a piaci szereplők egymás között alig kötnek repóügyleteket Magyarországon, sokkal elterjedtebbek a repókat helyettesítő E/V ügyletek. Ez a tendencia több oknak is köszönhető, melyek közül kiemelkedő szerepet töltenek be a törvényi, illetve a jegybanki szabályozások által támasztott korlátok.

*a törvényi szabályozás  
által támasztott fő  
korlátok...*

Az 1995-ben hatályba lépett devizatörvény kizárja a külföldieket mindennemű magyarországi rövid lejáratú (éven belüli) határidős ügylet folytatásából. Mivel a repók jellemzően éven belüli futamidejű határidős ügyletek, ezért a legális szereplők köre a devizabelföldiekre korlátozódik, ami egyúttal azt is jelenti, hogy a potenciális repópiaci forgalom csupán töredéke annak, amekkora liberalizáció esetén lehetne. Ugyancsak gátat szab a repópiac fejlődésének az a jegybanki rendelkezés, amely a repóügyleteket tartalékolási kötelezettség alá vonja. A bankoknak így túl költséges repózniuk,<sup>3</sup> sokkal olcsóbb számukra, ha két spot adásvételként hoznak létre szintetikus repókat. Amennyiben a két adásvételi szerződés azonos időpontban keletkezik, az ügylet E/V ügyletnek minősül, amely már nem esik tartalékolási kötelezettség alá, közgazdasági tartalmát tekintve viszont megegyezik a repóval.

<sup>3</sup> Ez csak a bank-nem bank viszonylatban kötött ügyletekre vonatkozik, hiszen a bankok egymás közötti repóügyletei tartalékmentesek.

Az E/V ügyletek az ebben a tekintetben kevésbé prudens bankok értelmezésében lehetőséget jelenthetnek a kötelező tartalékképzés megkerülésére, de mivel határidős ügyletnek minősülnek (amennyiben az ügyletben szereplő két adásvétel között eltelt idő meghaladja a 8 napot), ezért a külföldieket továbbra is akadályozzák a szintetikus repó létrehozásában. Abban az esetben viszont, ha az E/V ügyletben szereplő két adásvételi szerződést eltérő időpontra datálják a felek, már nehezen bizonyítható, hogy határidős ügylet kötöttek, úgy tűnik, mintha két független (véletlenül azonos tárgyú, mennyiségű és ellentétes irányú) azonnali adásvételről lenne szó. A külföldiek előszeretettel használják a szintetikus repó létrehozásának ezt a módját; sokkal szívesebben kötnek ilyen ügyleteket belföldi partnerekkel, mintsem hogy azonos feltételek mellett betétet helyezzenek el egy számukra alacsony hitelképességű magyar banknál, még akkor is, ha a szintetikus repó tranzakciós költsége esetleg magasabb egy egyszerű betételhelyezésénél.

... és azok megkerülése

Egy másik módszer, amellyel megoldható, hogy a határidős ügyletek „átváltozzanak” spot ügyletekké, hogy a kétszereplős ügyletekbe beiktatnak egy harmadik partnert (nem elszámolóházat). A határidős ügyletben szereplő két adásvételt ilyenkor két különböző partnerrel végzi a harmadik fél, s ezután a két partner egymás között nettózza pozícióit. Így még nehezebben bizonyítható, hogy határidős tevékenységről lett volna szó. Ennek a módszernek a hátránya, hogy dupla partnerkockázatot jelent a klasszikus repó- vagy E/V ügyletekhez képest. A partnerkockázat csökkentése megoldható elszámolóházak közbeiktatásával, ami viszont az ügylet költségét növeli meg.

Meg kell említeni ugyanakkor, hogy nehéz különbséget tenni azon ügyletek között, amelyek nem azért jöttek létre, hogy egy adott szabályozást megkerüljenek, hanem tisztán piaci indíttatásból. A piaci szereplők egy meghatározó része sokszor fedezeti ügyletet köt a már korábban megvásárolt portfóliójára, mely utólag pusztán a száraz számokat tekintve teljesen hasonló helyzetet eredményez, mint ha E/V ügyletet kötött volna.

További akadályt jelent a repópiac fejlődésének a bankok egymással szemben állított hitel limitei. Ez a probléma annak ellenére fennáll, hogy az üzletek többsége DVP elszámolással történik. A bankok egy jelentős csoportja ugyanis nem vállalja fel az ügylet nemteljesüléséből fakadó (minimális) kockázatot. Ez lehet az egyik magyarázata annak is, hogy több esetben inkább az MNB-vel kötnek aktív repóügyletet a bankok, mint más piaci szereplővel, akitől esetleg olcsóbban juthatnának forráshoz.

a bankközi limitek indokolatlanul a repókra is kiterjednek

Napjainkban a limitek kialakítása a hazai kereskedelmi bankok központjainál (külföldön) történik, és sok esetben a hazai bankoknak nincs ráhatásuk a limitekre. Ebben a kérdésben rövid távon nem is számíthatunk előrelépésre, mivel a nemzetközi pénzügyi



piacokon jelenlévő bizonytalanság negatívan befolyásolja a limitek szorosságát.

A bankközi limitrendszer egyúttal azt is jelenti, hogy a magyar bankközi piacon nem olcsóbb repózni, mint sima – fedezet nélküli – hitelt felvenni. A kockázatok ugyanis nem a kamatokban, hanem a piaci szereplők egymással szemben állított alacsony limitszintjeiben testesülnek meg. A repók sok esetben a bankközi limitek keretén belüli elbírálásba esnek, ami irracionális, hiszen kockázat szempontjából nem indokolt a két ügylettípust azonos elbírálásban részesíteni.

*a repópiac kibontakozásának további akadályai*

A repópiac kibontakozását akadályozza az is, hogy a bankok általában csak a feltétlenül szükséges állampapír-mennyiséget tartják portfóliójukban, sokszor nem rendelkeznek szabad papírokkal, amelyekkel repóügyleteket bonyolíthatnának. Problémát jelent még az a tény is, hogy a likviditáshiány, illetve bőség általában egyirányú, vagyis ha likviditás hiány van a piacon, akkor a szereplők többségének pénzre van szüksége, ellenkező esetben pedig többnyire mindenki pénzt akar kihelyezni, tehát sokszor nincs meg a repóügyletkezhez egy időben szükséges keresleti és kínálati oldal.

Nehézséget jelenthet továbbá a szállítási repók és az E/V ügyletek számviteli nyilvántartásából eredő potenciális veszteségek problémája. A leggyakrabban használt FIFO elv alapján történő nyilvántartás ugyanis sok esetben (ál)vesztést okozhat a repóügyleteket végző szereplők számára (ld. 4.2.2. fejt.), míg bankközi hiteleknel ilyen nem fordul elő.

További problémát jelent az elszámolások relatív bonyolultsága, amely annak ellenére, hogy álproblémának tűnhet, sok helyen ténylegesen a repóforgalom akadályaként jelenik meg. A legtöbb bank belső szabályzata előírja az írásos szerződések meglétét, amely egy repóügylet esetén több adminisztrációt igényelhet, mint egy egyszerű bankközi hitel esetén. Az adminisztráció nagymértékben csökkenthető lenne, ha a bankok (az MNB-hez hasonlóan) általános üzleti feltételeik keretében rögzítenék a repókra vonatkozó szabályokat, illetve ha az üzleti feltételekben a KELER vonatkozó szabályzataira hivatkoznának.

*a liberalizáció monetáris politikai szempontból jelenleg nem vállalható*

Összességében elmondható, hogy jelenleg Magyarországon sokkal jellemzőbb a szintetikus repók vagy a repó-testvérkonstrukciók alkalmazása, mint a klasszikus értelemben vett repóké. Ennek elsősorban a jegybanki, illetve törvényi szabályozások jelentik a magyarázatát. Könnyen elképzelhető, hogy amennyiben megszűnne a repókra vonatkozó tartalékkötelezettség, illetve lehetővé válna a külföldiek részére a rövid lejáratú határidős tevékenységek végzése, az eddig E/V ügyletként, illetve két adásvételként könyvelt ügyletek döntő hányada repóügyletként jelenne meg. Nem egyértelmű ugyanakkor, hogy ezen felül mekkora növekedést produkálna a repópiac a szabályozások liberalizálása esetén. A bankoknak a tartalékkötelezettség megszűnésével lehetővé válna, hogy a nagy be-



tételhelyező ügyfelek részére nyilvánosan meghirdessenek repó konstrukciókat. Kérdés, hogy megéri-e nekik kisebb ügyfelekkel is repózni, vagy a tranzakciós költségek miatt a repó ügyfélkörük maradna-e az a kiválasztott kör, amellyel valamilyen formában eddig is kötöttek ilyen ügyleteket? A tartalékkövetelmény eltörlése feltételezhetően azzal a következménnyel járna, hogy a banki források jelentős része repóként jelenne meg a bankok mérlegében (amennyiben a többi forrás tartalékköteles maradna). Ez a megoldás tehát további tartalékelkerüléshez vezethetne, így monetáris politikai szempontból jelenleg semmiképpen sem elfogadható.

Amennyiben a tartalék jövedelmi hatása nagymértékben csökken, akkor a bankok tartalékmegkerülési motivációja is mérséklődik. A kötelező tartalékolás miatti jövedelmezőségi hatás két tényező miatt csökkenhet: a tartalékráta csökkenése, illetve az elhelyezett tartalékok után fizetett kamatok piacihoz közeli szintre növelése következtében. Az MNB céljai között a sterilizáció költségeinek – esszerű keretek közötti – visszafogása monetáris politikai szempontból magasabb fokú prioritást élvez, mint az üzleti instrumentumok (pl. repópiac) fejlesztése, ezért a bankközi kamatszintet jobban megközelítő kamatfizetés a tartalékként elhelyezett eszközökre nem lehetséges, a jegybanknak más lépéseket kell tennie a repópiac fejlesztése érdekében. A tartalékráta fokozatos csökkentésére a sterilizációs nyomás tartós elmúlásával, a jegybank aktív oldali műveleteinek irányadóvá válása esetén lehet számítani. Ebben az esetben szintén csökkenhet a kötelező tartalék jövedelem elvonási hatása és erősebb fejlődési pályára állhat a repópiac Magyarországon.

#### **A repó tartalék-kötelezettség alóli kivételével kapcsolatos pro és kontra érvek**

*A tartalékkötelezettség megszüntetése mellett szól:*

- Jelenleg néhány bank a nagyobb betéteseivel kötött betéti ügyleteit a kötelező tartalék megkerülésével (gyakran E/V szerződésekkel álcázva) köti. Így a repó tartalék alóli kivétele nem, vagy nem csak a betétektől csoportosítana át összegeket, hanem az eszköz végleges eladási, majd visszavásárlási ügyleteitől is.
- A bankok szabad rendelkezésű állampapír-állománya véges, tehát a potenciális lehetőség az effektív tartalékráta csökkenésére limitált.
- Az állampapírok címletezése, illetve a tranzakciós és ügyviteli költségek növekedése miatt nem érné meg a bankoknak az eredetileg betétként nyilvántartott nem nagy összegű betétek átforgatása (átforgattatása) repóügyletekbe.
- A bankok az eszközeladás-határidős visszavétel ügyleteiket kétoldalú megállapodás alapján készítik, melynek határidős lábát szegényesen dokumentálják. Ugyanakkor a repótartalékolás alóli kivételét követően megnyílna az út a repó, mint egy betételhelyezési alternatíva legális hirdetésére, publikálására.

*A tartalékkötelezettség megszüntetése ellen szól:*

- A repó tartalék alóli kivétele során a bankok a nagyobb ügyfelekkel kötött betéti szerződéseiket átalakíthatják repóügyletekké, ezáltal kibújva a tartalékolási kötelezettség alól.
- A korábban E/V ügyletekként könyvelt betételhelyezést a bankok ezentúl legálisan hirdethetnék repóügyletekként, amivel az ilyen ügyletek száma várhatóan emelkedésnek indulna.
- A tartalékolás kijátszási lehetősége az effektív tartalékráta csökkenéséhez vezethet. A jegybank célja hosszú távon, hogy amennyiben lehetővé válik az effektív tartalékráta csökkentése, azt a nominális ráta csökkentésén keresztül hajtsa végre.

A külföldiek rövid lejáratú határidős tevékenységének engedélyezése feltételezésünk szerint szintén eredményezhetné azt, hogy az eddig „kerülőúton” kötött repók valódi repóügyletekként jelennének meg, ami átláthatóbbá tenné a piac ezen szegmensét. Megintcsak nehéz megjósolni, hogy az eddigi ügyleteken felül mennyi lenne az engedélyezésből fakadó állománynövekedés, de valószínűsíthető, hogy jelentős ugrás lenne tapasztalható. Egyes szereplők ugyanis prudenciális okokból kifolyólag jelenleg egyáltalán nem kötnek szintetikus repókat. Amennyiben a külföldiek belföldiekkel folytatott repótevékenysége liberalizálttá válna, a jelenleg repó szempontjából is prudens társaságok feltételezhetően szintén belépnének a piacra. A liberalizáció okozta többlet-tőkebeáramlás a jelenlegi gazdasági helyzetben a monetáris politika vitelét nagyban megnehezítené vagy ellehetetlenítené. A közelmúltban tapasztalt világpiaci válsághelyzetek sorozata még inkább megfontolásra ösztönzik a konvergáló országok jegybankjait a liberalizációs lépések tekintetében. Nem kívánatos ugyanis, hogy a felhalmozódó spekulatív tőke gyors kivonásának hatására fundamentumokkal alá nem támasztott tágabb körű tőkemozgások történjenek, amelyek hosszabb távon is képesek lennének megingatni a külföldi működőtőke bizalmát. Ezért a külföldiek magyarországi rövid határidős állampapír-műveleteinek liberalizációja az elkövetkező néhány évben (legkésőbb az EU-tag-ságunkig) nem hajtható végre.

*a tisztánlátás elősegí-  
hetné a repópiac ki-  
bontakozását*

A hazai repópiac serkentése érdekében mindenképpen hasznos lenne, ha a piaci szereplőkben tudatosulnának a repók és a bankközi hitelek között fennálló különbségek. Sok esetben nincsenek tisztában alapvető dolgokkal, vagy csak egyszerűen megszokásból idegenkednek a repózástól. Sokuknak például még mindig elkerüli a figyelmét, hogy a bankok egymás közötti repóügyletei nem esnek tartalékolási kötelezettség alá. Nem kellene, hogy problémát jelentsen a FIFO elv alkalmazásából adódó esetleges veszteségektől való félelem sem, hiszen óvadéki repó esetén a papírok nem kerülnek ki a könyvekből, ezért fel sem merülhet az átértékelődésből fakadó veszteség. Nem indokolt továbbá, hogy a repókat a

bankközi limitek keretén belülre sorolják egyes bankok, hiszen a két ügylettípus egészen más kockázati besorolást érdemelne. Úgy gondoljuk, hogy amennyiben ezek és az ehhez hasonló alapvető kérdések a piaci szereplőkben tudatosulnak, talán beindul a jelenleg indokolatlanul „beragadt” repópiac.

#### 4.2.2 Az üzleti repók jellegzetességei Magyarországon

Az ÁKK kezdeményezésére 1997-ben a piaci szereplők egy tag csoportjának közreműködésével a PSA/ISMA keretszerződés alapján elkészült egy – a magyar piaci és jogi környezetet figyelembe vevő – repó keretszerződés-tervezet. Az eddigi tapasztalatok szerint a hazai szereplők egyáltalán nem használják ezt az egységes szerződés-tervezetet, mivel egyrészt a törvényi rendezetlenség miatt számos kérdésben nem nyújt megoldást a keretszerződés használata,<sup>4</sup> másrészt – mint korábban már említettük – a repóügyletek a meglévő szabályozások megkerülése érdekében többnyire valamilyen más konstrukció formájában jelennek meg. Ezek a konstrukciók általában zsebszerződések keretein belül rögzített ügyletek, így rendkívül nagy kockázatot foglalnak magukban.

*repó keretszerződés-tervezet*

A hazai repóügyletek jellemzően pénzkölcsön által vezérelt ügyletek, a fedezetként átadott értékpapírok milyensége másodlagos jelentőségű. A repók legnagyobb része a külföldi ügyfelek kiszolgálása érdekében jön létre, akik általában a forint elleni, illetve melletti spekulációból kifolyólag – s nem a várható kamatjövedelem miatt – jelennek meg a hazai tőkepiacon. A magyar brókercégekkel, illetve bankokkal a spekulációt repóügyletek keretében végzik a fedezettség nyújtotta biztonság miatt.

*spekulációs célú repóügyletek*

A spekulációs ügyletek mellett a hazai bankok és brókercégek a repókat elsősorban likviditásszabályozásuk eszközeként használják. Ritka esetekben előfordul, hogy a repó (vagy E/V) ügylet mögött értékpapír-kölcsönvételi vagy kölcsönadási szándék húzódik meg, de ez inkább bizonyos szokatlan piaci helyzet bekövetkeztekor fordul elő. (Jellemző példa erre 1997 tavasza, amikor az MNB a korábbi várakozásokkal ellentétben emelte betéti kamatait, a piaci szereplők – arra számítva, hogy a kamatemelés csak átmeneti, s a csökkenő trend hamarosan visszaáll – nagy mennyiségben repóztak ki állampapírt portfólióikból, hogy időlegesen megszabaduljanak azon papírjaiktól, amelyeken rövid távon – a korábbi csökkenő ho-

*Magyarországon ritka az értékpapír-indíttatású ügylet*

<sup>4</sup> Egyik ilyen jogi vonatkozású probléma a csődtörvénnyel kapcsolatos. A probléma akkor merül fel, amikor a fedezetként szolgáló értékpapír eladója csődbe kerül. Ilyenkor a repó vevője a csődtörvény értelmében hátrasorolt követeléssel rendelkezésként fog szerepelni, hiába kerültek tulajdonába a papírok a repószerződés értelmében (óvadéki és háromszereplős repónál). Ennek a problémának a megoldásához a csődtörvényt is módosítani kellene, nem elegendő egy keretszerződés létrehozása.

zamtrend visszaálltáig – veszteséget könyvelnének el. Ekkor a repók indíttatása kifejezetten értékpapír kölcsönadásán alapult – és nem pénz kölcsönvétele, vagy kölcsönadása által motivált módon történt.)

*jellemző futamidő*

Futamidő tekintetében a közelmúltig legjellemzőbb az 1 hónapos lejárat volt, ami annak a következménye, hogy a bankok az MNB 1 hónapos betétjét közvetítették tovább brókercégek, befektetési alapok, vállalatok és külföldi partnereik felé különböző felárral. Jellemző volt még az O/N és 1 hónap közötti lejárat, a hónapon túli ügyletek viszont nagyon ritkák voltak. Sok esetben volt megfigyelhető hosszabbítás a futamidő lejártakor. Az egyhónapos irányadó jegybanki instrumentum futamidejének márciusban történt kéthetesre csökkentése várhatóan a repók átlagos futamidejének rövidülését is maga után fogja vonni.

### **4.2.3 Fedezetértékelés**

*kezdetleges hazai fedezetértékelés*

A magyarországi repópiac tökéletlenségét fokozza az ügyleteknél használt fedezetértékelés kezdetlegessége. A fedezeteket csak az ügylet elején értékelik a szereplők annak függvényében, ki a partnerük és milyen futamidejű ügyletet kötnek. A sokszor vitákba torkolló megegyezési folyamat többnyire rászorultsági alapon dől el, vagyis általában az a fél enged, amelyiknek nagyobb szüksége van az ügylet létrejöttére. A futamidő alatti folyamatos fedezetértékelés egyáltalán nem jellemző, s ez növeli a repók kockázatát. A KELER jelenlegi elszámolási rendszere nem is teszi lehetővé pótlólagos margin bekérését, ezért még ha történne is napi fedezetértékelés, az alul-, illetve túlfedezettséget csak az ügyletek lejártával lehetne korrigálni. A napi fedezetértékelés hiánya, valamint a fedezetként használt (illikvid) hitelkonszolidációs állampapírok miatt az ügyletek jellemzően túlfedezettség mellett jönnek létre.

## 5. | A repó szerepe jegybanki szempontból

A repóval kapcsolatban a jegybanknak kettős szerepe van. Mind a két szerep a transzmissziós mechanizmus egy-egy szakaszában jellemző. Egyrészt a transzmisszió kezdetekor a saját eszközei között szerepeltetheti. Ebben az esetben a repó a jegybank céljainak elérésében eszköz, amelyen keresztül indukálja a reálgazdasági változás(oka)t a transzmissziós mechanizmus segítségével. Másrészt a transzmisszió későbbi szakaszában a piaci repó visszacsatolást jelent a monetáris politika vitele számára, egyben a kamatpolitika, illetve a banki likviditáskezelés hatékonyabb érvényesülésének is az eszköze.

*a repóval kapcsolatban a jegybanknak kettős szerepe van*

A következő pontban áttekintés olvasható arról, hogy a repó jegybanki eszköztárban miben különbözik illetve mennyivel előnyösebb egyéb – hasonló célokra használható – eszközöknél továbbá, hogy a jegybank eszköztárába a repóknak mely fajtái illenek bele.

Az ezt követő pont rövid áttekintést tartalmaz a magyarországi jegybanki repó történetéről. A harmadik pont is a repó jegybanki eszköztáron belüli funkcióival foglalkozik úgy, hogy az egyes funkciók bemutatása mellett leírja az ehhez kapcsolódó magyarországi gyakorlatot is. Végül a fejezet utolsó részében olvasható rövid áttekintés arról, hogy miért fontos a jegybank számára a piaci repó elterjedése.

### 5.1 Repó a jegybanki eszköztárban

A repót az amerikai központi bank vezette be először, és csak évekkel ezután következett az európai jegybankok repózásának gyakorlata. Napjainkban számos központi bank tartja elsődleges eszközének a repót, illetve a piacokon is a rendkívül erős innovációnak köszönhetően gomba módra szaporodnak a repó-, valamint a társinstrumentumok.

A repókonstrukciónak nem csak rengeteg formája alakult ki, de a repón keresztüli finanszírozás és az állampapír-forgalom volumene is ugrásszerűen emelkedett.

### 5.1.1. A repó előnye a végleges állampapírügyletekkel szemben

*megőrizte az előnyöket, amelyek az állampapír azonnali eladása, illetve vétele esetén fennálltak*

*a repó állandó rövid futamidőn képes hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatszint- vagy pénzmennyiségi célját*

A repó jegybanki eszköztárba épülésével megőrizte azokat az előnyöket, amelyek a klasszikus állampapír azonnali eladása, illetve vétele esetén fennálltak, és ezen felül újabb előnyök is keletkeztek. Az állampapír-visszavásárlási megállapodás során a prompt eladáshoz hasonlóan lehet élni a folyamatos vagy az aukciós értékesítési formával, lehet a piacon beavatkozni, illetve passzív módon meghirdetni az értékesítést (vagy vásárlást). Fennáll mind a két beavatkozásnál a pénzmennyiség változtatásának a lehetősége, és mind a két eszközzel előidézhető kamatszintre gyakorolt hatás.

A repó elsődleges előnye az, hogy egyenletes, állandó rövid futamidőn képes hatékonyan befolyásolni a jegybank operatív kamatszint- vagy pénzmennyiségi célját. A korábban elsődleges eszköznek tartott állampapír azonnali vásárlás-eladása során a jegybank kénytelen volt alkalmazkodni ahhoz, hogy milyen kibocsátási (lejárat) szerkezetben álltak rendelkezésre állampapírok, és ezeknek mekkora a likviditása. Amennyiben nem állt rendelkezésre megfelelő mennyiségű, illetve megfelelően rövid hátralévő futamidejű állampapír, a jegybanknak választania kellett, hogy beavatkozzon-e – esetleg kevésbé hatékonyan – a hosszabb futamidőn vagy más eszközökkel próbáljon meg operálni. Az állampapír-eladások, illetve vásárlások gyakran nem elég nyilvános módon zajlottak, így nem élvezték a jegybanki transzparencia és a megfelelő publicitás előnyeit. Mivel a beavatkozás csak a piac egy szűk szegmense számára tudatosult, nem mindig sikerült megfelelő signalling hatást elérni.

A repóügyletek – függetlenül az állampapírpiacon szélességétől és a fedezetként szolgáló értékpapírok futamidejétől – mindig azonos futamidőn képesek reagálni. Az azonos futamidőből adódóan a

4. táblázat

*Az aktív repó és hasonló hatású jegybanki eszközök összevetése*

Aktív művelet	Repó	Outright vétel	Lombard hitel
Aukcionálhatóság	+	+	+
Folyamatos rendelkezésre állás	+	+	+
Napi fedezetértékelés	+	–	+
Értékpapír-helyettesíthetőség	+	–	+
	(lehetséges)		(lehetséges)
Rugalmasan alkítható futamidők	+	–	+
Közvetett átruházhatóság	+	–	+
			(lehetséges)

5. táblázat

**A passzív repó és hasonló hatású jegybanki eszközök összevetése**

Passzív művelet	Passzív repó	Outright eladás	Betét
Aukcionálhatóság	+	+	+
Folyamatos rendelkezésre állás	Az állampapír-átlomány erejéig	Az állampapír-átlomány erejéig	+
Napi fedezet-figyelés	(közvetve)	+	(közvetve)
Értékpapír-helyettesítettség	+	-	-
Rugalmasan alakítható futamidők	+	-	+

repóügyletek esetében transzparenssebben – könnyebben összehasonlíthatóan – jelennek meg az egyes beavatkozások kamatai, illetve kamatváltozásai. A repóval lehet direkt módon meghirdetett kamatszinten rendelkezésre állni vagy kamattendert kiírni (állampapír azonnali eladása/vétele esetén ezt nem lehet könnyen megvalósítani az eltérő lejáratok miatt).

A repó során a központi bank által viselt árfolyamváltozási kockázata csökken, mivel a visszavásárlási kamatlábban előre történik megállapodás, míg a prompt beavatkozás következtében nincs a jegybank biztosítva az ellentétes irányú akció bekövetkeztéig fennálló árfolyamváltozással szemben.

Az aktív ügyletek során a repó általánosan elterjedt a jegybanki eszköztárban. Az azonnali értékpapír-vásárláson kívül a lombard hitelezéssel (amely számos szempontból egy kategóriába tartozik a repóval) szemben is van előnye. Míg a lombard hitelek esetében nem jellemző – bár elképzelhető – a napi szintű fedezetértékelés és emiatt lényegesen alacsonyabb beszámítási értéken kerül a fedezet elfogadásra, a repó esetében ez egyre elterjedtebb. A repó esetében kiforrott gyakorlata van a zárolt értékpapírok helyettesítési lehetőségének, ami azért fontos, mert a jegybank számára mindenképpen biztosított lesz a fedezet, de a bank az üzleti tevékenysége során nem kell, hogy korlátozva érezze magát abban, hogy a rendelkezésre álló portfóliójának mely részét kívánja fedezetként lekötöni.<sup>1</sup>

A fenti előnyök persze csak akkor jelentkeznek, ha hosszabb futamidejű repókonstrukcióról beszélünk, mivel egynapos (vagy néhány napos) lejárát esetén sem mód, sem közgazdasági racionalitása nincs a napi szintű fedezetértékelésnek, illetve a papírok helyettesíthetőségének. (Esetleg egy nagyon likvid piacon az RTGS használata mellett akár a napon belüli értékpapírcsere vagy többszöri átértékelés is fontossá válhat.)

<sup>1</sup> Jegybanki gyakorlatban megfigyelhető az egymáshoz közeli konstrukciók együttes használata is. A Bundesbank korábban például egyidőben alkalmazta egynapos lejáraton a lombard hitelezést, kéthetes futamidőn pedig az aktív repót.

6. táblázat

**Az óvadéki, a szállítási repó és a betét összehasonlítása**

	Óvadéki passzív repó	Szállítási passzív repó	Betét
Átruházhatóság	–	A fedezet a futamidő alatt átruházható	–
Rendelkezésre állás	A jegybank portfóliója erejéig	A jegybank portfóliója erejéig	Korlátlan
Bankok egységes kezelése	Adott	Nehezen megoldható	Adott
Sterilizációs eszköznek alkalmas	A jegybank portfóliója erejéig	A jegybank portfóliója erejéig	+
Finomhangolásra alkalmas	+	+	+
Elősegíti a pénzpiac fejlődését	+	+	+
Elősegíti az állampapírpiac fejlődését	–	+	–

A passzív jegybanki műveletek között a repót leginkább a betéti konstrukció helyettesíti, ugyanis monetáris hatását tekintve a két azonos tartalommal bír. Eltérést csak a piaci szerepet illetően tapasztalhatunk akkor, ha a szállítási repót az óvadékival vagy a betéttel hasonlítjuk össze.

Óvadéki típusú passzív repó és a betét között a piac szempontjából gyakorlatilag semmi különbség nincs. A formai különbség az, hogy a repó esetében a jegybank ügyfele részére olyan állampapírokat helyez el fedezetként, amelyeket az a futamidő teljes hossza alatt nem használhat. Birtokába csak akkor kerülhetne, ha a jegybank nem lenne képes a határidős fizetési kötelezettségének eleget tenni. Ez pedig gyakorlatilag nem fordulhat elő.

Tulajdonságait tekintve az óvadéki típusú jegybanki passzív repó a betétől igen kis mértékben különbözik. A sterilizációs célokra vonatkozóan, illetve a folyamatos rendelkezésre állás esetében az a különbség, hogy a repót csak a jegybank állampapír-állományának keretéig lehet alkalmazni, míg a betétállomány korlátok nélkül emelkedhet.

### 5.1.2 Szállítási, illetve óvadéki repó a jegybanki eszköztárban

Aktív oldalon a szállítási típusú, illetve az óvadéki típusú repó között sincs érdemi különbség, mivel a jegybank a fedezetként szolgáló értékpapírt a futamidő alatt nem használja – így nincs jelentősége annak, hogy a futamidő során birtokába kerül-e a papírnak, avagy nem. Az egyszerűbb megoldás az óvadéki típusú letétbe helyezés.

az óvadéki passzív repó és a betét között a jegybanki eszköztárban csak formai különbségek vannak

aktív oldalon a szállítási, illetve az óvadéki típusú repó között sincs érdemi különbség



Mint azt már említettük, passzív oldalon a jegybank iránti bizalom megléte esetén nincs jelentősége annak, hogy óvadéki típusú passzív repó vagy betéti formában hajt végre a jegybank – egyéb tekintetben azonos kondíciójú – ügyleteket. A szállítási típusú passzív repó viszont minőségileg lényegesen különbözik a betéti, illetve az óvadéki repóügyletektől. A szállítási passzív ügylet esetében a pénzügyi szereplők a repó futamideje alatt a fedezetként szolgáló papír birtokába kerülnek; azt eladhatják, tovább repózhatják, kölcsönözhetik, illetve fedezetbe adhatják. Ennek révén bizonyos mértékű likviditási prémiummal kellene a szállítási repónak rendelkeznie a betéttel szemben, ami azt indukálná, hogy a jegybank akár alacsonyabb kamatokkal is elérhetné ugyanazt a bankrendszeri likviditási célt. Ennek persze előfeltétele lenne egy gördülékenyen működő, likvid üzleti repópiac.

*a szállítási típusú passzív repó minőségileg lényegesen különbözik a betéti, illetve az óvadéki repóügyletektől*

A szállítási típusú jegybanki passzív repó megvalósulása csak korlátozottan jöhet számításba, mert a jegybank mérlegében a repófedezetként felhasználható értékpapír-állomány véges (ezt oldhatja fel a jegybanki papír kibocsátása és kirepózása, ami később van részletezve). Mindezek mellett a rendelkezésre állás gyakorlatilag lehetetlen, hiszen abban az esetben, ha azt szeretné a jegybank elérni, hogy a repó a szállítási jellege miatt legyen a bankok körében népszerűbb (és alacsonyabb kamatú) a betétnél, akkor egy bizonyos – a piacon keresett – papírból nagy mennyiséggel kell rendelkeznie. Amennyiben – az MNB korábbi, óvadéki típusú passzív ügyleteihez hasonlóan – nem venné figyelembe a jegybank azt, hogy az ügyfelek esetleg különböző állampapírokhoz jutnak a szállítási konstrukción belül, az számos problémát vetne fel. Először is hogyan kerülne eldöntésre az, hogy melyik pénzintézet melyik papírt kapja – ha az egyik egy kurrensebb papírhoz, míg a másik egy kevésbé kelendőhöz jutna ugyanazon az „áron”, az nem biztosítaná a jegybank semlegességét és a bankok egyenlő kezelését.

*a szállítási típusú jegybanki passzív repó csak korlátozottan jöhet számításba*

Az eljárás közelítene a szerencsejátékhoz, ugyanis az ajánlatok benyújtásakor még senki sem tudná azt, milyen fedezetet fog birtokolni.

Mindazonáltal a szállítási típusú passzív repónak van létjogosultsága a jegybankok finomhangolási célú eszközei között. Ennek leghatékonyabban megvalósítható formája a tenderen történő értékesítés valamilyen mennyiségi korláttal. Ebben az esetben ugyanis a jegybank – miután felméri a portfóliójában lévő állampapír-állományt – meghirdetheti, hogy melyik papírra kíván tendert kiírni. A tenderen felajánlott mennyiség nyilván nem haladhatja meg az adott értékpapírból rendelkezésre álló állományt. Finomhangolásra pedig azért használható kizárólagosan, mert egyfajta papírból nem áll rendelkezésre annyi, amennyivel a durva szabályozásban (sterilizáció, strukturális likviditáshiány létrehozása) eredményes lehet egy

*finomhangolási cél*

7. táblázat

**A repó alaptípusainak lehetséges eszköztári szerepe**

	Aktív repó	Passzív repó
Óvadéki repó	Jelenleg is így folyik az MNB repókereskedése.	Nincs értelme a bevezetésének, mivel a betét minden pozitív tulajdon-ságát megtartotta: (1997. októberig alkalmazta az MNB)
Szállításos repó	A bevezetésének csak akkor lenne értelme, ha a jegybank a futamidő ide-je alatt fel tudná (és akarná) használni a fedeztként kapott értékpá-pirokat.	A pénzpiac fejlesztése ér-dekében fontos szerepe lehet. Az MNB állampapír-portfólió mé-rete miatt csak finom-hangolás céljára alkalmazható, illetve sa-ját papír fedezetbe adá-sával.

szállítási passzív  
repó MNB-kötvényfe-  
dezettel

Az MNB-kötvény kibocsátásának kezdetekor volt olyan elképzelés, amely szerint az MNB-kötvényeket egy évnél hosszabb időre bocsátaná ki a jegybank, és miután saját számlán elhelyezte, egy-éves futamidejű szállítási típusú passzív repó formájában (gyakorlatilag fedeztként) juttatta volna a pénzpiacra. Ennek a módszernek az előnye többek között az lett volna, hogy a jegybank folyamatosan egyéves időtávon lett volna képes beavatkozni, nem pedig tíz és tizenkét hónap között. A fenti elv természetesen megvalósítható rövidebb futamidőkkel is, tehát például egy hat hónapos MNB-papírt lehet kéthetes repók mögé fedeztként szállítani.

A szállítási repó fenti elvek szerinti kibocsátása esetén meg lehet szüntetni az állampapír-portfólió korlátossága miatt keletkező szűk keresztmetszetet, és felhasználhatóvá válna az MNB-kötvény fedezettel rendelkező jegybanki szállítási típusú passzív repó a finanszírozáson túlmutató jegybanki feladatokra is.

### 5.1.3 Fedezetértékelés a jegybanki repóknál

Az MNB-ben egészen 1998 végéig az üzleti repókhoz hasonlóan nagyon kezdetleges fedezetértékelési eljárás volt használatos. Az aktív repók fedezeteként elfogadott állampapírokat a „piaci” árfolyam és egy megfelelőnek vélt diszkont összegeként számított befogadási áron számította be az MNB, s az ügylet futamideje alatt nem történt korrekció a fedezet értékében. Szerencsére erre nem is volt szükség, köszönhetően az általában igen alacsony aktív repó-állománynak, a rövid futamidőknek (ami alacsonyabb árfolyam-

kockázatot hordoz magában), valamint a megfelelően megállapított diszkontoknak.

Az 1998 végén megszületett eszköztári változtatások előtérbe helyezték az aktív oldali jegybanki műveleteket, ezáltal szükség volt egy megbízható és átlátható fedezetértékelési rendszer kiépítésére. 1998 decemberében a jegybank Monetáris Bizottsága elfogadta, hogy 1999 februárjától életbe lépjen egy ún. normatív fedezetértékelési rendszer, amelynek keretében az MNB aktív oldali hitelügyleteinél a fedezetként elfogadott értékpapírokat egységes módszer alapján értékeli. A fedezetek értékelésénél alkalmazott diszkontot az ügylet futamidejétől függően két részre bontva – O/N, illetve annál hosszabb lejáratok – állapította meg.

*1999 februárjától normatív fedezetértékelési rendszer*

Középtávon a napi fedezetértékelésre történő áttérést tűzte ki céljául a jegybank, ennek azonban infrastrukturális korlátai vannak mind az MNB, mind pedig az elszámolásokat bonyolító Keler Rt. részéről. A napi fedezetértékelési rendszer a leghatékonyabb és legkorszerűbb rendszerek közé tartozik, amely biztosítja a fedezetek értékének napi automatikus felülvizsgálatát, túl, illetve alulfedezettség esetén a fedezetek korrigálását, az értékpapír-helyettesítést, valamint az ügyfélszinten történő összevont fedezetértékelés megvalósítását. Ez utóbbi azt jelenti, hogy az egyes ügyfeleknek nem kell minden egyes jegybanki hitelük után külön mozgatni a fedezeteiket túl-, illetve alulfedezettség esetén, hanem csak az összevont hitelegyenlegre kell mindenkor fedezettséget biztosítaniuk.

*napi fedezetértékelésre történő áttérést tűzte ki céljául a jegybank*

A napi fedezetértékeléshez szükséges infrastrukturális fejlesztéseket az MNB 1998 végén kezdeményezte a Keler Rt.-nél. A fejlesztések nemcsak a jegybanki fedezetértékelés tekintetében jelenthetnek előrelépést, hanem lehetőséget biztosítanak az üzleti repók esetén alkalmazott korszerűbb fedezetértékelésre is, s emellett biztosítani fogják a repóügyleteknél külföldön igen elterjedt értékpapír-helyettesítés lehetőségét is. Remélhetőleg az MNB fedezetértékelési rendszere példaértékű lesz a piaci szereplők egymás között köttetett repóügyleteinél is, hiszen a fedezetek napi újraértékelése lehetővé teszi egészen alacsony kezdeti diszkontok alkalmazását (vagyis ugyanahhoz az ügylethez kevesebb állampapír-fedezet felhasználását), emellett ez hordozza a legalacsonyabb kockázatot a fedezetértékelési rendszerek közül.

## 5.2 A jegybanki repó története Magyarországon

Hazánkban először 1993-ban került alkalmazásra repó elnevezéssel instrumentum. Ennek előfeltétele volt egy viszonylag fejlett állampapírpiac létrejötte. A dinamikusan fejlődő állampapírpiac alapjain a jegybank a rövid futamidejű direkt (bankközi hitelnyújtás segítésé-

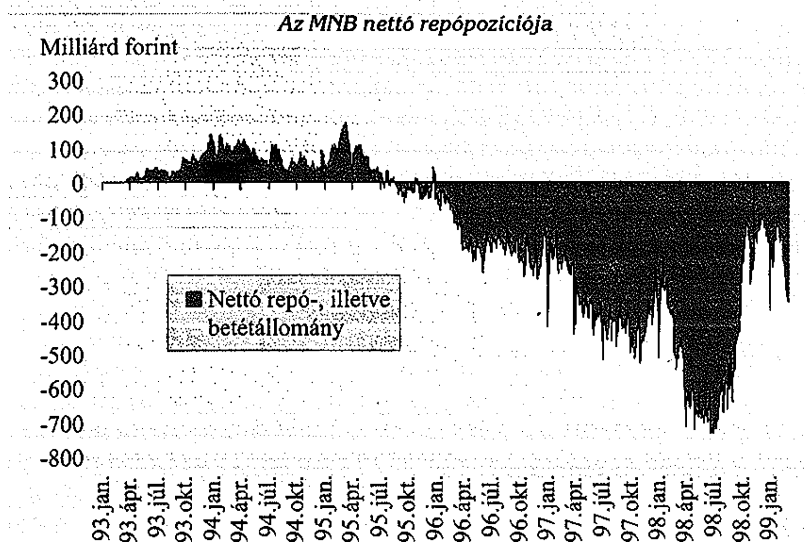
*a repó bevezetésére 1993-ban került sor*

gével történő) refinanszírozásról áttért a határidős állampapír-visszavásárlási ügyletek végzésére.

aktív repólimit

Míg passzív repók esetében a jegybank korlátlan rendelkezésre állást biztosított partnerei számára, aktív repókra bankszinten lebontott limitrendszert vezetett be. Az egyes bankok által igénybe vehető aktív repókereteket a mérlegfőösszegek alapján állapította meg az MNB. Eleinte az aktív repóállomány volt a meghatározó, amit egyrészt a bankkonszolidáció előtt, illetve alatt gyengélkedő bankok megnövekedett forrásigénye magyarázott, másrészt az a tény, hogy az MNB ebben az időszakban tovább folytatta a fokozatos áttérést a költségvetés jegybanki finanszírozásáról a piaci finanszírozásra, és ebben közvetve – alkalmanként tiszta arbitrázslehetőséget teremtve a kereskedelmi bankoknak – a repóüzletág is szerepet játszott.

4. ábra



A kezdeti időszakban a repópiac kialakulásának gátját képezte, hogy a kereskedelmi bankoknak likviditási tartalékot kellett fenntartaniuk, amelynek leginkább állampapírban volt célszerű megfelelni; ezeket a papírokat viszont semmilyen módon nem lehetett terhelni, így repózni sem lehetett velük. Talán ez is lehetett az egyik oka annak, hogy az aktív repó kondícióihoz igazított swap-műveletek egyre népszerűbbekké váltak.

csökkent a futamide-  
je a repóval történő  
rendelkezésre állás-  
nak

A jegybank 1994 februárjában megszüntette a kéthetes, a 6 és a 12 hónapos aktív repót, valamint a 6 és a 12 hónapos passzív repót, és egyben bevezette az egyhetes passzív oldali kamatjegyzést. Májusban újfajta értékesítési technika került bevezetésre: a kéthetes futamidejű passzív repó aukciók útján került értékesítésre. Az értékesítési módszer csupán június közepéig volt sikeres, amikor is

14 milliárd forintnyi volt a maximális állomány, ekkortól azonban erősen szűkült a bankrendszer likviditása, és a kamatelvárások is jelentősen megemelkedtek.

1994. szeptember 5-től az MNB megszüntette a 3 hónapos aktív és passzív repó lehetőséget, majd decembertől az egyhónapos repó útján történő finanszírozás sem állt a pénzintézetek rendelkezésére. Így a relatív hosszú futamidejű aktív instrumentumok egyre inkább kifutottak; helyüket pedig csak részben töltötték be a rövid aktív nyíltpiaci műveletek. Mindemellett teljes mértékben elkülönült egymástól a jegybank monetáris instrumentumainak a futamideje, illetve az államadósság finanszírozására szolgáló eszközök futamideje.

1995 harmadik negyedévétől a passzív repóállomány kezdett el masszívan növekedni, és a bankrendszer jegybankkal szembeni pozíciója átfordult a jegybanki műveletek szempontjából a passzív oldalra. 1995. szeptember 5-től passzív oldalon is kialakításra került az egynapos repóinstrumentum, és ezzel valóban létrejött a szabályozásban később fontos szerepet betölteni kívánó jegybanki rövid kamatfolyosó. Októbertől a kéthetes passzív repó tendereztetése helyett folyamatos rendelkezésre állás formájában került a konstrukció értékesítésre.

*létrejött a jegybanki rövid kamatfolyosó*

1996-ban a passzív repó kéthetes futamidejű változatának májusi megszüntetése szűkítette a bankok MNB-s elhelyezési lehetőségeit. Az év folyamán szétnyílt a „repóolló”, a passzív egynapos kamatok 4,5 százalékpontos csökkentése mellett az aktív egynapos repó kamatát ugyanis csak 2,75 százalékponttal csökkentette a jegybank. A repó kitűnő eszköznek bizonyult arra, hogy a jegybank sterilizálja a gazdaságban a devizakonverzió következtében fennálló nagymértékű likviditástöbbletet.

*szétnyílt a „repóolló”*

1997 folyamán a tetemes mértékű tőkebeáramlás következtében a jegybank azzal a problémával szembesült, hogy a passzív repón keresztüli sterilizációs igény megközelítette az MNB portfóliójában lévő állampapír-állományt. A probléma kiküszöbölése végett október 6-tól a jegybanki eszköztárban az egyhetes, illetve egyhónapos passzív repókat felváltotta a jegybanki betéti konstrukció, amely mindössze annyiban különbözött a passzív repótól, hogy az MNB nem biztosított állampapír-fedezetet a nála elhelyezett pénzüsszegekért cserébe.

*a passzív repókat felváltotta a jegybanki betéti konstrukció*

1998-ban a repó, illetve a betéti üzletágban számos, az eszköztár komplett revíziója folytán átalakuló keretfeltétel változott meg. Az MNB megszüntette az egyhetes lejáratú aktív repókonstrukciót, majd a negyedik negyedévben megtörtént az 1995 óta változatlan aktív repókeretek rendszerének átalakítása, rugalmasabbá tétele.

Az év első felében a rövid betét- (korábbi passzív repó-) állomány rendkívül erős mértékben növekedett, az oroszországi válság

következtében azonban a külföldiek szeptembertől jelentős erőforrásokat vontak ki a magyar pénzügyi befektetéseikből. Az orosz válság, a banki likviditáskezelés hiányosságai, valamint a felfokozott kamatcsökkentési várakozások következtében szeptemberben, illetve novemberben a pénzpiacon kialakuló alacsony likviditás miatt a hitelintézetek részéről ismételt igény jelentkezett a jegybanki aktív repók iránt.

*1999-től lehetővé vált az aktív és passzív oldalon is repótenderek és repógyorstenderek kiírása*

1999 során a monetáris politikai eszköztár rugalmasabbá tételével a jegybanki repókat is érintő változások léptek életbe. Január 5-től mind aktív, mind passzív oldalon az üzleti feltételek módosításával lehetővé vált az MNB számára repótenderek és repógyorstenderek kiírása. A passzív oldali repók lehetőségének megteremtése a közeljövőt tekintve inkább csak elvi síkon játszik szerepet, esetleg hosszabb távon lehet számítani gyakorlati megvalósításra. Aktív oldali gyorsstenderre azonban már két ízben is sor került január hó folyamán, amikor – a bankok rossz likviditáskezelésének köszönhetően – több hitelintézet beleütközött az aktív repólimit által szabott korlátba. A januári gyorsstenderek mennyiségi limittel korlátozott kamattenderek voltak, de az üzleti feltételek a tendereztetés minden formáját (kamattender, mennyiségi tender, szabad tender stb.) megengedik a jegybank számára, s futamidő tekintetében is teljesen rugalmas az új szabályzat.

## 5.3 A repó jegybanki funkciói

### 5.3.1 A repó pénzmennyiség-szabályozó szerepe

A repó segítségével a jegybank többféle módon, más-más „technikával” is befolyásolhatja a forgalomban lévő pénz mennyiségét. Amikor a pénzpiacon alacsony a likviditás, esetleg rendszer szintű likviditáshiány lép fel, aktív repó segítségével – fedezet mellett – jegybankpénzt juttathat a rendszerbe, illetve túl magas (főlös) likviditás esetén passzív repót alkalmazhat a jegybank a pénzmennyiség szűkítése céljából.

A pénzmennyiség repóval történő változtatásának több technika létezik; a legelterjedtebbek a tendereken keresztül, illetve a folyamatos rendelkezésre állással működnek. A mennyiséghez kötött repó aukciók keretében eleve meghatározott a pénzmennyiség változtatás maximuma. A folyamatos rendelkezésre állásnál viszont a mennyiség kontrollálását csak valamilyen limit beiktatásával lehet elérni.

*nyíltpiaci műveletek és repólimit felállítása*

Magyarországon 1993-ban a jegybank kezdetleges szinten bevezette a „nyíltpiaci műveleteket”. A repó bevezetésének időszakát követően egészen 1995-ig erősen igénybe vett aktív repó viszont ef-

fektív mennyiségi limittel (aktív repólimit) volt behatárolva (az aktív repókeret változásai az 1. sz. *melléklet*ben találhatók). A jegybank repóműveleteit igen erősen a refinanszírozási keretek alapjaira építette, így számos lejáraton állt az ügyfelek rendelkezésére fix kamaton, de maximált tranzakciós, majd állományi limittel.

A limit feladata ekkor kettős volt. Egyrészt az „utolsó mentsvárként” a jegybankhoz forduló bankokat kiszűrte, és kiemelte a repóügyletkörből (lásd a következő pontban), másrészt pedig monetáris szempontból gátat szabott a pénzkiáramlásnak.

A limit hatékonysága 1999-ben a likviditásszabályozási szerep fontosságának előtérbe kerülésével ismételten megnőtt, ugyanakkor létjogosultsága megkérdőjelezhető. A gyors- és a normál aktív repótender esetében jelenleg már nem kerül az aktív repókeret alkalmazásra. Hatékonysága csupán az egynapos repó és swap rendelkezésre állását érinti.

### 5.3.2 Utolsó mentsvár funkció

A jegybank utolsó mentsvár funkciója alatt azt értjük, hogy valamely bank vagy szakosított hitelintézet olyan egyedi és átmeneti likviditási problémával néz szembe, amelyet a bankrendszeren belül képtelen kezelni, továbbá a jegybanki segítség és elmaradása következtében nagy valószínűséggel kialakuló likviditási gondjaival veszélyezteti a bankrendszer épségét, illetve a fizetési rendszer működését.

*egyedi és átmeneti likviditási probléma, amelyet képtelen kezelni és veszélyezteti a bankrendszer épségét, illetve a fizetési rendszer működését*

Az utolsó mentsvár funkcióra az MNB-ben több eszköz áll rendelkezésre. Ilyen lehet a likviditási hitel nyújtása, a kötelező tartalékkövetelmény teljesítésétől való részleges vagy teljes eltekintés (avagy a nemteljesítés esetére a szankció elmaradásában történő megállapodás), illetve a – legenyhébb eszközként – az aktív repó igénybevétele.

*aktív repó igénybevétele*

Aktív repó igénybevétele azonban csak állampapír-fedezet mellett lehetséges. Így korábban egy kevésbé likvid piacon hátrányos lett volna (nagy veszteséggel járt volna) a nagy mennyiségű állampapír-portfólió értékesítése, illetve egyes piacon nem forgó papírok esetében gyakorlatilag lehetetlen, és egyszerűbb volt a jegybanki finanszírozáshoz folyamodni. A jegybank viszont igyekezett elkerülni azt, hogy kisebb – átmeneti – likviditáshiányon túlmutató esetekben a piaci kamatokhoz közeli kamaton jusson a bank többletfinanszírozáshoz. Ennek érdekében lett bevezetve a keretkiegészítő aktív repó, amely felső korlátja gyakorlatilag csak a bank állampapír-állománya, de kamata lényegesen magasabb a kereten belül igénybe vehető repóénál.

### 5.3.3 A repó kamatpolitikai instrumentum funkciója

A jegybank a repó alkalmazásával diktált kamatokon is üzletelhet. Ez gyakran a pénzpiac számára az irányadó kamatot jelenti, mivel a központi bank partnerkörébe tartozó bankok ilyen forrásköltségen juthatnak biztos rövid lejáratú finanszírozáshoz. A bankok számára igen fontos jelzés, amikor a központi bank megváltoztatja a repókamatoakat, mivel ez az – effektív üzletkötések esetén – kihat az egész pénzpiacra. A jegybanki repó egyik fő funkciója, hogy általa a jegybank – a ténylegesen kifejtett üzleti hatásán túlmutatóan (signalling) – prezentálni képes a pénzpiaci hozamok ideálisnak tartott, elvárt szintjét a piaci szereplők számára, és ezért a repókamat kismértékű változtatásával is lényeges folyamatokat képes megindítani a pénzpiacon.

*a repó lehet az irány-  
adó kamat eszköze*

A jegybanki irányadó kamatinstrumentum Magyarországon három éven keresztül az egyhónapos passzív eszköz volt. Az MNB ezen keresztül volt képes hatékonyan befolyásolni a hitelpiacon kulcsfontosságú háromhónapos üzleti kamatoakat. A jegybanknak egyrészt érdemben és meghatározóan kell befolyásolnia a piaci hitelárazásnál alapegységként kezelt futamidőt, ami Magyarországon három hónap (a változó kamatozású hitelek újraárazásának ciklusa is leginkább három hónap). Másrészt viszont olyan futamidőn kell beavatkozni, amelyen a jegybank mindig meghatározó tud lenni diktált kamataival.

Minél nagyobb, nyitottabb és likvidebb pénzpiaccal rendelkezik egy ország, annál inkább csak rövidebb futamidőn képes a jegybank a hozamgörbe befolyásolására direkt kamatmeghatározással. Ugyanis hosszabb futamidőn egy jól működő piac jegybankkal elmentéses várakozásai esetén – a központi bank eszközeinek vonzó (vagy vonzónak tűnő) feltételei mellett – a piaci szereplők képesek akkora erőforrás-allokációra, amely a jegybank részéről már nehezen vagy túl költségesen ellensúlyozható (pl. MNB-kötvény 1998. február–márciusban), illetve – kedvezőtlen feltételek esetén – a jegybanki kamatmeghatározás hatékonytalanná válhat.

A likviditás kezelésben betöltött kiemelkedő szerepe mellett a hazai pénzpiac mennyiségi és minőségi fejlődésének is köszönhető, hogy az MNB március 1-jétől – direkt kamatmeghatározással, azaz irányadó kamattal – a kéthetes futamidejű eszközzel próbál leginkább hatni a három hónapos hitel árazására (igaz ez a passzív oldali működés keretében nem repót, hanem betétet jelent, de aktív oldalra történő áttérés esetén az aktív repó szerepe várhatóan ezen a téren is előtérbe kerül).

A repókamatok mindig fontos iránymutatást jelentettek a piac számára. Igaz, a repó bevezetésének kezdeti időszakában – különö-



sen 1994-ben – az aktív oldali repókeretek kihasználásával a bankközi kamatszint magasabbra emelkedett a jegybankinál.

Az egynapos kamatok kamatfolyosót képeznek a rövid pénzüpiaci kamatok mozgásának limitek között tartására. Ezen belül az aktív oldalon az elméleti maximumot a mindenkor keretkiegészítő repókamat jelenti. Gyakorlatilag azonban, amikor a pénzüpiacon nincs rendkívüli állapot, a limitet a – kereten belüli – aktív repókamat jelenti.

*a repó szerepe a kamatfolyosóban*

Az irányadó instrumentum 1995 nyarától az egyhetes, 1996-tól pedig az egyhónapos passzív kamat volt. A hitelintézetek a bankközi kamatok a jegybanki passzív repóról betétre történő áttérést követően is az MNB egyhónapos eszközéhez árazták.

### **5.3.4 A repó, mint a sterilizáció eszköze**

A jegybanki passzív repó használható arra, hogy a pénzüpiacon lévő fölösleges likviditást semlegesítse, sterilizálja. Ez a repó esetében közgazdaságilag azt jelenti, hogy a hitelintézetek a jegybanknál helyezik el a fölösleges likviditásukat, ami helyébe a jegybank valamilyen fedezetet biztosít. A passzív repó a bankrendszer számára csak akkor jelent előnyt a betételhelyezéssel szemben, ha a futamidő alatt a fedezetként kapott papírokat használhatja. Az óvadéki típusú passzív repó (amit az MNB is használt 1997-ig) gyakorlatilag nem jelent semmilyen előnyt a partnerbankoknak a betéttel szemben.

Az MNB 1995 júliusától fokozatosan egyre nagyobb összeget sterilizált. A sterilizáció kezdeti időszakában a passzív repóinstrumentum mellett csupán némi végeges állampapír-eladás történt. A jegybanki repó (majd később az ezzel szinonim betét) tökéletesen alkalmas volt a bankrendszer fölösleges likviditásának lecsapolására.

*sterilizáció passzív repóval*

A repó mellett később megjelent a 6 és a 12 hónapos betét, majd az MNB-kötvény, amely a sterilizált mennyiség átlagos hátralévő futamidejét hivatott növelni.

### **5.3.5 Likviditásszabályozás repóval**

A jegybank a repóeszközt mind a két irányban (hitel- és betétoldali eszközként is) képes használni, tehát szükség esetén a bankrendszeri pénzühiányt, illetve -többletet is lehetséges vele kiegyenlíteni. Ahhoz, hogy a jegybank képes legyen aktívan beavatkozni a pénzüpiac erős egyensúlytalanságai esetén, a precíz likviditáselőrejelzés mellett fontos az is, hogy olyan eszközökkel rendelkezzen, amelyek igen rövid idő alatt alkalmazhatók. Az elég rugalmas repóinstrumentumot tendereken, gyors tendereken alkalmazva a jegybank képes elérni a megfelelő likviditásmenedzsmenthez szükséges hatást.

1998-ban a monetáris folyamatok és a sterilizált mennyiség szeptemberi gyors csökkenése megteremtették az alapját a bankrendszer likviditásának eddigieknél hatékonyabb figyelemmel kísérésének, illetve szükség esetén a jegybanki lépések megtételének. A bankközi pénzüpiaci kamatok volatilitásának csökkentése, illetve a jelentős pénzügyi áramlással együttjáró sokkok hatásának csökkentése érdekében az MNB az eszköztárába számos, a likviditásszabályozás szempontjából fontos instrumentumot épített be.

1999-től az MNB új üzleti feltételei lehetővé teszik a korábbiaknál aktívabb likviditásmenedzselést. Ez is hozzásegíti a jegybankot egy olyan monetáris politikai keret-feltételrendszer megteremtéséhez, amely az eddigi követő jelleg helyett – akár egy megváltozott árfolyamrendszer esetén is – aktívan képes előmozdítani az infláció leszorítását.

*1999-től lehetséges a korábbiaknál aktívabb likviditásmenedzselés*

A tendereken értékesítésre felkínált repó- (illetve betéti) konstrukció kialakítása megtörtént (részletesen lásd a 2. sz. mellékletben), alkalmazásukra azonban még nem került sor. A szintén új gyorstender viszont 1999 első hónapjában már kétszer is alkalmazásra került.

## 5.4 A piaci repó elterjedésének fontossága a jegybank számára

A jegybank a monetáris transzmisszió hatékonyabb érvényesülése, illetve a piaci tendenciákról szerzett információk vonatkozásában céljának tekinti a pénzpiac effektívebb működésének elősegítését. Ez a cél természetesen a jegybanki preferenciarendszerben a monetáris politika direkt céljai mögött helyezkedik el, azokat mintegy kiegészíti.

*a szállítási repó elterjedésével a repó néhány hetes, esetleg egy-két hónapos futamideje alatt is elképzelhető a fedezetül szolgáló értékpapír forgatása*

A likvidebb, mélyebb pénzpiac kialakulását elősegítheti a repópiac fejlődése. A bankok egymással szemben felállított hitelezési limitei likvid állampapírokkal fedezett kölcsönügyletek esetében jelentőségüket veszítik. A szállítási repó elterjedésével a repó néhány hetes, esetleg egy-két hónapos futamideje alatt is elképzelhető a fedezetül szolgáló értékpapír forgatása. Ehhez szükséges a repópiachoz eleve nélkülözhetetlen likvid állampapírpiac, a biztonságos jogi környezet és a megfelelő közvetítői, valamint elszámolóházi infrastruktúra.

*a repók elterjedése elősegíti a biztonságos és rövid futamidejű hitelezést*

A repók széles körű elterjedése azért is előnyös, mivel elősegíti a biztonságos és rövid futamidejű hitelezést. A repópiac nélkül a rövid hitelek mögött vagy nincs fedezet, és ilyenkor a kockázati felár miatt magasabbak a kamatok, vagy magas járulékos költségen biztosított a fedezet, ami szintén a magasabb költségekben jelentkezik a forrásfelvevő számára. A repópiacok megteremtése, illetve felfutá-

sa által alacsonyabbá válhatnak a finanszírozás költségei, ami esetleg a rövid kamatokban is tükröződhet.

Az MNB a fejlett repópiac magyarországi kialakulásának elősegítése érdekében több intézkedés kezdeményezésére, illetve megtételére képes.

*az MNB lehetőségei a  
piaci repó fejlesztésében*

Egyrészt megvizsgálhatja azt, hogy a hazai szabályozási, jogi környezet mennyiben alkalmas a repó elterjedéséhez optimális környezetet nyújtani, és amennyiben ebben piacot gátló tényezőket fedez fel, javasolhatja azok módosítását.

Másrészt saját eszköztárában megvizsgálhatja az alkalmazott eszközök üzleti repópiacot segítő módosításának lehetőségét, figyelemmel arra, hogy az ne járjon a monetáris politika egyéb céljainak kevésbé hatékony érvényesülésével.

Harmadszor az állampapír-kereskedők, illetve a likviditásmenedzserek körében még inkább tudatosíthatja a repószerződések előnyeit, sajátosságait.

Továbbá szükség esetén közreműködhet egy általános repópiaci keretegyezmény megszületéséhez, amely kellő biztonságot és szabályozottságot jelent a repóügyletek kötéséhez, és megkönnyíti annak adminisztrációját is. Végül pedig kezdeményezheti a repóelszámolás technikájának egyszerűsítését, a fedezetértékelési rendszer és a fedezetként szolgáló értékpapír helyettesíthetőségének megteremtését.

## Az aktív repókeret változásai

A jegybanki aktív repóügyletek bevezetésétől kezdve folyamatosan limitálva volt a bankok által felvehető aktív repóhitel mennyisége. A bankok számára a hitellehetőség természetesen korlátozva volt a banknak a szabad rendelkezésű és saját tulajdonban lévő – jegybankképes – állampapírok erejéig is. Ugyanakkor az MNB 1993-ban, amikor a bankrendszer számos szereplőjénél komoly likviditási gondokkal lehetett számolni, és a pénzkínálat automatikus növekedése a jegybank aktív repólehetőségének kihasználásával nem volt kívánatos, egyedi banki kereteket állapított meg.

Kezdetben a repókeretet tranzakciós limit módszerével lehetett kiszámolni, ami azt jelenti, hogy a napi lejáratonkénti forgalom (maximális kötésösszeg) korlátok közé van szorítva a bankok mérlegfőösszege alapján (erre a jegybank korlátozott üzletkötési kapacitása miatt is szükség volt abban az időben). Ez 1993-ban és 1994-ben gyakorlati korlátot nem jelentett (mivel a bankrendszer egészét tekintve igen magas, 472 milliárd forint volt az állományira átszámolt limit), de megakadályozta a repóállomány egy esetleges, egyik napról a másikra történő drasztikus növekedésének lehetőségét. 1995. márciusban a jegybank radikálisan csökkentette a repókereteket, és ezzel effektívvé tette azokat. A repókonstrukció ezzel alkalmatlanná vált arra, hogy hosszú távon végső hitelként használhassák a kereskedelmi bankok.

1995 folyamán történtek a jelentősebb repókeret-változtatások. Első két lépésben a tranzakciós limitek módszerének megtartása mellett fokozatosan csökkent a repókeret. Az év második felében viszont átalakult a limitrendszer, és a ma is használt állományi limitek kerültek bevezetésre. Az utolsó 1995-ös változtatás során a bankrendszer összes kerete 63,5 milliárd forintra csökkent, igaz ebben az időszakban már a likviditáshiányos időszak egyre kevésbé volt jellemző, így a keretek gyakorlatilag ekkortól egyre kihasználatlanabbak.

1. táblázat

*A tranzakciós limitek 1995-ös változásai*

Milliárd forint

Tranzakciós limitek	1995. március 20-tól		1995. május 2-től	
A bank mér- leg-főösszege	Napi tranzakciós limit	Napi limiten belül egyhetes maximálisan	Napi tranzakciós limit	Napi limiten belül egyhetes maximálisan
400 felett	–	–	8,00	0,50
100–400	8,0	1,00	5,00	0,50
20–100	2,0	1,00	2,00	0,25
10–20	1,0	0,50	0,60	0,10
10 alatt	0,5	0,25	0,18	0,08
Teljes repókeret		220,00		130,00

2. táblázat

*Az állományi limitek 1995-ös változásai*

Milliárd forint

Állományi limitrendszer	Napi maximális repóállomány	
	1995. július 1-től	1995. szeptember 1-től
400 felett	10,0	8,0
100–400	7,0	4,2
35–100	3,0	1,8
15–35	1,0	0,6
15 alatt	0,5	0,3
Teljes repókeret	102,5	63,5

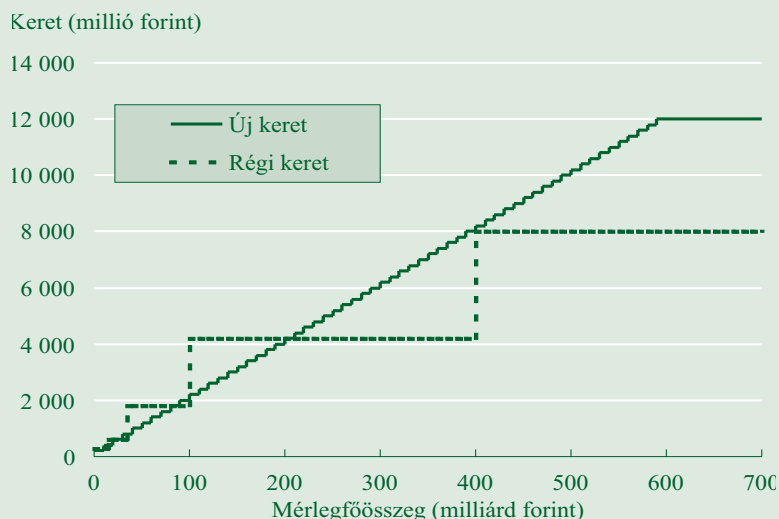
A repó- és swapkeretek az 1995. szeptember 1-jei átalakítását követően sokáig stabilak maradtak a kategóriák és a hozzájuk kapcsolódó limitek. Közel három évvel később, 1998-ban a bankok mérlegfőösszegei akkora szórást mutattak, hogy a repókeretek már egyáltalán nem tükrözték az egyes bankok közötti különbséget. A nemzetközi válság magyarországi hatása következtében pedig felmerült annak a lehetősége, hogy tartós likviditáshiány jön létre a bankszektorban, és a hitelintézetek újból élni kívánnak az aktív repóigénybevételi lehetőségükkel. Erre való felkészülésként az MNB új repólimitrendszert dolgozott ki továbbra is a napi állományi limit-módszert alkalmazva.

Az új rendszerben megszűntek a kategóriák, azóta negyedévente kerülnek a limitek automatikus felülvizsgálatra. Az új szabá-

lyozás szerint a hitelintézetek mérlegfőösszegük alapján, arányosan kapnak keretet. A keret mértéke a mérlegfőösszeg minden „megkezdett” 10 milliárd forintja után 200 millió forint, de az egyéni keret nem haladhatja meg a 12 milliárd forintot (1. ábra), 1999. június 1-jétől a 20 milliárd forintot. A mérlegfőösszegként az előző negyedév utolsó két felügyeleti mérlegében szereplő adat közül a kisebbet kell figyelembe venni, és az új keret mindig a követő negyedév második hónapjának 10-től él három hónapon keresztül.

1. ábra

*A jegybanki repó- és swapkeret az 1998-as változtatás előtt és után*



## **Repó, passzív repó és betét a jegybank „Forintban végzett műveleteinek pénzügyi üzleti feltételeiben”**

Az 1999. január 4-től életbe lépett „Jegybank forintban végzett műveleteinek pénzügyi üzleti feltételei”-ben a repó jegybanki szabályozása sok esetben változott, illetve került kiegészítésre.

Az óvadéki típusú passzív repó és a jegybanki betét a szabályozásban – jogilag – egymástól különböző kategóriák, azonban a közgazdasági tartalmuk gyakorlatilag megegyezik.

A repó értékesítése több formában történhet. Az óvadéki típusú repó és a betét esetén lehet folyamatos rendelkezésre állás, tender és gyorstender. A betéteknél létezik még szakaszos rendelkezésre állás, míg a repó esetében szállítási típusú eszköz is bevezethető.

A gyorstender abban különbözik a tendertől, hogy :

- az ajánlatok beérkezésére 30 perc áll rendelkezésre, szemben a tender 3 órájával,
- a kiértékelésre 30 perce van a jegybanknak szemben a tender esetében 2 órával,
- az elszámolás T napos, szemben a tender T+1 napos elszámolásával,
- csak bankok vehetnek részt szemben a tender szakosított hitelintézetekkel kibővített körével,
- csak Reuters Dealingen fogad el az MNB-ajánlatot, telefaxon nem,
- pályázónként csupán egy ajánlat tehető szemben a tenderrel, ahol akár öt is.

A tenderek formáját illetően lehetnek kamattenderek, mennyiségi tenderek, mennyiségi limites kamattenderek és szabad tenderek.

A kamattender szinte azonos a szakaszos rendelkezésre állással. A bank a meghirdetett kamatszint mellett minden ajánlatot elfogad a tenderen. A szakaszos rendelkezésre állástól – a formaságokon kívül (meghirdetés, eredményhirdetés stb.) – csak annyiban tér el a kamattender, hogy a meghirdetése nem rendszeres, hanem diszkrét időpontokra szól.

A mennyiségi limites kamattender a kamattendert annyiban korlátozza, hogy az adott futamidőre meghirdetett fix kamat mellett a kiíró csak egy előre meghatározott mennyiség erejéig fogad el ajánlatokat. A jegybank fenntartja annak a jogát, hogy az ajánlatok

ismeretében szabadon megváltoztassa a mennyiségi limitet. Túljegyzés esetén a mennyiség arányosítás útján kerül leosztásra.

Mennyiségi tender esetén a jegybank csak az értékesítésre szánt mennyiséget határozza meg, és a kamatokra az ügyfelek tesznek ajánlatot. Az MNB a számára legkedvezőbb ajánlatokat fogadja el a kibocsátandó mennyiségig, mint felső korlátig. A jegybanknak ebben az esetben is jogában áll a kibocsátandó mennyiséget megváltoztatni az ajánlatok beérkezését követően.

A szabad tendernél az MNB a kamaton és a mennyiségen kívül meghirdeti a tender összes többi kondícióját (időpont, futamidő, típus). A mennyiségre, illetve a kamatra az ügyfelek tesznek ajánlatot, majd ezek beérkezése után az MNB sorba állítja az ajánlatokat a kedvezőbbtől a kedvezőtlenebbig és mind kamat-, mind összeghátárt húz, ameddig elfogadja a jegybanki szempontból kedvezőbb ajánlatokat.