



Finansdepartementet
Att.: Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

VÅR REFERANSE
13/10021

DERES REFERANSE
12/2-7

DATO
02.06.2014

Alternative referanserenter

1. Innledning

Det vises til Finansdepartementets brev av 30. august 2013 der Finanstilsynet bes om å utrede ulike problemstillinger knyttet til referanserenter.

Deloppdrag I, *utarbeidelse av utkast til høringsnotat med utkast til offentlig regulering av fastsettelsen av referanserenter*, og deloppdrag II, *oppfølging av de seks panelbankene i Nibor og gjennomgang av Finans Norges reviderte regelverk for Nibor*, ble oversendt Finansdepartementet i brev av 31. mars 2014.

Dette brevet omhandler Finansdepartementets deloppdrag III, *alternative referanserenter*. Finanstilsynet er bedt om – i samråd med Norges Bank og med innspill fra bl.a. finansnæringen – å utrede hvilket behov det er for ulike typer av referanserenter i det norske markedet og hvilke nye referanserenter det eventuelt kan være mulig å etablere.

Etter avtale med Finanstilsynet, har Norges Bank vurdert behovet og muligheten for å etablere alternative referanserenter i Norge. Norges Bank har under arbeidet mottatt innspill fra Finans Norge.

2. Norges Banks utredning

Norges Banks utredning av alternative referanserenter fremkommer i vedlagte brev av 26. mai 2014. Utredningen inneholder to hovedelementer: en vurdering av alternative referanserenter til Nibor og forslag til endringer i eksisterende Nibor-regelverk.

Norges Banks konklusjon er oppsummert slik:

"Nibor vil fortsatt være den viktigste referanserenten fremover, og regelverket må så snart som mulig endres for å gjøre Nibor mer robust og tillitsskapende enn i dag. Den viktigste endringen er å fastslå at Nibor skal kvoterer som en kronerrente og ikke som en valutaswap-rente. Da vil Nibor bli mindre volatil og lettere å forstå, og flere banker vil kunne delta i Nibor-panelet. Norges Bank mener at regelverkene for Stibor og Cibor danner et godt utgangspunkt for å revurdere regelverket for Nibor. En punktvis oppsummering av hvilke endringer som er nødvendig er gjengitt på side 5 og 6 i dette brevet.

Parallelt bør det arbeides for å videreutvikle repo-markedet og for å etablere et OIS-marked i Norge. Repo- og OIS-renter vil kunne bli verdifulle kryssspillere for Nibor. Norge er et av svært få utviklede land som ikke har et OIS-marked. OIS-renter med ulik løpetid gir en god tilnærming til en risikofri rentekurve. Med et utviklet OIS-marked kan markedsaktører sikre seg mot endringer i det generelle rentenivået som over tid bestemmes av styringsrenten. En OIS vil også kunne være formålstjenlig for markedsaktører som trenger en risikofri rente til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Videre vil OIS-renter gi grunnlag for å observere risikopremier i pengemarkedet. Nibor blir mer gjennomiktig når risikopremiene kan observeres. På sikt er det mulig at repo- og OIS-renter kan ta over Nibors rolle som referanse i visse typer låneavtaler og derivatkontrakter. Norges Bank legger til grunn at finansnæringen ser at det er behov for nye renteinstrumenter i det norske markedet og at det er i deres interesse å bidra til at markedene for slike renter blir utviklet."

3. Finanstilsynets vurderinger av Norges Banks utredning og forslag

Norges Bank har ikke konkrete forslag til etablering av nye, alternative referanserenter på kort sikt. Norges Bank legger til grunn at næringen selv må se behovet og bidra til å utvikle slike alternative referanser som repo- og OIS-renter, som er de alternativene som anses mest aktuelle å få realisert. Repo-renter vil bli vurdert nærmere som ledd i Norges Banks likviditetsstyring.

Finanstilsynet støtter de vurderinger som fremgår av Norges Banks brev om etablering av alternative referanserenter. Etter tilsynets vurdering bør tilbudet av referanserenter ha forankring i markedets bruk av referanser, og utvikling av nye referanser bør skje på initiativ fra markedsaktørene. Det vises særlig til omtalen på side 8 i Norges Banks utredning.

Siden Nibor fortsatt vil være den viktigste referanserenten framover, foreslår Norges Bank en rekke tiltak som anses nødvendig for å styrke robustheten og tilliten til Nibor. Forslagene faller isolert sett utenfor del III i Finansdepartementets oppdrag, og tar opp igjen spørsmål som tidligere har vært vurdert i Finanstilsynets brev av 31. august 2012 og 8. april 2013 til Finansdepartementet.

EU-kommisjonen har som kjent utarbeidet et forslag til forordning som regulerer fastsettelsen av referanserenter (benchmark-forordningen), som er til behandling i EU-parlamentet. Parlamentets behandling er utsatt i flere omganger. Ytterligere utsettelse ble vedtatt av ECON i møte 10. mars i år, og det må legges til grunn at ny behandling av forslaget først vil finne sted etter nyvalg til EU-

parlamentet ultimo mai¹. Det er vanskelig å si hvilke endringer som kan være aktuelle under den videre behandlingen i EU av Kommisjonens forslag. FSB (Financial Stability Board) har etablert en høynivågruppe, Official Sector Steering Group, som i tillegg til å vurdere eksisterende referanserenter opp mot gjeldende internasjonale standarder, skal vurdere muligheter for å etablere alternative referanserenter. Gruppen skal legge fram sin rapport i sommer.²

Finanstilsynet deler Norges Banks syn om at det er viktig å sikre tillit til Nibor. Dette hensynet ligger til grunn for Finanstilsynets lovforslag om offentlig regulering av fastsettelsen av referanserenter (deloppdrag I), som Finansdepartementet ha sendt på høring.

Finanstilsynet har i dag tilsyn med panelbankene som deltar i Nibor-fastsettelsen mens Nibor-rammeverket fastsettes av Finans Norge. Lovforslaget vil, dersom det gjennomføres, innebære tilsyn med den som administrerer ordningen, og adgang til å stille krav til hvordan fastsettelsen skal innrettes. Finanstilsynets lovforslag om fastsettelse av referanserenter inneholdt et rammeverk for offentlig tilsyn og regulering. Forslaget var basert på at den nærmere regulering av fastsettelsen av referanserenter burde avvete ferdigstillelsen av benchmark-forordningen og hensynta annen internasjonal utvikling, herunder anbefalinger fra FSB.

Norges Bank mener det må gjennomføres endringer i Nibor-regelverket så snart som mulig. Norges Banks hovedinnvending til dagens Nibor-kvotering er at det faktisk skjer en betydelig skjønnsutøvelse ved bankenes kvotering, selv om reglene for kvotering kan gi inntrykk av at det er en mer bundet kvotering knyttet til de to komponentene dollarrante og termintillegget. Dette viser banken gjennom sin analyse gjengitt i vedlegg til brev til Finanstilsynet. Etter Norges Banks vurdering, sår analysen tvil om det er grunnlag for påstanden om at swapkonstruksjonen gjør Nibor-renten mer markedsnær enn andre lands referanserenter. Banken mener det må være tydelig for omverdenen hva kvoteringen faktisk er basert på, og at dette må gjenspeiles i definisjonen som ligger til grunn for Nibor. I tillegg viser Norges Bank at termintillegg-komponenten ikke representerer det faktisk handlede nivået i valutamarkedet. Når koblingen mot markedet ikke er til stede, mener Norges Bank at Finans Norges regelverk for Nibor må endres til at Nibor skal kvoteres som en kronerente og ikke som en valuta-swaprente, slik at det blir mer samsvar med realitetene som ligger til grunn for kvoteringen. Norges Bank viser til at internasjonalt fastsettes referanserentene ved at bankene etter beste skjønn anslår renten på usikrede lån mellom banker, også der det er lite eller ingen faktiske transaksjoner. Norges Bank mener at regelverkene for Stibor og Cibor danner et godt utgangspunkt for å revurdere regelverket for Nibor.

Finanstilsynet er enig i at det må være en tydelig sammenheng mellom hvordan Nibor definerer kvoteringen og hvordan panelbankene faktisk gjennomfører kvoteringen. Finanstilsynet uttalte i brev til Finansdepartementet 8. april 2013:

"Det er viktig at banken begrunner og forklarer sin skjønnsutøvelse og at skjønnsutøvelsen er konsistent. Dersom panelbankene utøver et skjønn ved fastsettelsen av sitt Nibor-bidrag bør det ikke

¹ Det er ikke offentliggjort informasjon om rådets behandling av forordningen.

² http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829f.pdf

fremstilles som en "mekanisk øvelse". Finans Norge har foreslått at regelverket utvides til å omfatte en detaljert regel for hvordan Nibor skal "beregnes", blant annet ved å angi at banken skal benytte en dollarrente og valutaterminer som grunnlag. Finanstilsynet mener at dette kan bidra til at Nibor-kvoteringen fremstår som en mekanisk øvelse, selv om det krever en viss bruk av skjønn i fastsettelsen. Bruk av skjønn skal forklares og loggføres i en slik form og i et slikt format som gjør at dette kan gjennomgås av styringsgruppen, annen kontrollinstans eller tilsynsmyndighetene etter behov. Finanstilsynet mener det er mer hensiktsmessig med generelle minimumskrav til at panelbankene må kryssjekke Nibor mot ett sett av indikatorer (jf. også Finans Norges beskrivelse i punkt ii i vedlagte notat)."

Finanstilsynet mener det er viktig å vurdere nærmere de forhold Norges Bank tar opp for å styrke tilliten til Nibor. Tillit til rentefastsettelsen vil kunne styrkes blant annet gjennom å tydeliggjøre at det utøves skjønn, samt ved at panelbankene dokumenterer sin skjønnsutøvelse grundig og etterprøvbart. Finanstilsynet vil likevel peke på at de grunnleggende utfordringene knyttet til referanserenter som ikke er transaksjonsbasert, men skjønnsbasert, vil bestå selv om en frigjør forankringen av skjønnsutøvelsen fra dollar- og valutaterminmarkedet.

Finanstilsynet mener at den nærmere regulering og krav til Nibor-regelverket må vurderes i lys av internasjonal utvikling, herunder den fremtidige benchmark-forordningen og anbefalinger fra FSB. Finanstilsynet ser det derfor ikke som hensiktsmessig å kreve endringer i Finans Norges regelverk for Nibor-fastsettelsen nå. Det vises for øvrig til at Finanstilsynet i oversendelsen av lovforslaget til Finansdepartementet varslet at «dersom konkrete omstendigheter tilsier det, vil forskriftsregulering kunne være aktuelt uavhengig av utviklingen i lovgivningsprosessen i EU».

De enkelte endringsforslag fra Norges Bank er inntatt under, og kort kommentert.

Nibor-bidraget bør være basert på beste skjønn

Norges Bank skriver: "Nibor må kvoteres som en kronerente. En banks bidrag til Nibor bør baseres på dens beste skjønn for hva en rente på et kronelån til en annen bank som angitt i definisjonen vil være. Bankene bør legge et bredt sett av prisinformasjon til grunn for kvoteringen, slik praksis er i Sverige og Danmark. Vesentlige endringer i bankens bidrag til Nibor må kunne forklares utover å vise til endringer i termintillegget og en dollarrente".

Banken viser for øvrig til at:

"Svakhetene ved dagens Nibor-konstruksjon drøftes mer detaljert i Vedlegg 1 til dette brevet. Analysen i vedlegget sår tvil om det er grunnlag for påstanden om at swapkonstruksjonen gjør Nibor mer markedsnær enn andre lands referanserenter. Med utgangspunkt i data med 15-minutters frekvens analyseres bankenes individuelle bidrag til Nibor-kvoteringen, særlig rundt fixen for Nibor kl. 12.00. Vi finner flere eksempler på at en banks kvotering av Nibor fra en dag til den neste endrer seg i motsatt retning av de andre panelbankenes kvoteringer. Det kan vanskelig begrunnes ut fra generelle markedsbevegelser og en felles likviditetspremie på lån i norske kroner. I noen tilfeller har en enkelt banks kvotering beveget seg så mye, på tvers av de andre bankenes kvoteringer, at det i seg selv har vært nok til å påvirke gjennomsnittet som utgjør Nibor. Analysen

viser at avvikende Nibor-kvoteringer mellom bankene i noen tilfeller skyldes at termintilleggene spriker, mens det i andre tilfeller er bankenes dollarrenter som beveger seg i motsatt retning.

Kombinasjonen av (i) den generelt høye volatiliteten i Nibor som kommer fra termintillegget, (ii) at Nibor-kvoteringen kan være sterkt påvirket av forskjeller i enkeltbankers kvotering av termintillegget rundt fixen kl. 12.00, og (iii) stor variasjon i dollarrenten som legges til grunn, gjør Nibor-kvoteringen lite gjennomiktig og vanskelig å forstå for utenforstående."

Finanstilsynet har tidligere understreket at panelbankene må være tydelige på at det utøves skjønn og at utøvelsen av skjønnet må begrunnes og være etterprøvbart. Etter Finanstilsynets vurdering vil de samme underliggende faktorer som benyttes i dag fortsatt være en del av grunnlaget for skjønnsutøvelsen for kvotering av en "ren kronerente". Dersom endringer i dollarrente og termintillegg har betydning for kvoteringen, må panelbankene fortsatt kunne bruke komponentene som delforklaring. Det vises til de generelle merknadene ovenfor.

Krav til deltagelse som panelbank

Norges Bank viser til at kravet om å stille priser i valutaterminmarkedet for å være Nibor-bank bør fjernes, slik at flere banker kan delta i Nibor-panelet. Flere banker i panelet ville gjøre Nibor mer robust fordi den blir mindre følsom for en enkelt banks kvoteringer.

Krav om å være prisstiller i valutamarkedet innebærer en begrensning i hvilke banker som per i dag vil kunne delta som Nibor-bank. Flere panelbanker vil etter Finanstilsynets vurdering isolert sett bidra til en mer representativ referanse. Endringer i deltagerkravet må ses i sammenheng med forslaget til endret definisjon av Nibor-kvoteringen, jf. vurderingen av dette spørsmålet nedenfor.

Håndtering av interessekonflikter

Norges Bank peker på at Nibor-regelverket bør behandle interessekonflikter bedre enn i dag, og skriver: "*Ansatte som fastsetter Nibor kan ikke ha individuelle risikomandater for å ta posisjoner i derivater med Nibor som referanse (eller på annen måte ha personlige fordeler som er direkte avhengige av nivået på Nibor)*".

I EU-kommisjonens forslag til benchmark-forordning fremkommer det at de personer som leverer rentebidrag, skal ha arbeidssted som er fysisk atskilt fra de som handler i derivater (annex II punkt 16 d). Ellers er det ikke krav om konkrete tiltak for å forebygge interessekonflikter.

Nibor-regelverket krever at panelbankene skal ha interne retningslinjer som begrenser interessekonflikter til et minimum.

Norges Banks forslag er et konkret krav til forebygging av interessekonflikter og er fornuftig. Det er mer målrettet at personer involvert i rentekvoteringen ikke skal sitte med egne mandater, enn at krav om uavhengighet er knyttet til bankene som sådan.

Finanstilsynet anser at Norges Banks forslag bør legges til grunn for bankenes interne retningslinjer, og kan følges opp gjennom tilsynet med panelbankene. Bankenes interne retningslinjer for interessekonflikthåndtering har vært vurdert under tilsynet med Nibor-bankene.

Definisjonen av Nibor bør gjøres mer presis.

Norges Bank viser til at: *«I dagens regelverk heter det at Nibor skal reflektere de renter banken vil kreve for utlån i norske kroner til en «ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet». Dette er upresist. Vurderingen av hvilke banker som er «ledende» kan variere mellom hver enkelt bank i Nibor-panelet. Det kan igjen gi opphav til at enkeltbanker anslår utlånsrenten til «ledende banker» ulikt. Det gjør Nibor vanskeligere å tolke for utenforstående (uavhengig av selve swapkonstruksjonen for Nibor). Norges Bank mener at definisjonen bør utformes på samme måte som for Libor. Alternativt bør den endres til at Nibor skal reflektere den utlånsrenten en Nibor bank krever for usikret utlån i norske kroner til andre Nibor-banker. I begge tilfeller vil det bli langt mer tydelig enn i dag hvilken kredittrisiko som kommer til uttrykk i Nibor.*

Etter Finanstilsynets vurdering er det grunn til å vurdere en presisering av definisjonen. Forslaget bør ses i sammenheng med forslaget til krav til deltakerbank og den underliggende konstruksjonen av Nibor-kvoteringen. Endring i definisjonen vil være en naturlig konsekvens dersom konstruksjonen skulle bli endret.

Sammensetningen av styringsgruppen for Nibor

Norges Bank peker på at sammensetningen av styringsgruppen for Nibor bør vurderes på ny, og skriver at *"Styringsgruppen har blant annet som oppgave å foreslå endringer i regelverket og å vurdere eventuelle søknader fra nye Nibor-banker. Gruppen består i dag av flere som selv kvoterer Nibor eller sitter tett på denne prosessen. Norges Bank mener at styringsgruppen bør bestå av personer med noe større avstand til den daglige Nibor-kvoteringen."*

Finanstilsynet deler Norges Banks vurdering. Av ESMA-EBA-prinsippene³ for referanserenter (B.9) fremkommer det blant annet at styringsorganene til en referanseadministrator bør inkludere medlemmer som er uavhengige og oppnevnt utenom de som gjennom eierskap eller andre forbindelser til referanseregimet kan komme i en interessekonflikt.

Bortsett fra Nibor Kontrollutvalg, åpner ikke Nibor-regelverket for ekstern representasjon i styringsorganene. Det er dermed opp til Finans Norge alene å utforme regelverket, bestemme hvem som skal godkjennes som panelbank, vedta sanksjoner mv. Manglende ekstern representasjon i de andre Nibor-organene enn Nibor Kontrollutvalg er en svakhet i lys av ESMA-EBA-prinsippene.

³ ESMA og EBA publiserte i juni 2013 anbefalte prinsipper for fastsetting av referanserenter mv. Referansen kan gjelde priser, forholdstall, indekser eller andre verdier som brukes til å finne verdien eller avkastningen til et finansielt instrument.

4. Oppsummering

Finanstilsynet støtter Norges Banks vurderinger av etablering av alternative referanserenter. Tilsynet mener at tilbudet av referanserenter bør ha forankring i markedets bruk av referanser, og at eventuell utvikling av nye referanser bør skje på initiativ fra markedsaktørene.

Det norske markedet vil fortsatt være avhengig av Nibor. Norges Banks forslag til endringer i Nibor-regelverket vil i hovedsak være et godt utgangspunkt for framtidig offentligrettslig regulering, jf. forslag til lovregulering som er på høring. Forslagene vil ikke løse grunnleggende utfordringer knyttet til mangel på transaksjoner og dermed nødvendig skjønnsutøvelse ved kvoteringen. Endringer i Nibor-regelverket bør også vurderes i lys av internasjonal utvikling, herunder den fremtidige benchmark-forordningen og anbefalinger fra FSB.

Med hilsen
Finanstilsynet



Morten Baltzersen
Finanstilsynsdirektør



Emil Steffensen
Direktør for bank- og forsikringstilsyn

Vedlegg: Norges Banks brev av 26.05.2014 m/vedlegg



NORGES BANK

Finanstilsynet
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

Dato: 26.5.2014
Deres ref.:
Vår ref.: OBø

Unntatt offentlighet
jf offl § 13 jf
sentralbankloven § 12

Tilbudet av referanserenter i Norge

I brev av 30.8.2013 ber Finansdepartementet om at Finanstilsynet – i samråd med Norges Bank og med innspill fra blant annet finansnæringen – utreder tilbudet av referanserenter i Norge. Departementet viser i sitt brev til at det kan være en fordel om det utvikles nye referanserenter med andre egenskaper enn Nibor, så som referanserenter basert på faktiske transaksjoner. Departementet peker spesielt på at aktørene i finansnæringen bør arbeide for å utvikle et marked for «overnight index swaps» (OIS) i Norge.

For å få innspill fra finansnæringen sendte Norges Bank brev til Finans Norge med en del spørsmål knyttet til alternative referanserenter. I det samme brevet tok Norges Bank også opp enkelte forhold knyttet til det eksisterende Nibor-regelverket. Norges Banks brev og svaret fra Finans Norge er vedlagt.

Norges Bank har vurdert mulige alternative referanserenter i det norske markedet. Vår konklusjon er at det i dag ikke finnes realistiske alternativer til Nibor, og Nibor vil måtte være den viktigste referansenteren også fremover. Fastsettelsen av Nibor bør derfor gjøres mer robust enn i dag. Dagens regelverk med krav om at Nibor skal fastsettes som en valutaswaprente, har klare svakheter. Det gjør Nibor volatil og uforutsigbar, uten at Nibor blir mer markedsnær eller «riktig» enn andre lands referanserenter. I vedlegg 1 til dette brevet gis en nærmere begrunnelse for disse konklusjonene.

Det er ønskelig at næringen bidrar til at det utvikles markeder med renter som kan være alternative referanser eller «krysspeilere» til Nibor. De mest aktuelle er markedet for gjenkjøpsavtaler (repo-markedet) og et OIS-marked. I et repo-marked lånes det mot sikkerhet. En OIS er en usikret rente som forteller hva markedet forventer om framtidig styringsrente. Særlig OIS vil kunne tjene som supplerende referansenter. En repo-rente og en OIS vil, selv om de ikke skulle bli brukt direkte som referanserenter, gjøre Nibor-kvoteringen mer gjennomsluktig.

I prinsippet kunne rentene på statspapirer med kort løpetid være en alternativ referanse. Omsetningen i det norske markedet for statskasseveksler er imidlertid liten og variabel. I perioder inneholder rentene betydelige premier, positive eller negative, avhengig av de

aktuelle markedsforholdene. Det gjør disse rentene lite egnet som referanserenter. Det er verdt å merke seg at heller ikke land med svært god likviditet i sine statspapirmarkeder benytter statsrenter som referanserenter.

Hvilke egenskaper bør en referanserente ha?

Hvilke egenskaper en referanserente bør ha, avhenger av hvilket formål den skal tjene.¹ I noen sammenhenger kan det være ønskelig at referanserenten reflekterer bankers kredittrisiko.² Da gir referanserenten et uttrykk for bankenes marginale innlånskostnad. Det er først og fremst renten på usikrede lån mellom banker som har denne egenskapen. Videre er det ønskelig at referanserenten handles i et likvid marked med mange aktører.³ Det er imidlertid svært liten aktivitet i det usikrede lånemarkedet mellom banker for løpetider utover noen få dager.⁴ De mest kjente internasjonale referanserentene, Libor og Euribor, er derfor bankers skjønsmessige anslag på usikrede interbankrenter.

Usikrede pengemarkedsrenter kan dekomponeres i en risikofri rente, nær forventet styringsrente, og en risikopremie. Fram til finanskrisen høsten 2008 var risikopremien, differansen mellom referanserenten og forventet styringsrente, noenlunde stabil. Referanserentene var dermed egnet også som utgangspunkt for å beregne en risikofri rente. Under finanskrisen steg risikopremiene i de internasjonale referanserentene betydelig samtidig som de ble mer volatile. Dette skyldtes økte likviditets- og kredittpremier.

Siden finanskrisen har det pågått mye arbeid med referanserenter internasjonalt. I det internasjonale arbeidet foreslås ikke å erstatte de tradisjonelle «ibor-rentene». Et svært høyt volum av finansielle kontrakter er allerede bundet opp mot disse i mange år fremover. Selv om handlede renter i utgangspunktet er ønskelig, er det heller ikke utsikter til å kunne etablere slike for de viktigste referanseløpetidene (3 og 6 måneder). Mye av det internasjonale arbeidet har derfor dreid seg om forbedring av regelverket for eksisterende referanserenter.

De internasjonale utredningene drøfter også behovet for supplerende referanserenter. I tiden etter finanskrisen oppsto store forskjeller mellom individuelle bankers kredittrisiko. Da gir en referanserente – som reflekterer gjennomsnittlig risiko for bankene i det aktuelle panelet – et mindre presist mål på den enkelte banks kortsiktige lånekostnader. Videre gjør høye og volatile rentepåslag referanserenten mindre egnet som utgangspunkt for å beregne en risikofri rente. I tillegg skjer mer av bankenes finansiering mot sikkerhet i bestemte aktiva på bankenes balanser. Bankenes långivere er da mindre eksponert mot bankenes kredittrisiko, og behovet for en usikret referanserente reduseres. Dessuten har omfanget av derivathandel økt. For partene i derivathandel er det ikke nødvendigvis hensiktsmessig at referanserenten i derivatet er knyttet til kredittrisikoen i bankene. Markedsverdien av derivatene blir sikret ved

¹ Drøftingen under trekker delvis på BIS-paper (2013): "Towards better reference rate practices: a central bank perspective", se <http://www.bis.org/publ/othp19.pdf>.

² Anta for eksempel at en usikret bankobligasjon er priset til referanserenten pluss et påslag. Når referanserenten reflekterer bankers kredittrisiko, vil långiver automatisk bli kompensert for dette.

³ Det sikrer at ny informasjon og at aktørenes preferanser raskt reflekteres både på tilbuds- og etterspørselssiden, noe som sikrer en «riktig» pris (i mikroteoretisk forstand).

⁴ Aktiviteten i de helt korteste løpetidene er drevet av bankers behov for kortsiktig likviditetsstyring, ikke deres finansieringsbehov. Majoriteten av transaksjonene foregår overnatten og «tomorrow-next».



marginbetalinger eller utveksling av pant mellom partene. En rente med liten eller ingen kredittrisiko, som OIS, er mer egnet til å diskontere slike betalinger. Dette kan særlig gjelde i perioder med finansiell uro og stress i banksektoren. En ekspertgruppe nedsatt av BIS har gjennomført samtaler med en rekke markedsaktører i Europa, Amerika og Asia om referanserenter og behovet for alternativer. Gruppen viser til at markedsaktører nå har begynt å diversifisere bruken av referanserenter. På grunn av økt handel med derivater vises spesielt til større interesse for risikofrie referanserenter som OIS.⁵

Referanserenten i Norge: Nibor

Nibor er den eneste referanserenten i Norge. Siden det ikke finnes noe realistisk alternativ, må det arbeides hurtig for å styrke tilliten til Nibor og gjøre den mer robust. Tillit krever at aktører utenfor Nibor-panelet kan forstå hva som ligger bak en endring i Nibor fra en dag til den neste. Tillit forutsetter også at regelverket hindrer at Nibor settes av ansatte som kan ha personlig interesse av at renten beveger seg i en bestemt retning. Kravet om robusthet har to dimensjoner: For det første bør Nibor være minst mulig sensitiv for en enkelt panelbanks bidrag. Det tilsier at flere banker bør inn i Nibor-panelet. For det andre bør Nibor være robust mot endringer i andre lands finansmarkeder i perioder med uro. Dagens regelverk og praksis for kvotering av Nibor tilfredsstillende ikke kravene til tillit og robusthet.

I henhold til regelverket for Nibor revidert 30.10.2013 skal rentene som den enkelte panelbank leverer «[...] reflektere de renter banken vil kreve for utlån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet».⁶ Regelverket sier videre at Nibor skal fastsettes som en valutaswaprente, bestemt av en dollarrente og det såkalte termintillegget mellom kroner og dollar i valutamarkedet.⁷ Termintillegget er differansen mellom terminkursen og spotkursen og uttrykker prisen på å bytte valuta i dag og samtidig bytte samme beløp tilbake i framtiden, for eksempel om tre måneder (termintillegget reflekterer rentedifferansen mellom valutaene).⁸ Termintillegget handles i markedet. Dollarrenten er i utgangspunktet tenkt å reflektere prisen bankene må betale om de skal låne dollar usikret i interbankmarkedet.⁹

⁵ Se BIS (2013), jfr. referansen i fotnote 1.

⁶ Det er seks banker i Nibor-panelet (DNB, Nordea, Danske Bank, Handelsbanken, SEB og Swedbank). Nibor beregnes som gjennomsnittet etter at laveste og høyeste verdi er strøket.

⁷ Dette innebærer at Nibor kan skrives som: $Nibor = dollarrente + termintillegget$

⁸ Termintillegget gjenspeiler forskjellen mellom forventet styringsrente i de to aktuelle landene. I land med OIS-markeder vil termintillegget med tre måneders horisont gjenspeile forskjellen på tre måneders OIS-renter. Termintillegget kan avvike fra forskjellen mellom OIS-rentene dersom det er ulike likviditetspremier i de to valutaene. Se Norges Bank Staff Memo nr. 20/2012 for en nærmere omtale.

⁹ Det er viktig å skille mellom en renteswap (rentebytteavtale) og en valutaswap (valutabytteavtale). I en renteswap byttes en kort rente mot en lang rente i samme valuta. OIS er et spesialtilfelle av en renteswap, der den korte renten er en overnattrente. I en valutaswap bytter partene valuta til gjeldende spotkurs i valutamarkedet og avtaler å bytte tilbake på et fremtidig tidspunkt til en kurs avtalt i dag. Denne fremtidige kursen er terminkursen. Forskjellen mellom spotkursen og terminkursen, det såkalte termintillegget, uttrykker rentedifferansen mellom de to valutaene i den aktuelle løpetiden.

Nibor er betydelig mer volatil enn referanserenter i andre land. Det skyldes at Nibor kvoteres som en valutaswaprente. Høy volatilitet i termintillegget gir tilsvarende volatilitet i Nibor.¹⁰ I Nibor-regelverket argumenteres det for at Nibor skal fastsettes som en valutaswaprente fordi det er i valutaswapmarkedet kronelikviditeten er.¹¹ Høy volatilitet i Nibor via termintillegget blir forklart med svingninger i etterspørselen etter kronelikviditet.

Finans Norge skriver i brev til Norges Bank 31.1.2014 at «[...] ved å benytte terminer i forbindelse med kalkulering av Nibor får [man] en mer markedsnær Nibor. Nibor vil da i større grad gjenspeile etterspørselsendringer etter likviditet i det norske markedet, hvilket må være å anse som en styrke ved Nibor sammenlignet med en del andre IBOR-renter.»

Svakhetene ved dagens Nibor-konstruksjon drøftes mer detaljert i vedlegg 1 til dette brevet. Analysen i vedlegget sår tvil om det er grunnlag for påstanden om at swapkonstruksjonen gjør Nibor mer markedsnær enn andre lands referanserenter. Med utgangspunkt i data med 15-minutters frekvens analyseres bankenes individuelle bidrag til Nibor-kvoteringen, særlig rundt fixen for Nibor kl. 12.00. Vi finner flere eksempler på at en banks kvotering av Nibor fra en dag til den neste endrer seg i motsatt retning av de andre panelbankenes kvoteringer. Det kan vanskelig begrunnes ut fra generelle markedsbevegelser og en likviditetspremie på lån i norske kroner. I noen tilfeller har en enkelt banks kvotering beveget seg så mye, på tvers av de andre bankenes kvoteringer, at det i seg selv har vært nok til å påvirke gjennomsnittet som utgjør Nibor. Analysen viser at avvikende Nibor-kvoteringer mellom bankene i noen tilfeller skyldes at termintilleggene spriker, mens det i andre tilfeller er bankenes dollarrenter som beveger seg i motsatt retning.

Kombinasjonen av (i) den generelt høye volatiliteten i Nibor som kommer fra termintillegget, (ii) at Nibor-kvoteringen kan være sterkt påvirket av forskjeller i enkeltbankers kvotering av termintillegget rundt fixen kl. 12.00, og (iii) stor variasjon i dollarrenten som legges til grunn, gjør Nibor-kvoteringen lite gjennomiktig og vanskelig å forstå for utenforstående.

Swapkonstruksjonen kan ved første øyekast oppfattes som et objektive rammeverk, som binder Nibor til faktiske renter, nemlig den dollarrenten en Nibor-bank må betale for et usikret interbanklån i dollar og det termintillegget som handles i markedet. Bankene har imidlertid store muligheter til å påvirke både termintillegget og dollarrenten som kvoteres rundt fixen kl. 12.00. I realiteten har bankene derfor betydelig handlingsrom når de fastsetter sine bidrag til Nibor. Norges Bank mener at det skjønnet som utøves bør gjøres tydelig. Det vil måtte skje

¹⁰ Norges Bank har ved flere anledninger gitt uttrykk for at swapkonstruksjonen for Nibor ikke er hensiktsmessig. Det ble gjort blant annet i brev til Finanstilsynet 16.8.2012 («Oppfølging etter møte»), i brev til Finanstilsynet 20.3.2013 («Fastsettelsen av Nibor») og i brev til Finans Norge 3.12.2013 («Tilbudet av referanserenter i Norge»). Særlig i brevet til Finanstilsynet 20.3.2013 drøftes hvordan generell volatilitet i termintillegget slår ut i Nibor.

¹¹ Se vedlegget «Nærmere om panelbankenes rentebidrag til Nibor», i «Regler for beregning og publisering av norske pengemarkedsrenter – Nibor»
<http://www.fno.no/Global/Nibor%20og%20Nowa%20mm/Nibor-regelverk/N%3%a6rmere%20om%20panelbankenes%20rentebidrag%20til%20Nibor%20-%20fastsatt%2030%2010%202013.pdf>

om Nibor kvoterer som en ren kronerrente. Bankene må da kunne begrunne sine bidrag til Nibor utover å vise til termintillegget og dollarrenten de legger til grunn. Også i andre land er det usikrede interbankmarkedet for løpetider over en uke nærmest fraværende, men det er likevel ikke vanlig å bruke valutaswaprenter som referanserente. Som i andre land bør Nibor-bankene kvotere referanserenten ut fra sitt beste skjønn om hva de ville kreve for et utlån som beskrevet i definisjonen. Bankene bør basere skjønnnet på utviklingen i alle relevante markeder. En slik endring, der bankene utøver et skjønn og kan begrunne dette, vil etter vårt syn øke tilliten til Nibor som referanse.

Et annet argument som brukes for å opprettholde dagens Nibor-konstruksjon, er at likviditeten i valutaterminmarkedet styrkes av at Nibor kvoterer som en valutaswaprente.¹² Dette argumentet er vanskelig å forstå. Andre land har valutaterminmarkeder som er minst like likvide og velfungerende som det norske, uten at referanserenten er en valutaswaprente.

I dagens regelverk for Nibor-kvoteringen er det et krav om at Nibor-banken «[...] er aktiv prisstiller i det markedet hvor omfordeling av likviditet i norske kroner finner sted». Kravet innebærer at en Nibor-bank må være aktiv prisstiller i valutaswapmarkedet og løpende kvotere termintillegg mellom kroner og dollar. Dette kravet ekskluderer banker fra å delta i Nibor-panelet. For eksempel kan en større norsk sparebank godt være i stand til å anslå hvilken rente den ville kreve for et kronelån til andre banker, selv om den ikke kvoterer termintillegg. I de fleste andre land er referanserentene et subjektivt anslag på hvilken rente som kreves for lån mellom banker, uten eksplisitt referanse til terminmarkedet. Hvor unødvendig dette kravet er kommer tydeligst frem når en sammenligner Nibor-kvoteringen med Stibor-kvoteringen. I regelverket for Stibor som ble offentliggjort av Svenska Bankföreningen 13.1. 2013, vises det til at referanserenten Stibor skal beregnes med utgangspunkt i flere renter, der swaprenter kan være en del av informasjonsgrunnlaget. Stibor er likevel betydelig mindre volatil enn den implisitte renten på svenske kroner swappet fra dollar.¹³ Bankene i Stibor-panelet klarer altså å kvotere en skjønnsbasert rente for svenske kroner uten at de lar den høye volatiliteten i termintillegget slå rett inn i referanserenten. Det er ingen grunn til at bankene i Nibor-panelet ikke kan gjøre det samme. Fem av de seks bankene i Stibor-panelet deltar også i Nibor-panelet.¹⁴

Nødvendige endringer i regelverket for Nibor:

1. Nibor må kvoterer som en kronerrente. En banks bidrag til Nibor baseres på dens beste skjønn for hva en rente på et kronelån til en annen bank som angitt i definisjonen vil være. Bankene bør legge et bredt sett av prisinformasjon til grunn for kvoteringen, slik praksis er i Sverige og Danmark. Vesentlige endringer i bankens bidrag til Nibor må kunne forklares utover å vise til endringer i termintillegget og en dollarrente.

¹² Se brevet fra Finans Norge til Norges Bank 31.1.2014 (øverst i første avsnitt på side 2).

¹³ Dette vises nærmere i brev fra Norges Bank til Finanstilsynet 20.3.2013.

¹⁴ Med unntak av DNB deltar alle bankene i Nibor-panelet også i Stibor-panelet.

2. Kravet om å stille priser i valutaterminmarkedet for å være Nibor-bank må fjernes, slik at flere banker kan delta i Nibor-panelet. Flere banker i panelet ville gjøre Nibor mer robust fordi den blir mindre følsom for en enkelt banks kvoteringer.
3. Nibor-regelverket bør adressere interessekonflikter bedre enn i dag. Ansatte som fastsetter Nibor kan ikke ha individuelle risikomandater for å ta posisjoner i derivater med Nibor som referanse (eller på annen måte ha personlige fordeler som er direkte avhengige av nivået på Nibor).
4. Definisjonen av Nibor bør gjøres mer presis. I dagens regelverk heter det at Nibor skal reflektere de renter banken vil kreve for utlån i norske kroner til en «ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet». Vurderingen av hvilke banker som er «ledende» kan variere mellom hver enkelt bank i Nibor-panelet. Det kan igjen gi opphav til at enkeltbanker anslår utlånsrenten til «ledende banker» ulikt. Det gjør Nibor vanskeligere å tolke for utenforstående (uavhengig av selve swapkonstruksjonen for Nibor). Norges Bank mener at definisjonen bør utformes på samme måte som for Libor. Alternativt bør den endres til at Nibor skal reflektere den utlånsrenten en Nibor bank krever for usikret utlån i norske kroner til andre Nibor-banker. I begge tilfeller vil det bli langt mer tydelig enn i dag hvilken kredittrisiko som kommer til uttrykk i Nibor.
5. Sammensetningen av styringsgruppen for Nibor bør vurderes på ny. Styringsgruppen har blant annet som oppgave å foreslå endringer i regelverket og å vurdere eventuelle søknader fra nye Nibor-banker. Gruppen består i dag av flere som selv kvoterer Nibor eller sitter tett på denne prosessen. Norges Bank mener at styringsgruppen bør bestå av personer med noe større avstand til den daglige Nibor-kvoteringen.

Alternative referanserenter

Det finnes i dag ingen alternative eller supplerende referanserenter i Norge. Som i andre land er det usikrede interbankmarkedet i Norge konsentrert om de aller korteste løpetidene (overnatten og tomorrow-next) drevet av bankers behov for likviditetsstyring.¹⁵ Rentene på statspapirer (veksler og obligasjoner) er sterkt påvirket av særegne forhold i statspapirmarkedet, som for eksempel tidsvarierende likviditets- og "trygg-havn"-premier. Repo-markedet er lite utviklet, og det finnes ingen OIS. Norges Bank ser behov for utvikling av repo-markedet og etablering av et OIS-marked i Norge. Initiativet for å igangsette slike markeder må i første rekke komme fra markedsaktørene. Det er ikke naturlig at Norges Bank handler eller stiller priser i et OIS-marked. Siden OIS-renten er tett knyttet til forventet styringsrente, ville slik aktivitet fra Norges Banks side bli oppfattet som signaler om fremtidig pengepolitikk.

Repomarkedet i Norge i dag er lite, med daglig omsetning betydelig mindre enn i det usikrede overnatten-markedet og i valutaswapmarkedet. Aktiviteten i repo-markedet er størst

¹⁵ Overnattenrenten i interbankmarkedet er renten på et lån fra en bank til en annen som løper fra innværende handledag til neste. Tomorrow-next er renten på et lån fra førstkommende handledag til påfølgende handledag.

for løpetider på rundt en uke.¹⁶ Et bedre utviklet repo-marked kan avlaste valutaswapmarkedet. Det kan gjøre det norske pengemarkedet mer robust for uro i internasjonale finansmarkeder. Et bedre utviklet repo-marked kan også stimulere aktiviteten i andre markeder. Markedene for verdipapirene som benyttes som sikkerheter i repo-transaksjonene, herunder statspapirer og OMF, vil kunne bli mer likvide.

I brevet fra Finans Norge til Norges Bank 31.1.2014 gis en vurdering av behovet for repoer i Norge. Finans Norge uttrykker en klar interesse for å videreutvikle et repomarked i Norge. De peker på at et velfungerende repomarked vil kunne stimulere obligasjonsmarkedet, herunder øke likviditeten og transparensten i markedet. Finans Norge ser for seg at det kan bli handlet aktivt i løpetider opp mot en måned. Videre viser de til at repoer kan være egnet som referanserente i obligasjonsmarkedet, da repoer ligger nærmere risikofrie renter enn det usikrede interbankrenter gjør.

Finans Norge viser til at det er viktig at Norges Bank tar i bruk repoer i likviditetsstyringen for at repomarkedet skal utvikles. Norges Bank er kjent med markedsaktørenes syn på dette, men må vurdere om det er hensiktsmessig å bruke repoer i likviditetsstyringen.

En OIS er en renteswap der to parter bytter en flytende rente mot en fast rente. Den flytende renten omtales som det korte eller det flytende benet, mens den lange renten omtales som swaprenten, eller OIS-renten hvis det er snakk om en OIS. I en OIS er det flytende benet en helt kortsiktig rente, som regel en overnattenrente.

OIS er det nærmeste en kommer en risikofri rentekurve. Med et utviklet OIS-marked kan markedsaktører sikre seg mot endringer i det generelle rentenivået som over tid bestemmes av styringsrenten. En OIS vil også kunne være formålstjenlig for markedsaktører som trenger en risikofri rente til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Videre vil OIS gjøre det mulig å beregne renteforventninger og risikopremier i pengemarkedet mer direkte enn i dag. Nibor blir mer gjennomskiktig når risikopremiene kan observeres.

I brev til Norges Bank 31.1.2014 viser Finans Norge til at finansnæringen prinsipielt vurderer det som interessant å opprette et OIS-marked i Norge. Finans Norge peker imidlertid på at den generelle risikoviljen i det norske rentemarkedet har vært fallende det siste året og at det derfor antas at interessen for et OIS-marked i Norge er begrenset. Disse motforestillingene tar utgangspunkt i det norske rentemarkedet slik det er i dag. Det er grunn til å tro at aktørenes vilje til å handle i norske renter er avhengig av hva som tilbys i dette markedet. Tilbud om nye produkter kan i seg selv gi økt etterspørsel og aktivitet fra bankenes kunder. Samtidig kan nye produkter som gjør Nibor mer gjennomskiktig, skape større vilje til å inngå handler i derivater som har Nibor som referanse.

¹⁶ Det usikrede markedet dominerer overnatten, mens valutaswapmarkedet dominerer for lengre løpetider. For nærmere omtale, se http://www.norges-bank.no/pages/98279/aktuell_kommentar_2013_06.pdf



Internasjonalt brukes overnattenrenten, tomorrow-next og sentralbankens styringsrente som det flytende benet i OIS-kontrakter. I Norge kvoterer ingen «tomorrow-next»-rente, det kvoterer kun et termintillegg for denne løpetiden. En OIS må derfor baseres enten på Norges Banks styringsrente eller overnattenrenten NOWA. Finans Norge viser til at den høye volatiliteten i NOWA over kvartalsskiftene kan gjøre den uegnet som referanse i en OIS. Videre mener Finans Norge at en OIS med styringsrenten som det flytende benet ikke gir en forsikring for aktører som er eksponert mot endringer i likviditeten i pengemarkedet.

OIS finnes i de aller fleste land med noenlunde utviklede finansmarkeder. I de fleste land er overnattenrenten det flytende benet, selv om den til tider kan svinge mye over måneds- og kvartalsskifter.¹⁷ Andre steder brukes tomorrow-next renten, mens det i noen land er styringsrenten som legges til grunn. Vedlegg 2 gir en kort beskrivelse av OIS-markedene i en del andre land.

Behovet for å gjøre Nibor mer gjennomiktig tilsier at finansnæringen nøye vurderer forutsetningene for et OIS-marked i Norge. Norge er nå nærmest den eneste utviklede økonomien som ikke har et OIS-marked.

Nasdaq OMX har vært i kontakt med Norges Bank angående etablering av en rentefutures på Norges Banks styringsrente. Dette tilsvarer RIBA i Sverige (se omtale i vedlegg 2). Dette er ikke helt det samme som en OIS, men instrumentet har klare likhetstrekk og vil gjøre det mulig å observere forventet styringsrente (risikofri rente) fremover. Nasdaq OMX har for tiden samtaler med ulike markedsaktører angående slik etablering. Handelen vil, som i Sverige, være "over-the-counter", det vil si at partene som ønsker å handle kontakter hverandre direkte, mens handlene skal rapporteres til og avregnes via Nasdaq OMX. Norges Bank oppfordrer markedsaktørene i Norge til å bidra til etablering av et slikt marked.

Oppsummering og konklusjon

Nibor vil fortsatt være den viktigste referanserenten fremover, og regelverket må så snart som mulig endres for å gjøre Nibor mer robust og tillitsskapende enn i dag. Den viktigste endringen er å fastslå at Nibor skal kvoterer som en kronerrente og ikke som en valutaswap-rente. Da vil Nibor bli mindre volatil og lettere å forstå, og flere banker vil kunne delta i Nibor-panelet. Norges Bank mener at regelverkene for Stibor og Cibor danner et godt utgangspunkt for å revurdere regelverket for Nibor. En punktvis oppsummering av hvilke endringer som er nødvendig, er gjengitt over.

Parallelt bør det arbeides for å videreutvikle repo-markedet og for å etablere et OIS-marked i Norge. Repo- og OIS-renter vil kunne bli verdifulle kryssspillere for Nibor. Norge er et av svært få utviklede land som ikke har et OIS-marked. OIS-renter med ulik løpetid gir en god tilnærming til en risikofri rentekurve. Med et utviklet OIS-marked kan markedsaktører sikre seg mot endringer i det generelle rentenivået som over tid bestemmes av styringsrenten. En OIS vil også kunne være formålstjenlig for markedsaktører som trenger en risikofri rente til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Videre vil OIS-renter gi grunnlag for å observere

¹⁷ For eksempel brukes overnattenrenten EONIA som det flytende benet i OIS-markedet for euro. EONIA beregnes på lignende måte som NOWA i Norge. EONIA svinger ofte betydelig over måneds- og kvartalsskifter.

risikopremier i pengemarkedet. Nibor blir mer gjennomiktig når risikopremiene kan observeres. På sikt er det mulig at repo- og OIS-renter kan ta over Nibors rolle som referanse i visse typer låneavtaler og derivatkontrakter. Norges Bank legger til grunn at finansnæringen ser at det er behov for nye renteinstrumenter i det norske markedet og at det er i deres interesse å bidra til at markedene for slike renter blir utviklet.

Med vennlig hilsen


Kristin Gulbrandsen


Olav Bø

Vedlegg 1: Svakheter ved Nibor

Vedlegg 2: Referanserentene i Sverige, Danmark og andre land

Vedlegg 3: Brev fra Norges Bank til Finans Norge (3.12.2013) «Tilbudet av referanserenter i Norge»

Vedlegg 4: Brev fra Finans Norge til Norges Bank (31.1.2014) «Tilbudet av referanserenter i Norge»

VEDLEGG 1 TIL BREV TIL FINANSTILSYNET AV 26.5.14

Svakheter ved Nibor

1. Innledning

Renter som Libor, Euribor og Nibor skal vise det gjennomsnittlige rentenivået for usikrede lån mellom solide banker. Nibor skal vise renten på norske kroner, og Euribor for euro. Libor noteres for amerikanske dollar og fire andre valutaer. Sverige og Danmark har også sine referanserenter, Stibor og Cibor.

En grunnleggende utfordring er at disse rentene ikke er basert på faktiske lånetransaksjoner. Det skjer svært få usikrede lån mellom banker på løpetider utover noen få dager. Både i Norge og andre land viser ibor-rentene til utlån som ikke finner sted. Samtidig er det slik at disse rentene ikke bare kan fjernes. De har en innarbeidet posisjon som referanse for andre typer låneavtaler og ikke minst som referanse for forskjellige derivater. Mange av avtalene har lang løpetid. På kort sikt er det vanskelig å se for seg at ibor-rentene kan erstattes av andre renter.

Det er et dilemma at det ikke ligger handler bak de viktigste referanserentene i økonomien. I andre land har man løst dette ved å la bankene i det aktuelle markedet anslå en usikret rente. Regelverkene i andre land definerer et spørsmål som bankene svarer på hver dag. I litt ulike varianter er spørsmålet hva bankene mener at et usikret interbanklån ville ha kostet, dersom det hadde funnet sted. Referanserentene internasjonalt er således basert på bankenes beste skjønn. Bankene baserer sitt skjønn blant annet på kostnaden ved å skaffe kortsiktige lån (fra aktører utenfor banksektoren) og den premien de ville kreve for å låne pengene videre til en annen bank.

De siste årene har det vært mye oppmerksomhet om manipulasjon og feilrapportering av referanserenter i ulike land. Rentene er sårbare for manipulasjon fordi det ikke finnes noen fasit for hva de skal være. Tilsynsmyndighetene i flere land har påvist at banker bevisst har avveket fra sitt beste skjønn i renterapporteringen. Avsløringene har svekket den generelle tilliten til referanserentene. I andre land har myndigheter og bankenes organisasjoner de siste årene arbeidet med reformer for å gjenopprette tilliten. De bankene som er blitt tatt for fusk, har fått bøter.

Bankene i Norge har valgt en annen tilnærming for å fastsette referanserenten. Selv om Nibor også er definert som bankenes anslag på hva et usikret interbanklån ville ha kostet,¹ har bankene

¹ I regelverket heter det at hver banks bidrag til Nibor skal « [...]reflektere de renter banken vil kreve for utlån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet.»

valgt en annen fremgangsmåte for å komme frem til svaret. I stedet for å benytte skjønn for å anslå den norske referanserenten direkte, er den avledet fra en utenlandsk rente. Nibor fremkommer med utgangspunkt i en usikret interbankrente i dollar, som «oversettes» til en norsk rente via prisen på å bytte dollar mot kroner i valutaswapmarkedet. Nibor består dermed av to komponenter: En interbankrente i dollar og prisen som kvoterer i valutaterminmarkedet. Denne konstruksjonen betyr ikke at Nibor er en handlet rente, selv om det er betydelig omsetning i valutaterminmarkedet.

Bindingen til terminmarkedet gjør at Nibor blir vesentlig mer volatil enn andre lands referanserenter. Volatiliteten som importeres fra valutaterminmarkedet, gjør at endringer i Nibor kan være vanskelig å forstå for aktører utenfor Nibor-panelet. En aktør med eksponering mot Nibor i derivatmarkedet stilles overfor en betydelig ekstra usikkerhet ved at Nibors verdi på forfallsdagen er uforutsigbar. Selv om aktøren treffer med sine prognoser for norsk styringsrente, kan han bomme vesentlig på Nibor. Samtidig kan avviket være vanskelig å forklare med endringer i risikopåslaget for interbanklån i kroner. Usikkerhet om Nibor kan bidra til at aktører holder seg unna norske rentemarkeder. Da blir markedene mindre likvide enn de kunne ha vært.

Det har blitt hevdet at bindingen til terminmarkedet for valuta gjør at Nibor gjenspeiler markedsf forholdene bedre enn andre lands referanserenter, og således er en «riktigere» rente.² Dette argumentet hviler på at Nibor på en korrekt måte gjenspeiler tilbuds- og etterspørselsforholdene etter likviditet i norske kroner. Norges Bank er ikke uenig i at prisene i terminmarkedet for valuta gjenspeiler tilbuds- og etterspørselsforholdene etter likviditet i norske kroner. Terminmarkedet er likvid, og forskjellen mellom kjøps- og salgskursene det handles innenfor er liten. Dersom etterspørselen etter å skaffe seg kroner mot dollar endrer seg, slår det raskt ut i det såkalte termintillegget, som er forskjellen mellom spot- og terminkursen mellom kroner og dollar.

Dersom likviditetsforholdene i kroner ble korrekt gjenspeilet i Nibor, skulle en tro at termintilleggene de seks panelbankene legger til grunn for Nibor, var svært like. Det er fordi de måles på samme tidspunkt (klokken 12) og hentes fra et likvid terminmarked som uttrykker likviditetspremien på kroner. En likviditetspremie på kroner må gjelde for markedet generelt og være den samme for alle bankene. Det betyr at eventuelle forskjeller mellom bankenes individuelle bidrag til Nibor i all hovedsak må skyldes ulik dollarrente. Hvis bankene tar utgangspunkt i sin egen anslåtte finansieringskostnad i dollar, kan det være gode grunner til at den ikke er helt lik fra bank til bank. En bank med høy kredittverdighet vil typisk stå overfor en lavere dollarrente enn en bank med lavere kredittverdighet. Relativ kredittverdighet endrer seg

² I Finans Norges brev til Norges Bank fra 31. januar 2014 heter det blant annet: «Videre mener Finans Norge at man ved å benytte terminer i forbindelse med kalkulering av Nibor får en mer markedsnær Nibor. Nibor vil da i større grad gjenspeile etterspørselsendringer etter likviditet i det norske markedet, hvilket må være å anse som en styrke ved Nibor sammenlignet med en del andre IBOR-renter.»

imidlertid ikke vesentlig fra dag til dag. En bank som har høyere kredittverdighet enn en annen bank i dag, vil normalt ha det i dagene etter også.

Norges Bank har undersøkt høyfrekvente data fra Thomson Reuters for de enkelte Nibor-bankenes kvotering av termintillegget og Nibor gjennom dagen. Disse dataene gjør det mulig å studere om det faktisk er slik at bankenes kvoterte termintillegg gjenspeiler en felles likviditetspremie, og om det er systematikk i de relative dollarrentene som legges til grunn. Med utgangspunkt i fortløpende kvoteringer (tick-data) har vi beregnet data for enkeltbanker med 15 minutters frekvens ved å la den siste kvoteringen innenfor et 15-minutters tidsrom være bankens kvotering for dette tidsrommet. For eksempel, dersom siste kvotering av termintillegget i tidsrommet 10.00 -10.15 gjøres kl. 10.13, så tas denne kvoteringen som bankens kvotering av termintillegget for tidsrommet 10.00-10.15. Tilsvarende gjøres med kronerenten. Kvoteringen av kronerenten kl. 12.00 vil være bankens bidrag til Nibor.

Med utgangspunkt i dette datasettet ser vi nærmere på enkeltbankers kvotering av (i) Nibor, (ii) termintillegget og (iii) den dollarrenten som implisitt legges til grunn.

2. Bankenes individuelle bidrag til Nibor

Nibor fremkommer hver dag ved å beregne gjennomsnittet av de seks Nibor-bankenes bidrag klokken 12.00, etter å ha strøket det høyeste og det laveste bidraget. Gjennomsnittet av de fire gjenværende bankenes kvoteringer blir Nibor den dagen (også kalt Nibor-fixen).

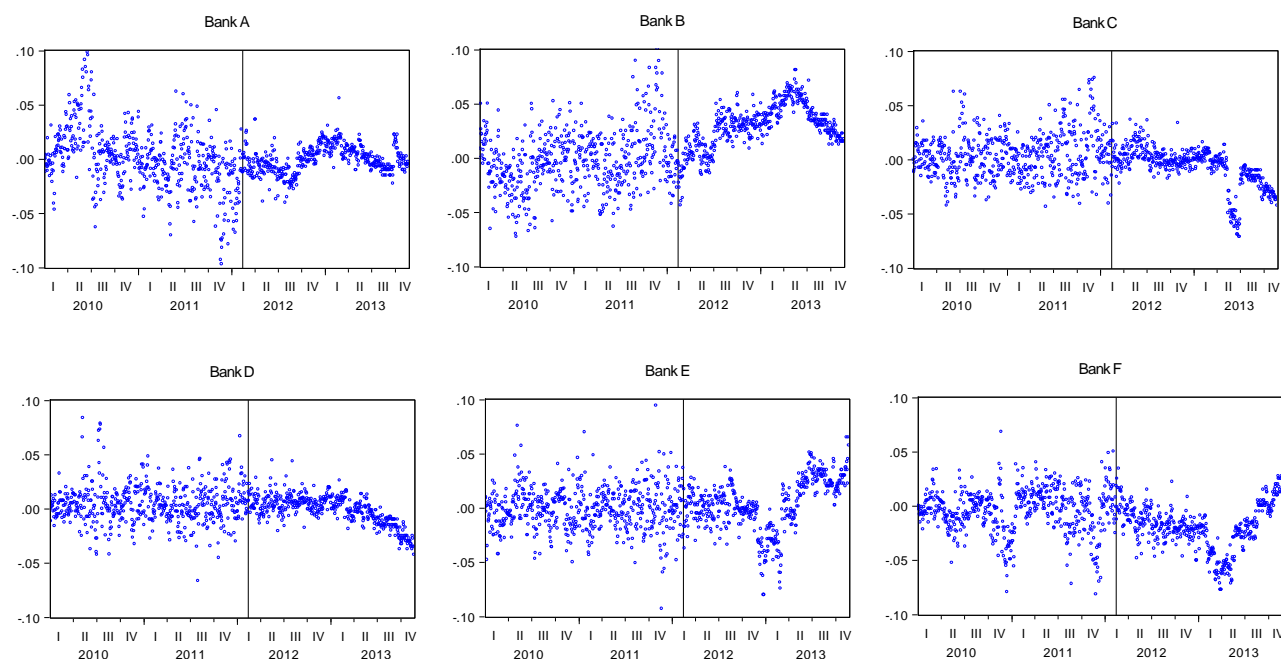
Figur 1 viser differansen mellom hver banks Nibor-bidrag klokken 12 og faktisk Nibor-fix samme dag. Det er ett panel for hver av de seks Nibor-bankene (som her benevnes A-F). Perioden som vises er fra januar 2010 til desember 2013. Hvert punkt i figuren viser hvordan den aktuelle Nibor-bankens bidrag avviker fra fixen på en gitt dag. Svingninger i Nibor som skyldes generelle markedsbevegelser renses ut når vi ser på enkeltbankers Nibor-kvotering i forhold til fixen. Forskjeller i enkeltbankers kvotering viser at bankene krever ulik rente for et utlån i norske kroner på samme tidspunkt. Figuren viser at enkeltbankenes Nibor-bidrag kan avvike fra fixen med opp mot 10 basispunkter.

En viss forskjell mellom de individuelle bankenes Nibor-bidrag er ikke nødvendigvis noe problem. Selv om termintillegget bør være så å si helt likt for alle bankene, kan det være en viss forskjell på dollarrenten de legger til grunn. Hovedproblemet som kommer til uttrykk i figur 1, er at det ikke er noen systematikk i at enkeltbanker over lengre perioder ligger over eller under gjennomsnittet av de andre bankene. Avvikene synes å variere tilfeldig fra dag til dag: En bank kan ligge 5-10 basispunkter høyere enn de andre den ene dagen, for så å ligge like langt under den neste. Det er vanskelig å forstå hvilke økonomiske realiteter som kommer til uttrykk i et slikt bilde.

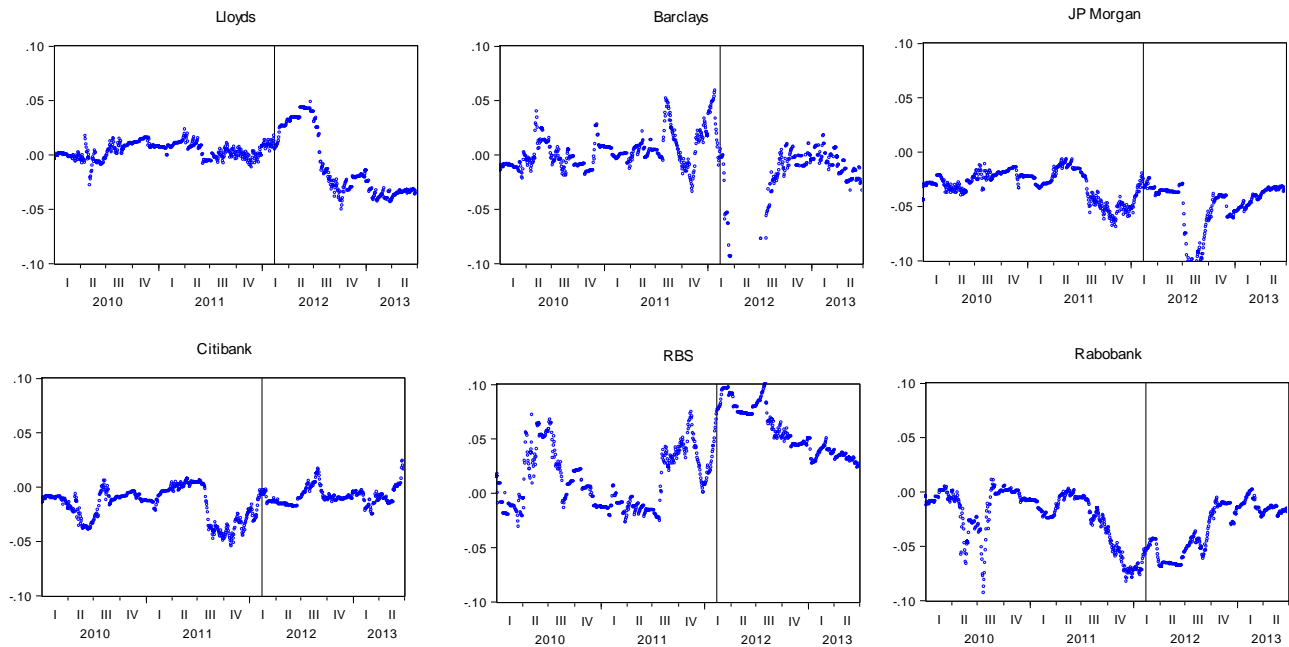
En annen observasjon i figur 1 er at spredningen i de individuelle bankenes Nibor-bidrag ble klart lavere etter februar 2012. Bankene har i møte forklart den reduserte spredningen med at

svingningene i dollarrenten som legges til grunn avtok. Før februar 2012 svingte dollarrenten bankene bruker som utgangspunkt for Nibor mye gjennom dagen. Bankene peker på at det kan ha slått ut i de individuelle Nibor-bidragene fordi alle bankene ikke oppdaterer sine dollarrenter på samme tidspunkt. Noen banker kan for eksempel oppdatere klokken 10 og andre like før 12. Da gir høy volatilitet gjennom dagen opphav til at ulike dollarrenter legges til grunn for Nibor, og at bidragene blir forskjellige. Denne forklaringen synes å styrke synspunktet om at swapkonstruksjonen som brukes for Nibor er uegnet til å gjenspeile prisen på et usikret interbanklån i norske kroner klokken 12.00 hver dag.

Figur 1. Differanse mellom Nibor-bankenes individuelle bidrag og faktisk Nibor-fix. 3 måneders løpetid. Januar 2010 – desember 2013. Prosent



Figur 2. Differanse mellom individuelle kvoteringer og fix for Libor. 3 måneders løpetid. 1. januar 2010 -1. juni 2013. Prosent



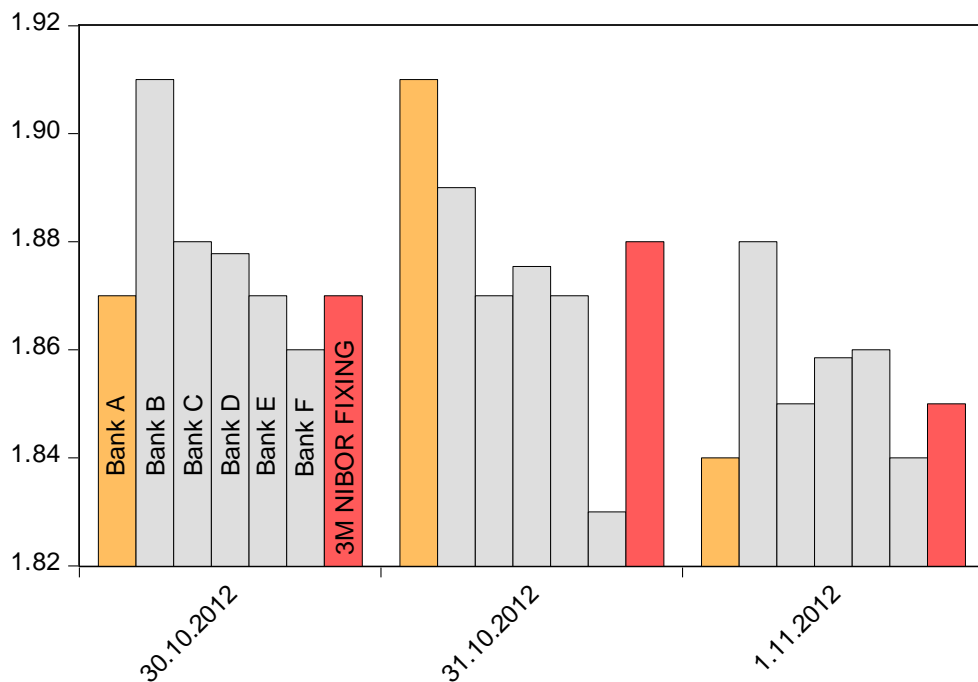
Figur 2 viser til sammenligning spredningen i seks tilfeldig utvalgte Libor-bankers bidrag til Libor for amerikanske dollar. Panelene i figur 2 er satt opp på samme måte som panelene i figur 1. Hvert panel viser hvordan en enkelt banks bidrag avviker fra det tellende gjennomsnittet som utgjør Libor hver dag. Libor fremkommer ved at bankene i panelet skjønsmessig anslår hvilken rente de måtte betalt for å låne usikret fra en annen bank.³ Figurene illustrerer at den daglige variasjonen i Libor-bankenes individuelle bidrag er vesentlig mindre enn for Nibor. Avvikene fra fixen for de enkelte Libor-bankene følger et mye tydeligere mønster, og er ikke vekselvis positive og negative som for Nibor. Når en Libor-bank kvoterer et bidrag som ligger over gjennomsnittet av de andre bankene, vedvarer denne situasjonen over tid. Det gjenspeiler at denne banken vurderer sin finansieringskostnad til å ligge noe høyere enn gjennomsnittet av de andre bankene. Et slikt bilde er vesentlig lettere å tolke.

Hovedinntrykket fra figur 1 og 2 er at det er betydelige svingninger i Nibor-bankenes individuelle bidrag som er vanskelige å forklare dersom de representerer endringer i likviditetspremien på norske kroner. Siden panelene i figur 1 og 2 er små og vanskelige å lese av fra dag til dag, viser figur 3 et eksempel på hvordan denne type svingninger kan komme til uttrykk over en kortere tidsperiode. Figuren viser de seks Nibor-bankenes individuelle Nibor-

³ Libor fremkommer ved at panelbankene hver dag svarer på følgende spørsmål: «At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting interbank offers in a reasonable market size just prior to 11 am London time?» I dette spørsmålet må en merke seg formuleringen «asking for and then accepting». Den innebærer at bankene skal anslå hvilken rente de selv ville bli tilbudt av en annen bank. Det betyr igjen at Libor uttrykker en ask-rente («offered rate») på samme måte som Euribor, Nibor og andre ibor-renter.

bidrag over en periode på tre dager, fra 30. oktober til 1. november 2012. I tillegg vises selve Nibor-fixen, som er gjennomsnittet av de fire midterste bidragene.

Figur 3. Individuelle bidrag til Nibor og Nibor-fixen 30. oktober til 1. november 2012. 3 måneders løpetid. Prosent



Fire av de seks bankene i panelet reduserte sine bidrag til Nibor fra 30. til 31. oktober. Det skulle tyde på at dollarrenten som legges til grunn gikk ned og/eller at terminmarkedet priset inn at likviditetspremien eller styringsrenteforventningene i kroner relativt til dollar falt. En av bankene (Bank A i figuren) gikk imidlertid motsatt vei av de andre og økte sitt Nibor-bidrag med 4 basispunkter. Det gjorde at Nibor økte med ett basispunkt fra 30. til 31. oktober, selv om flertallet av bankene i panelet rapporterte inn lavere renter. Bank A gikk fra å ha en av de laveste kvoteringene 30. oktober, til å ha den klart høyeste 31. oktober. Dagen etter, den 1. november, reduserte Bank A sitt Nibor-bidrag betydelig, med hele 7 basispunkter, og hadde igjen en av de laveste kvoteringene i panelet. Det bidro til et markert fall i Nibor fra 31. oktober til 1. november.

Dette eksempelet illustrerer flere svakheter ved dagens Nibor-konstruksjon. For det første viser det hvor lite robust Nibor er for en enkelt banks kvotering. Med få banker i panelet kan endring i en enkelt kvotering slå ut i gjennomsnittet, selv om denne bankens bidrag blir strøket.⁴ For det andre er det vanskelig å forstå hvordan disse individuelle bidragene alle kan gjenspeile

⁴ Når en bank øker sin kvotering så mye at den faller ut av det tellende gjennomsnittet, kommer den nest høyeste kvoteringen (som ellers ville ha blitt strøket) inn blant de fire tellende.

etterspørselsendringer etter likviditet i det norske markedet. Hvorfor krever Bank A en høyere rente for utlån 31. oktober når de andre krever lavere rente? Og hvorfor er det slik at dagen etter er det den samme banken som krever lavest rente for utlån til andre banker?

3. Termintillegget som grunnlag for Nibor

Det er terminmarkedet for valuta som transformerer en dollarrente til Nibor, og det er terminmarkedet som gjør at Nibor hevdes å være mer markedsnær enn andre referanserenter. Terminmarkedet er normalt svært likvid. I tillegg til Nibor-bankene deltar mange utenlandske banker, og forskjellen mellom kjøps- og salgskursene (bid-ask spreaden) som stilles av bankene som er aktive i markedet er liten. For tre måneders løpetid er spreaden sjelden større enn 5 kurspunkter, eller om lag 2-3 basispunkter når termintillegget omregnes til en rentedifferanse mellom de to valutaene.⁵ Selv om kjøps- og salgskursene som stilles ikke er bindende, skjer handelen mellom bankene normalt innenfor dette smale intervallet.

Det er imidlertid ikke denne smale bid-ask spreaden som danner grunnlag for Nibor. Bankene i Nibor-panelet opplyser at de har en avtale seg imellom om å stille bindende terminkurser overfor hverandre. De har forpliktet seg til å handle for et gitt beløp på prisene de stiller. Forpliktelsen gjelder bare overfor de andre bankene i Nibor-panelet. Nibor-bankene har tilpasset seg denne forpliktelsen ved å stille en bid-ask spread som er vesentlig større enn den smale spreaden markedet handler innenfor. Med en vid spread sikrer de seg mot risikoen for å måtte gjøre handler til en ugunstig pris. Det er ask-prisen i denne vide spreaden som inngår i beregningen av Nibor.⁶ Hver enkelt banks bidrag til Nibor-kvoteringen består dermed av den dollarrenten som banken legger til grunn, i tillegg til ask-prisen som banken stiller bindende overfor andre Nibor-banker når Nibor fastsettes klokken 12.00.

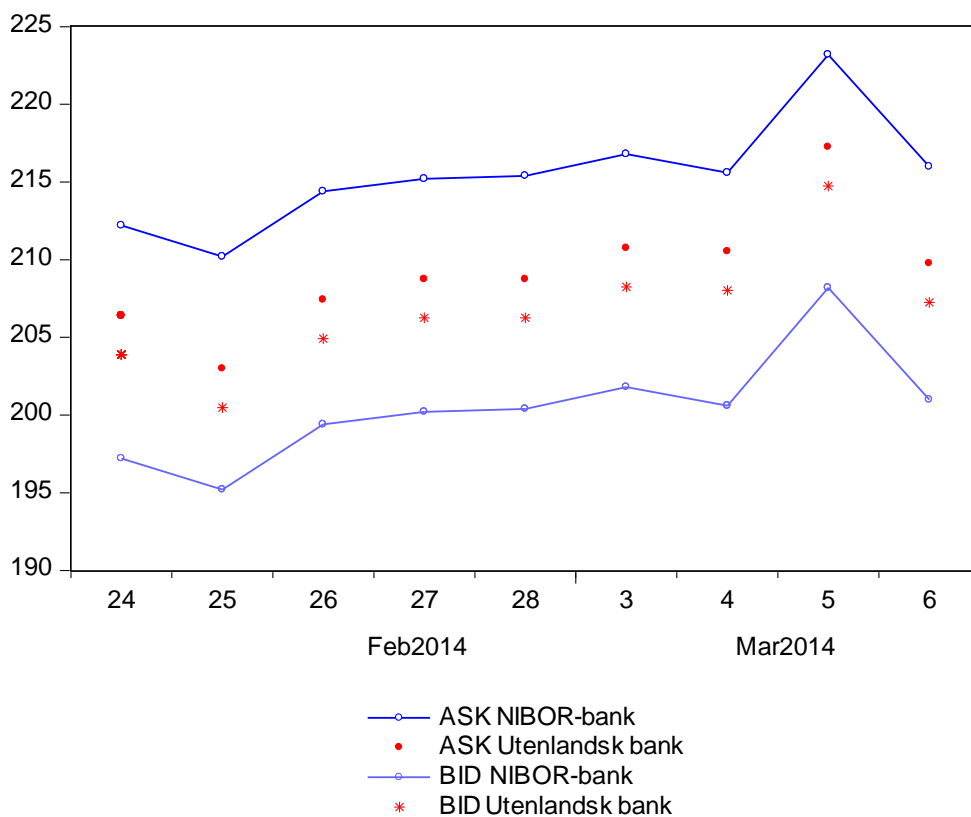
Figur 4 illustrerer forholdet. Figuren viser hvordan en tilfeldig utvalgt Nibor-bank og en tilfeldig utvalgt utenlandsk bank kvoterte sine bid og ask-priser for termintillegget på USD/NOK på Thomson Reuters hver dag klokken 12.00 i perioden fra 24. februar til 6. mars 2014. Den utenlandske banken kvoterte hver dag bid- og ask-priser med en forskjell på 2-3 kurspunkter. Spreaden til Nibor-banken var vesentlig større, på 15 kurspunkter. Selv om bankene stiller sine prisindikasjoner elektronisk, avtales faktiske handler bilateralt, for eksempel over telefon, der partene blir enige om en pris seg imellom. Det som skjedde av faktiske handler i dette

⁵ Termintillegget er differansen mellom terminkursen og spotkursen mellom to valutaer. Hvis terminkursen på kroner per dollar om tre måneder er 6,0123 og spotkursen er 6,0000, er termintillegget 123 kurspunkter. Termintillegget måles i kurspunkter og kan omregnes til en implisitt rentedifferanse. Utgangspunktet for prisingen av termintillegget i markedet er forskjellen mellom forventede over natten-renter i de to landene. Se Norges Bank Staff-memo 20/2012 for nærmere omtale.

⁶ Etter Lehman-konkursen høsten 2008 økte Nibor-bankene spreaden sin betydelig, og fra 16. november 2009 til 15. juni 2011 holdt de en spread på 25 kurspunkter, tilsvarende mellom 10 og 15 basispunkter. Den 15. juni 2011 reduserte Nibor-bankene spreaden til 15 kurspunkter. Det er fortsatt betydelig større enn den spreaden på 3-5 kurspunkter det faktisk handles innenfor.

tidsvinduet foregikk mest sannsynlig til priser inne i den smale spreaden stilt av den utenlandske banken. Eventuelle handler gjennomført av den aktuelle Nibor-banken foregikk trolig også til priser innenfor et slikt smalt intervall, selv om det er det brede intervallet som danner grunnlag for Nibor-kvoteringen.

*Figur 4. Observerte kvoteringer av 3 måneders termintillegg for USD/NOK (bid og ask) på Thomson Reuters, 24. februar til 6. mars 2014. En Nibor-bank og en utenlandsk bank.
Kurspunkter*



Bildet i figur 4 gjelder generelt: Nibor-bankene kvoterer en ask-pris vesentlig over det det handles til i markedet, og en bid-pris vesentlig under. Det betyr at Nibor-bankene i prinsippet kan flytte sine kvoteringer nokså mye opp eller ned uten at det gir noen risiko for at en annen bank ønsker å handle til denne prisen. Det vil si at Nibor-bankene har et stort spillerom til å justere sin ask-pris, som danner grunnlag for Nibor, opp eller ned. Denne praksisen for kvotering av termintillegg reiser spørsmål om hvor markedsnær Nibor egentlig er. I tillegg til å kunne endre dollarrenten som legges til grunn (drøftes under), har Nibor-bankene med dette en mulighet til å påvirke Nibor uten at dette er reflektert i generelle markedsbevegelser.

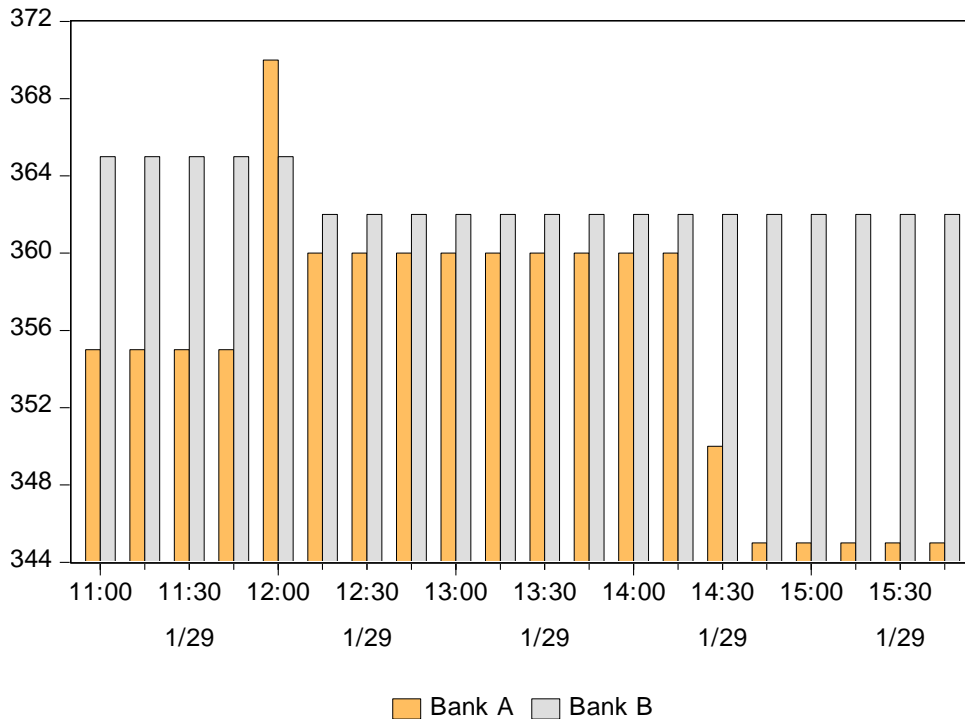
I samtale med en av Nibor-bankene har vi fått opplyst at de på andre handelsplattformer også stiller en smal spread, på linje med den de utenlandske bankene stiller. De sier videre at den

brede spreaden, som er grunnlaget for Nibor, alltid ligger symmetrisk rundt den smale spreaden. Når den smale spreaden flyttes opp eller ned, flyttes den brede «Nibor-spreaden» automatisk like mye. Vi har bedt om å få tilsendt tall som bekrefter dette mønsteret, men det har vi så langt ikke mottatt.

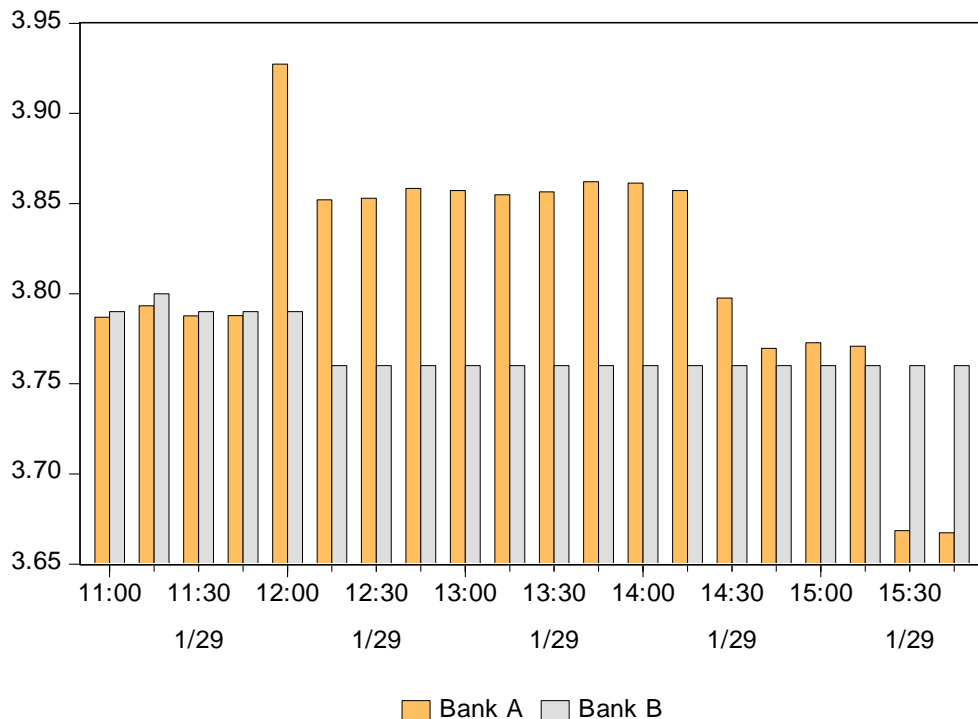
De høyfrekvente dataene fra Thomson Reuters viser hvordan Nibor-bankene kvoterer sine brede spreader gjennom dagen. Hvis Nibor er markedsnær og riktig, skal ask-prisen i denne spreaden klokken 12.00 gjenspeile etterspørselen etter likviditet i det norske markedet på samme tidspunkt. Vi finner mange eksempler der det er vanskelig å se hvordan enkeltbankers kvoteringer av termintillegget kan gjenspeile de generelle likviditetsforholdene for norske kroner.

Figur 5a og 5b viser kvoteringer av termintillegg og tilhørende rente stilt av to Nibor-banker i 15-minutters intervaller mellom klokken 11.00 og 16.00 den 29. januar 2009. Figur 5a viser de to bankenes kvoterte termintillegg. Termintillegget klokken 12.00 danner, sammen med en dollarrante, grunnlag for bankenes rentebidrag klokken 12.00. De to bankenes rentekvoteringer i samme tidsrom er vist i figur 5b. Søylen for renten klokken 12.00 viser hver av bankenes bidrag til Nibor den aktuelle dagen.

Figur 5a. To Nibor-bankers kvoteringer av termintillegg (ask), 29. januar 2009 fra kl. 11.00 til kl. 16.00. Tre måneders løpetid. Kurspunkter



Figur 5b. To Nibor-bankers kvoteringer av norsk rente, 29. januar 2009 fra kl. 11.00 til kl. 16.00. Tre måneders løpetid. Prosent

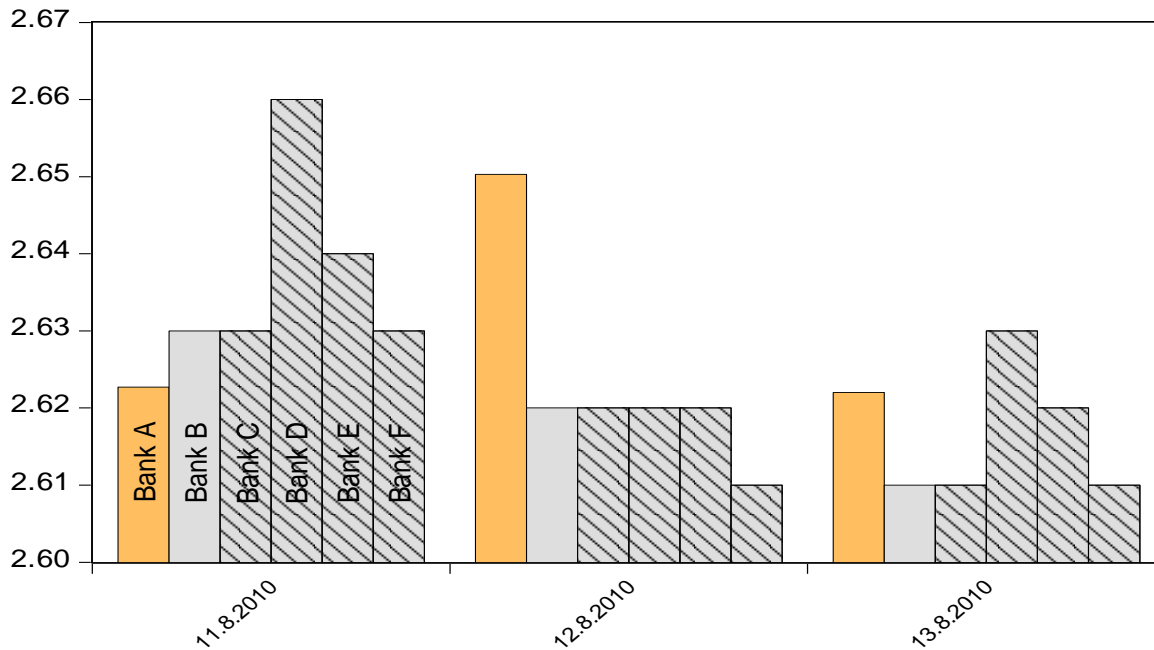


Figur 5a viser at Bank A økte sin ask-pris for termintillegget betydelig det siste kvarteret før klokken 12.00.⁷ Figur 5b viser at dette slo ut i renten som inngår i Nibor. Den steg markert, fra 3,78 prosent til 3,93 prosent. I løpet av det første kvarteret etter Nibor-fixen klokken 12.00 reduserte Bank A sitt termintillegg igjen, og den tilhørende renten falt til 3,85 prosent. På slutten av dagen var både termintillegget og renten lavere enn de var rett før Nibor-fixen klokken 12.00. Det er ikke lett å forstå hvordan disse bevegelsene kan gjenspeile de generelle markedsforholdene for kronelikviditet denne dagen. Enda vanskeligere blir det når en holder det opp mot kvoteringene fra Bank B i figuren: Den siste timen før klokken 12.00 har Bank B høyere terminkvoteringer enn Bank A, men om lag samme rente. Det betyr at Bank B la til grunn en lavere dollarrente enn Bank A. Frem til klokken 12.00 skjer det imidlertid ingen endringer i Bank Bs kvoteringer, verken i termintillegget eller i renten som inngår som Nibor-bidrag. Da er det vanskelig å forstå hvordan den markerte oppgangen i termintillegg og rente som Bank A kvoterer klokken 12.00 kan gjenspeile de generelle markedsforholdene. Banker kan ha ulikt likviditetsbehov på et gitt tidspunkt, noe som kan gjenspeiles i kvoteringene i terminmarkedet. Det kan ikke utelukkes at Bank A hadde et særlig behov for likviditet akkurat rundt klokken 12.00, som også slo ut i et høyere Nibor-bidrag, men for utenforstående er det ikke lett å trenge gjennom hva som forårsaker disse bevegelsene like forut for Nibor-fixen.

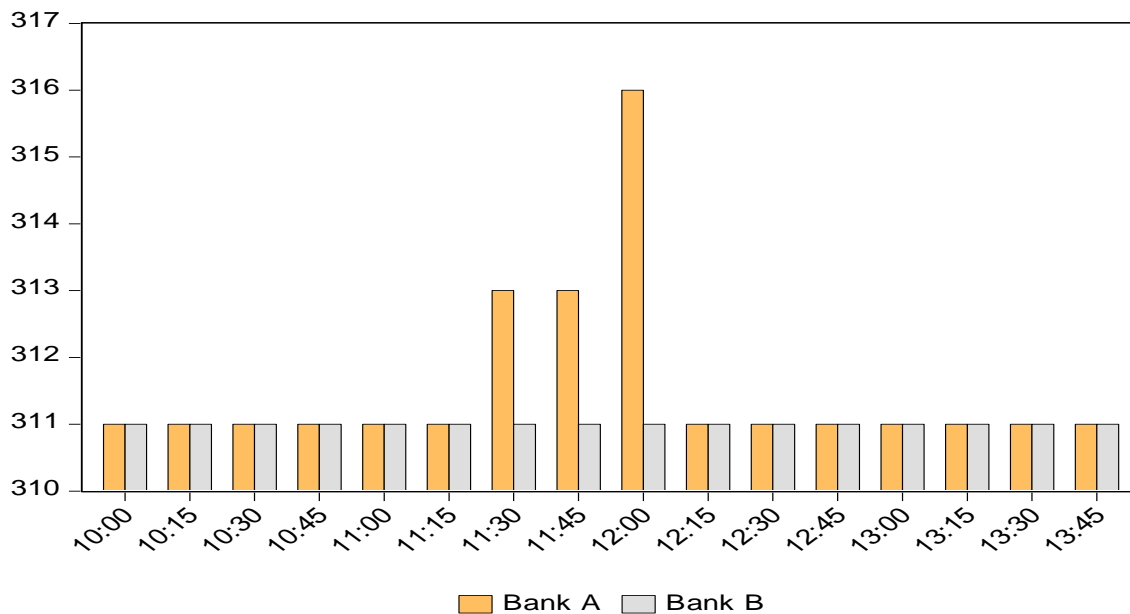
⁷ Bank A betegner ikke den samme banken i alle eksemplene.

Figur 6a og 6b viser et annet eksempel, nå fra 2010. Figur 6a viser alle de seks panelbankenes bidrag til Nibor over tre dager, fra 11. til 13. august 2010. Figur 6b viser to av bankenes terminkvoteringer fra klokken 11.00 til 13.45 den 12. august.

Figur 6a. Bankenes bidrag til Nibor, 11.-13. august 2010. Tre måneders løpetid. Prosent



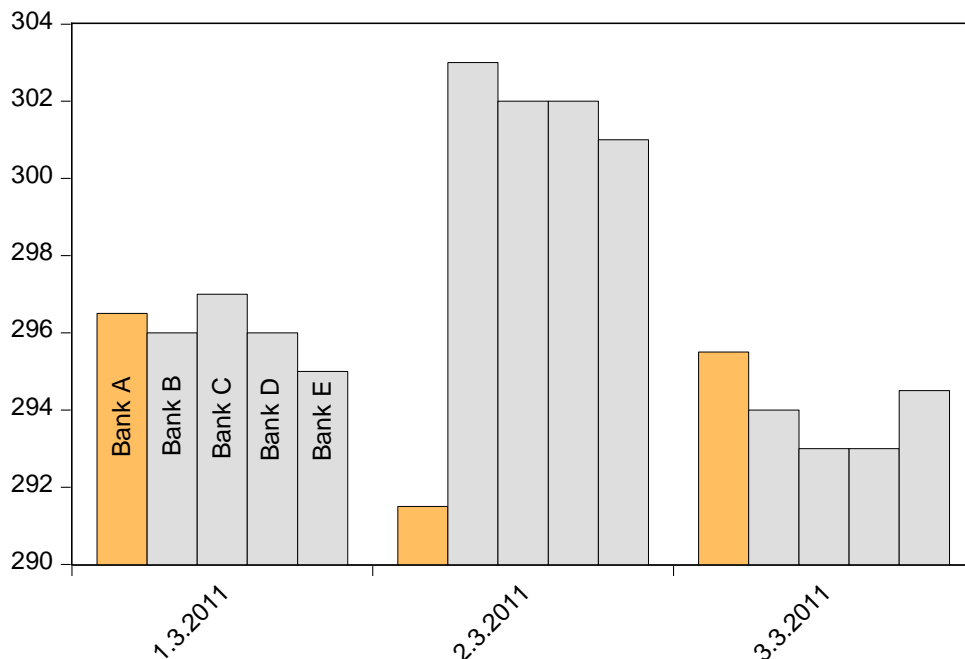
Figur 6b. Kvoteringer av termintillegg, Nibor-bank A og B, 12. august 2010 fra kl. 10.00 til kl.13.45. Tre måneder. Kurspunkter



Figur 6a viser at Bank A justerte sitt bidrag til Nibor motsatt vei av alle de andre bankene fra 11. til 12. august. Bank A gikk fra å ha det laveste bidraget 11. august, til å ha det klart høyeste dagen etter. Figur 6b viser at dette gikk sammen med en økning i Bank As kvoterte termintillegg den siste halvtimen før klokken 12.00 den 12. august, som så ble reversert kort tid etterpå. Figur 6a viser at dagen etter, den 13. august, var Bank As Nibor-bidrag igjen på linje med de andre bankenes bidrag. Også i dette eksempelet er det uklart hvilken markedsutvikling som ligger bak bevegelsene. Det er vanskelig å forstå for aktører utenfor panelet at Bank A skulle ha et særegent likviditetsbehov som tilsa en betydelig økning i ask-prisen kl. 12.00, og deretter et like stort fall.

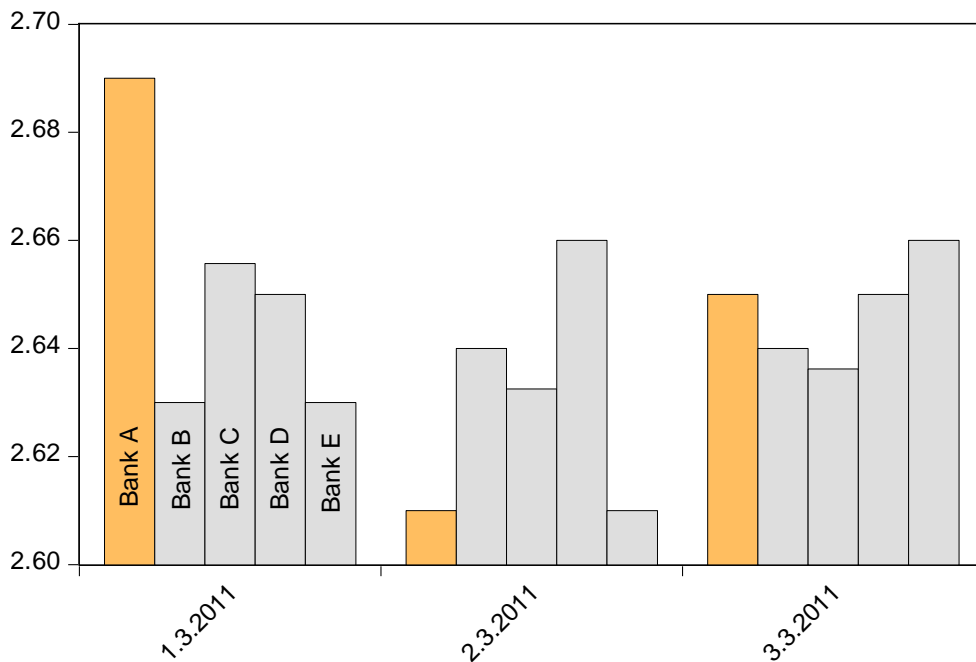
Figur 7a og 7b viser et eksempel fra mars 2011. Figur 7a viser fem av Nibor-bankenes kvoteringer av termintillegget klokken 12.00 over tre dager, fra 1. - 3. mars 2011.⁸ Den 1. mars kvoterte bankene nesten helt like termintillegg, slik en skulle vente hvis de alle uttrykte etterspørselsforholdene i terminmarkedet. Dagen etter, den 2. mars, økte fire av de fem bankene sine termintillegg, noe som kan tyde på at etterspørselen etter kroner i terminmarkedet endret seg. Den siste banken (Bank A) kvoterte imidlertid sitt termintillegg i motsatt retning av de andre. Figur 7b viser at dette slo ut i Bank As bidrag til Nibor, som gikk fra å være klart høyest 1. mars, til å bli lavest 2. mars. Den 3. mars var det igjen nokså små forskjeller mellom bankene, både i termintilleggene og i bidragene til Nibor.

Figur 7a. Nibor-bankenes terminkvoteringer klokken 12.00, 1.-3.mars 2011. Tre måneder. Kurspunkter



⁸ Eksempelet viser kun fem av de seks Nibor-bankene fordi det ikke foreligger data for den siste bankens termintillegg for disse dagene i 2011.

Figur 7b. Bankenes bidrag til Nibor (klokken 12.00), 1.-3. mars 2011. Tre måneder. Prosent



Disse eksemplene illustrerer at bindingen til terminmarkedet ikke nødvendigvis gjør Nibor mer markedsnær enn andre referanserenter. Med de store spreadene Nibor-bankene benytter, er det stort handlerom for å avvike fra de prisene i terminmarkedet handelen faktisk skjer til. Eksemplene over illustrerer at de enkelte bankenes terminkvoteringer avviker så vidt mye både i nivå og endring, at ikke alle kan gjenspeile etterspørselsforholdene i kronemarkedet.

4. Dollarrentene som legges til grunn for Nibor

Før finanskrisen ble Libor for amerikanske dollar brukt som grunnlag for beregningen av Nibor. Under finanskrisen undervurderte Libor etter alt å dømme de dollarrentene europeiske banker sto overfor. Det kom til uttrykk i at Nibor beregnet ut fra Libor og termintillegget for kroner og dollar ble urealistisk lav. Høsten 2008 ble Nibor-bankene enige om å bytte ut Libor med en annen dollarrente. De valgte den dollarrenten som publiseres av meglerhuset Carl Kliem. Den var vesentlig høyere enn Libor og ble oppfattet som mer realistisk. Kliem-renten sies å uttrykke hva det ville koste for europeiske banker å låne dollar gjennom interbankmarkedet. Kliem sammenfaller godt med den renten en får ved å ta utgangspunkt i tre måneders Euribor og swappe denne til amerikanske dollar i valutaterminmarkedet.⁹

Nibor-bankene legger ikke Kliem mekanisk til grunn i Nibor-kvoteringen, men opplyser at de utøver et visst skjønn.¹⁰ Dollarrenten er i utgangspunktet tenkt å reflektere bankenes marginale

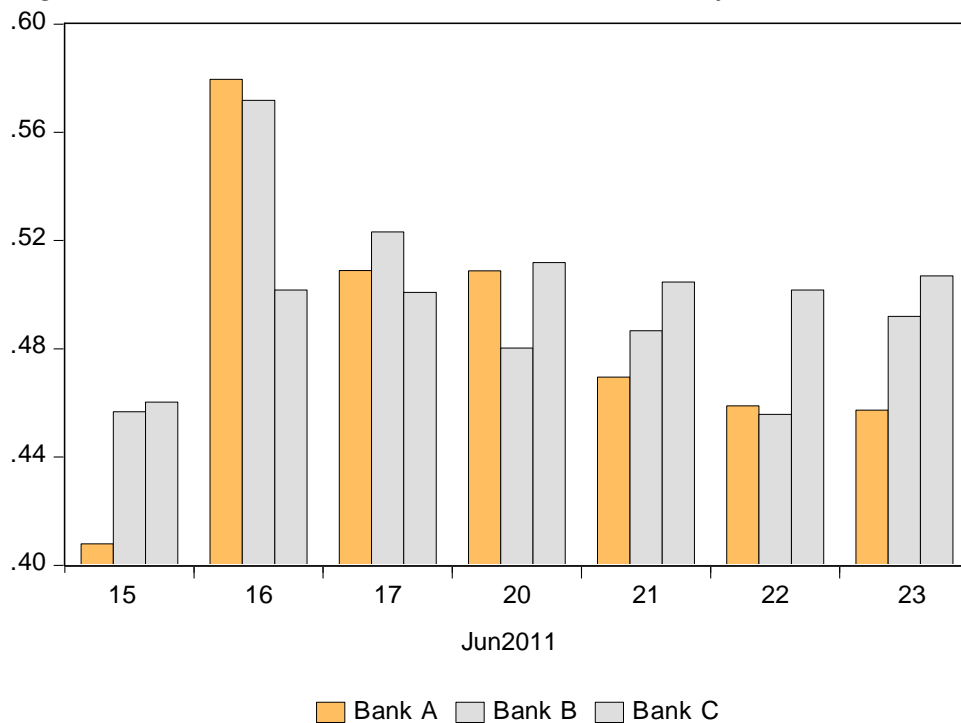
⁹ Bruken av Kliem som grunnlag for Nibor-kvoteringen reiser noen spørsmål om smitte av risikopremier fra euro-renter til norske renter. Se Norges Bank Staff-Memo 20/2012 for en nærmere drøfting.

¹⁰ I et tillegg til Nibor-regelverket vedtatt i Finans Norge 30. oktober 2013 er følgende formulering tatt inn: «USD-

dollarrente i det usikrede interbankmarkedet. Den vil variere over tid, og kan godt avvike noe mellom bankene.

Figur 8 viser en beregning av dollarrentene tre av Nibor-bankene la til grunn over en periode på syv handledager i juni 2011. I denne perioden var det ikke spesielt urolig i dollarmarkedet. Rentene er beregnet residualt ut fra bankenes daglige kvoteringer av Nibor og termintillegg.

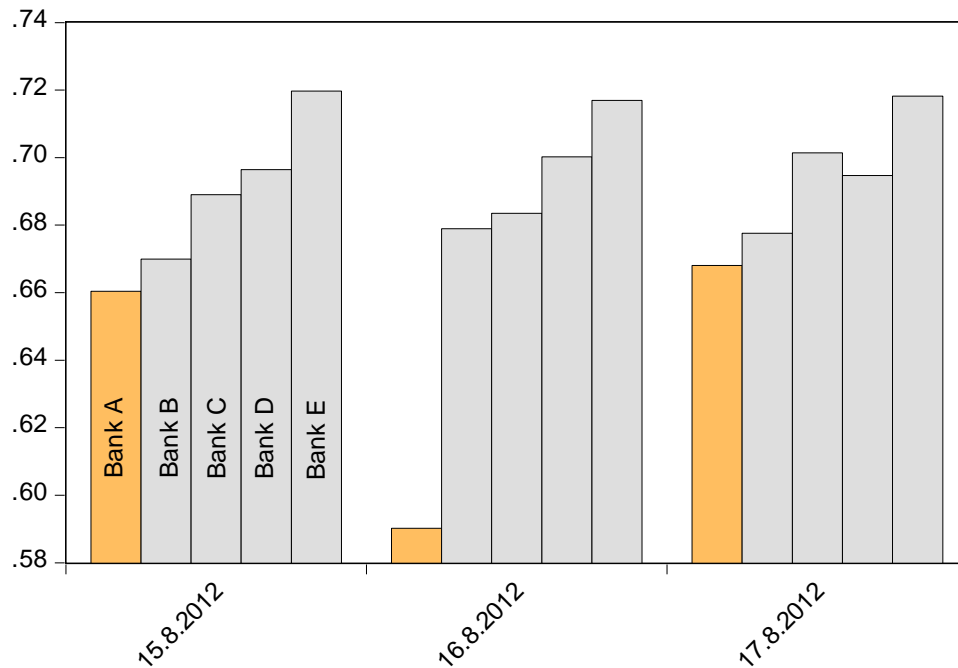
Figur 8. Tre av Nibor-bankenes dollarrenter. 15. – 23. juni 2011. Tre måneder. Prosent



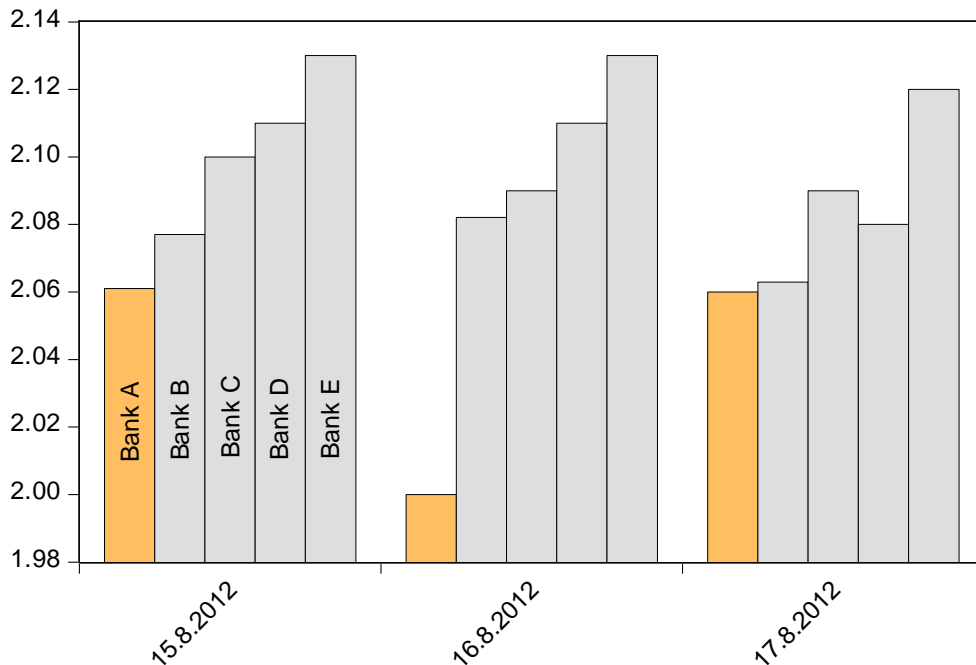
Det fremgår i figur 8 at bankenes individuelle dollarrenter kan svinge nokså usystematisk i forhold til hverandre. I løpet av disse syv handledagene i juni 2011 gikk bank A fra å ha den klart laveste dollarrenten til å ha den høyeste, for så å ha den laveste igjen noen dager senere. Mangelen på et konsistent mønster er ikke unikt for denne perioden. Svært ofte kan en se at en bank legger til grunn den høyeste dollarrenten den ene dagen, for så å ha den laveste noen dager senere. Det er vanskelig å forstå hvilke markedsforhold som kan forklare disse relative bevegelsene.

rentene fastsettes på grunnlag av en vurdering mot flere renter og referanser, eventuelt også i andre valutaer enn USD, slik at Nibor-bidragene i tråd med regelverkets krav i størst mulig grad reflekterer de renter banken vil kreve for utlån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet».

Figur 9a. Bankenes dollarrenter som lå til grunn for Nibor, 15.-17. august 2012. Tre måneder. Prosent



Figur 9b. Bankenes Nibor-bidrag, 15.-17. august 2012. Tre måneder. Prosent.



Figur 9a og 9b viser et eksempel fra august 2012 på hvordan endringer i dollarrentene påvirker bidragene til Nibor. Figur 9a viser dollarrentene som lå til grunn for hver banks bidrag til Nibor

fra 15. til 17. august 2012. Vi har ikke data for disse rentene direkte, men kan beregne dem ut fra dataene for Nibor-bidrag og termintillegg.¹¹ Kliem-renten var om lag uendret over disse tre dagene, og alle Nibor-bankene la til grunn dollarrenter som var noe lavere enn Kliem. Fra 15. til 16. august reduserte Bank A sin dollarrente med 6 basispunkter, mens de andre holdt sine uendret. Fra 16. til 17. august økte så Bank A sin dollarrente med 6 basispunkter igjen, mens det bare var minimale endringer blant de andre bankene. Figur 9b viser at Bank As endring i dollarrenten over disse dagene slo ut en-til-en i Bank As bidrag til Nibor. Slike kortvarige endringer i dollarrenten for en enkelt bank, på tvers av utviklingen i Kliem og de andre Nibor-bankenes renter, reiser tvil om at swapkonstruksjonen gjør at Nibor er mer «markedsnær» enn andre lands referanserenter som er basert på at bankene i panelet utøver skjønn.

5. Oppsummering og konklusjon

Høyfrekvente data fra Thomson Reuters gir mulighet til å studere i detalj hvordan individuelle banker har fastsatt sine Nibor-bidrag. Analysen viser at panelbankenes individuelle bidrag til Nibor varierer mye i forhold til hverandre, uten noen åpenbar systematikk som kan forklares ut fra markedsforhold. Den usystematiske variasjonen rundt gjennomsnittet er vesentlig større blant Nibor-bankene enn den er for bankene i Libor-panelet for amerikanske dollar. Datasettet inneholder mange eksempler på at individuelle Nibor-banker enkelte dager har justert sine bidrag til Nibor på tvers av de andre panelbankene, enten ved å justere termintillegget eller dollarrenten som legges til grunn. I flere tilfeller har disse justeringene påvirket fastsettelsen av Nibor den aktuelle dagen. Det er vanskelig for utenforstående å forstå hva som ligger bak slike endringer. Uansett hva som ligger bak endringene, kan de ha bidratt til å svekke utenforstående aktørers tillit til Nibor som referanserente. Samlet sett finner Norges Bank at dataene styrker argumentene for at konstruksjonen av Nibor som en valutaswaprente bør avskaffes.

¹¹ Disse dagene mangler det data for en av Nibor-bankenes termintillegg. Det gjør at dollarrenten for denne banken ikke kan beregnes. Derfor inngår bare fem av de seks bankene i figuren.

NORGES BANK
MB/MOA
26. mai 2014

VEDLEGG 2 TIL BREV TIL FINANSTILSYNET AV 26.5.14

Referanserentene i Sverige, Danmark og andre land

Dette vedlegget gir en beskrivelse av referanserentene i Sverige og Danmark og gir en kort oversikt over OIS-markedene i en del andre land.

1. Sverige

Referanserenten i Sverige er Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate). Riksbanken publiserte en utredning om Stibor 12. november 2012.¹ Riksbanken viste til en rekke mangler og foreslo ulike tiltak for å bedre kvoteringen, i tråd med det arbeidet som gjøres internasjonalt. Svenska Bankföreningen publiserte nytt regelverk for Stibor i januar 2013 (med senere oppdateringer).² Den enkelte banks bidrag til Stibor-kvoteringen skal være den renten banken krever for et usikret utlån i svenske kroner til andre Stibor-banker, for ulike løpetider. Beregningsgrunnlaget skal være bredt og bestå av flere typer renter. Implisitte renter swappet fra euro og dollar kan inngå, men i så fall skal de utenlandske rentene hentes fra sertifikatmarkedene der bankene faktisk finansierer seg. Samtidig skal gjeld utstedt i svenske kroner utgjøre minst halvparten av grunnlaget. Med utgangspunkt i et bredt sett av grunnlagsdata og skjønn vil Stibor reflektere hva bankene krever for utlån i svenske kroner.

Det finnes ingen etablerte alternative referanserenter i Sverige, men det finnes ulike former for OIS-renter. RIBA (Riksbank futures) er en swaprente der den svenske styringsrenten er det flytende benet. De administreres av Nasdaq OMX og ble introdusert i 2009, den gang med et lavt daglig omsatt volum på 4 mrd. SEK. RIBA-kontraktene gjøres opp på de internasjonale IMM-datoene. Ved hver IMM-dato kvoterer en ny RIBA med 12 måneders løpetid. Det daglige omsatte volumet økte til rundt 19 mrd. SEK i 2011 og videre til 26 mrd. SEK i 2012. Markedet er voksende, selv om det fortsatt er lite i forhold til volumet i FRA-kontrakter (forward rate agreements), der Riksbanken for 2012 rapporterer et daglig volum rundt 185 mrd. SEK hos Riksbankens primære motparter.³ Videre finnes såkalte Stina-swapper. Dette er OIS-renter med løpetid opp til 12 måneder der «tomorrow-next-renten» utgjør det flytende benet. «Tomorrow-next-renten» er en rente som løper fra i morgen til i overmorgen. Daglig omsatt volum av Stina-swapper blant Riksbankens primære motparter steg fra rundt 11 mrd. SEK i 2011 til 16 mrd. SEK i 2012.

RIBA og Stina-swappene er ikke særlig utbredt som referanserenter, men siden de handles kan de være gode kryssspillere for Stibor. Handlede OIS-er gir et anslag på den risikofrie renten. En kan da

¹ Se Sveriges Riksbank (2012): "The Riksbank's review of Stibor",
http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riksbanksstudie/2012/rap_riksbanksstudie_stibor_121128_eng.pdf

² Se Svenska [Bankföreningen](http://www.swedishbankers.se/web/bfmm.nsf/lupgraphics/Folder%20STIBOR_Engelsk.pdf/$file/Folder%20STIBOR_Engelsk.pdf) (2013): «Framework for Stibor»,
[http://www.swedishbankers.se/web/bfmm.nsf/lupgraphics/Folder%20STIBOR_Engelsk.pdf/\\$file/Folder%20STIBOR_Engelsk.pdf](http://www.swedishbankers.se/web/bfmm.nsf/lupgraphics/Folder%20STIBOR_Engelsk.pdf/$file/Folder%20STIBOR_Engelsk.pdf)

³ For detaljer, se Riksbanken (2013): «The Swedish Financial Market»,
http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2013/rap_finansm_130830_eng.pdf

lettere anslå risikopremien (rentepåslaget) i Stibor, noe som gjør Stibor-kvoteringen mer gjennomslagskraftig.

2. Danmark

Referanserenten i Danmark er Cibor. Det danske Finansrådet publiserte en veiledning til fastsettelse av Cibor 28. desember 2012.⁴ Cibor er den renten et pengeinstitutt er villig til å låne ut danske kroner usikret til en primærbank, med løpetid fra 1 uke og opp til 12 måneder. Grunnlaget som skal brukes for å fastsette Cibor er bredt og kan omfatte ulike danske og utenlandske renter i tillegg til blant annet renten på alternative plasseringer. Det utelukkes ikke at swaprenter kan inngå som en del av beregningsgrunnlaget, men Finansrådet råder bankene til å legge et bredt sett av kriterier til grunn når Cibor kvoterer.⁵

I Danmark brukes Cita-swapper som alternativ referanserente. Dette er OIS med løpetid opp til 12 måneder der «tomorrow-next-renten» utgjør det flytende benet (tilsvarende Stina-swapper i Sverige). Supplerende referanserenter i Danmark ble drøftet i en rapport fra Nationalbanken, Finansrådet, Realkreditrådet og Realkreditforeningen, som ble publisert i august 2012.⁶ Gruppen anbefalte Cita-swapper som supplerende referanserente, og Finansrådet har nå utarbeidet retningslinjer for bruk av Cita-swapper som referanserente.⁷ På forespørsel til Finansrådet har vi fått opplyst at Cita-renteswapper ble etablert som supplerende referanserente 1. januar 2013. Finansrådet viser til at det nå er mulig å få lån i flere danske banker og realkreditinstitusjoner som er knyttet opp mot den faste renten i Cita-swappen. Finansrådet har ikke en samlet oversikt over hvor viktig denne referanserenten er nå, men mener at bruken av Cita-renteswap som referanserente vil bli mer utbredt fremover. Finansrådet viser også til at utgangspunktet for å bruke Cita-swapper som supplerende referanserente var at markedet for disse var likvid.⁸ I Nationalbankens årlige pengemarkedsundersøkelse fremgår at det daglige omsatte volumet av Cita-swapper steg fra rundt 5 mrd. DKK i 2012 til i underkant av 10 mrd. DKK i 2013. Til sammenligning var det daglige omsatte volumet i FRA-markedet i overkant av 10 mrd. DKK i 2012 og 2013.⁹

3. OIS-markedene i andre land

I de mest velutviklede finansmarkedene er OIS-markedene godt etablert og likvide (USA, Storbritannia, Japan, Sveits, euroområdet). Men det finnes OIS også i flere mindre land. New Zealand har hatt et OIS-marked i over 10 år. Styringsrenten er det flytende benet, og 90 prosent av aktiviteten er for løpetider opp til 6 måneder. Reserve Bank of New Zealand viser til at likviditeten er dårligere

⁴ Se Finansrådet (2012a) "Redegjørelse om CIBOR", <http://www.finansraadet.dk/Media/dokumenter/servicemenu/materialer/andrematerialer/redegjorelse%20om%20cibor.pdf>

⁵ Se Finansrådet (2012): «Vejledning til fastsættelse av Cibor», <http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/satser/regler-for-fastlaeggelse-af-cibor/vejledning-til-fastsaettelse-af-cibor.aspx>

⁶ Se Nationalbanken (2012): «Supplerende referencerenter på det danske pengemarked», [http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Supplerende_referencerente_danske_pengemarked_juli_2011/\\$File/Suppl_referencerrente_dansk_pengemarked_juli2011.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Supplerende_referencerente_danske_pengemarked_juli_2011/$File/Suppl_referencerrente_dansk_pengemarked_juli2011.pdf)

⁷ Se Finansrådet (2013) «Regler for CITA renteswapfixing», <http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/satser/cita-renteswap.aspx>

⁸ <http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/satser/cita-renteswap.aspx>
<http://www.nasdaqomxnordic.com/obligationer/danmark/cita/>

⁹ Se Nationalbanken (2013): Kvartalsoversigt 4. kvartal, del 1 side 76, figur 1. [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/3EA3CBF74CB409F3C1257C3D0060B93D/\\$file/KVO4-2013_del1.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/3EA3CBF74CB409F3C1257C3D0060B93D/$file/KVO4-2013_del1.pdf)

enn i korte renteswapper, men bedre enn i FRA-markedet. Store banker, både lokale og utenlandske, deltar i markedet.¹⁰ Videre finnes OIS i Australia og Canada. I Canada ble OIS introdusert i 1999, og overnattenrenten er det flytende benet. Det handles i segmentet opp til ett år, men opp til tre måneder (og særlig dette) er det viktigste.¹¹ I Australia ble OIS introdusert i 1999. Overnattenrenten er det flytende benet, og det handles særlig i segmentet opp til 12 måneder, med en betydelig andel i 6-12 månederssegmentet.¹²

OIS ble introdusert i Polen i 2004. I begynnelsen var det liten interesse for dette instrumentet, og det tok fire år med planlegging før markedet kom i gang. OIS utgjorde per april 2013 rundt 10 prosent av handelen med rentederivater.¹³ Det flytende benet er overnattenrenten, og det handles særlig OIS-er med løpetider opp til 6 måneder. I Ungarn ble det satt i gang et OIS-marked i 2010. Det handles i segmentet opp til ett år, og overnattenrenten er det flytende benet.¹⁴ I Polen og Ungarn argumenterer finansnæringen for at etablering av OIS er en naturlig del av å utvikle finansmarkedene. I tillegg til landene nevnt over finnes OIS-markeder i Russland, Kina, Hong Kong, India, Malaysia, Mexico og Colombia.

¹⁰ For mer informasjon om OIS i New Zealand, se side 25-33 her:

http://www.rbnz.govt.nz/research_and_publications/reserve_bank_bulletin/2013/2013mar76_1shareef.pdf

¹¹ I Canada er det overnattenrenten i repomarkedet som er det korte benet. For mer informasjon om OIS i Canada, se side 17-18

<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/reid.pdf>

¹² For mer informasjon om OIS i Australia, se

<http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2012/mar/pdf/bu-0312-6.pdf>

¹³ For detaljer om OIS i Polen, se

<http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/poland2013.pdf> og <http://www.acipolska.pl/ois-en.html> og

http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsd_2010.pdf

¹⁴ For flere detaljer om OIS i Ungarn, se

http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_mnbszemle/mnben_mnb_bulletin_april_2011/erhart-kollarik_ENG.pdf

Finans Norge
Pb. 2473 Solli
0202 Oslo

Deres ref.

Vår ref.
MB/Obø 10/01641Oslo
3.12.2013

Tilbudet av referanserenter i Norge

I brev av 30.8.2013 ber Finansdepartementet om at Finanstilsynet – i samråd med Norges Bank og med innspill fra blant annet finansnæringen – utreder tilbudet av referanserenter i Norge. Departementet viser til mistanker om misbruk/manipulasjon av referanserenter i flere land og at det er påvist betydelige svakheter i rammene for fastsettelse av referanserente, blant annet i form av uklare definisjoner og prosedyrer, manglende kontroll, interessekonflikter og fravær av markedsforankring, innsyn og etterprøvbarehet. Departementet peker også på at mye er blitt gjort for å rette på dette det siste året, stort sett gjennom forbedringer i næringens selvregulering, etter påtrykk fra sentralbanker og tilsynsmyndigheter.

Departementet viser i sitt brev til Finanstilsynet at det kan være en fordel om det utvikles nye referanserenter med andre egenskaper enn Nibor, så som referanserenter basert på faktiske transaksjoner. Departementet peker spesielt på at aktørene i finansnæringen bør arbeide for å utvikle et marked for «overnight index swaps» (OIS) i Norge.

Finanstilsynet og Norges Bank har blitt enige om at Norges Bank påtar seg hovedansvaret for å utrede tilbudet av referanserenter (pkt. III i brevet fra departementet til tilsynet). I denne sammenheng er det nyttig med innspill fra finansnæringen. I dette brevet tar vi derfor opp en del spørsmål som vi ønsker finansnæringen skal vurdere. Vi viser i denne sammenheng også til brev fra Finans Norge til Norges Bank av 8.2.2013, «Nibor», der det uttrykkes et ønske om dialog knyttet til den videre prosessen om Nibor-kvoteringen.

Vi har mottatt kopi av brev fra Finans Norge til Finanstilsynet av 18.11.2013, «Nibor – orientering om revisjon av regelverket 30.10.2013», der Finans Norge redegjør for endringer i Nibor-regelverket. Vi gir først synspunkter på dette. Deretter kommer vi med noen betraktninger om mulige alternative referanserenter i Norge, herunder OIS og repo. I den sammenheng har vi en del konkrete spørsmål som vi ønsker finansnæringens svar på.

Nibor

En referanserente bør ha flere egenskaper, og vi viser her til vårt brev til Finanstilsynet av 20.3.2013, «Fastsettelsen av Nibor».¹ I noen sammenhenger er det ønskelig at referanserenten reflekterer generell bankrisiko, noe som taler for at den bør være en usikret interbankrente. Videre er det ønskelig at renten handles i et likvid marked med mange aktører. I tillegg bør prosessen rundt kvoteringen være så transparent som mulig, og det bør være rutiner knyttet til kontroll av kvoteringen som sikrer god tillit til referanserenten.

Det er svært liten aktivitet i det usikrede interbankmarkedet for løpetider utover noen få dager. Nibor, som er en usikret interbankrente, er derfor ikke basert på handler i markedet. Vi mener likevel at Nibor fortsatt vil være den viktigste referanserenten i Norge. Det er derfor viktig å etablere et regelverk rundt Nibor som sikrer god tillit til denne.

Vi registrerer at Nibor ifølge det nye regelverket skal beregnes som *...summen av den aktuelle utenlandske rente og den avkastning som oppnås gjennom forskjellen mellom spot- og terminkurs, «termintillegget»...*²

Som vi gjorde rede for i vårt brev til Finanstilsynet 20.3.2013, mener vi at en slik konstruksjon har svakheter. Vi pekte i brevet på at Nibor bør kvoteres på en slik måte at volatiliteten i termintillegget ikke slår rett inn referanserenten. Som i andre land bør bankene kvotere referanserenten ut fra sitt beste skjønn om hva de ville kreve for et utlån som beskrevet i definisjonen. I definisjonen av Nibor heter det at denne skal være en kronerente. Bankene bør basere skjønnnet på utviklingen i alle relevante markeder, herunder CP/CD-markedene for andre valutaer som dollar og euro og valutaterminmarkedene mellom kroner og disse valutaene. Men den mekaniske koblingen til valutaterminmarkedet bør avskaffes. En slik endring vil etter vårt syn øke tilliten til Nibor som referanse.

Videre mener vi at åpenhet om kvoteringen er helt sentralt. Det er særlig viktig at de enkelte bankene kan dokumentere de vurderinger som ligger bak de daglige kvoteringene. I den grad bankene legger spesielle data til grunn for Nibor-kvoteringen, må det være mulig å etterprøve om disse har vært «rimelige» og i tråd med generelle markedsforhold. Dette er særlig viktig dersom bankenes data viser stor daglig variasjon. I det nye regelverket omtales dette under pkt. 4, «Panelbanker for Nibor», der det heter *...Panelbank for Nibor plikter å loggføre de renter som leveres, data som ligger til grunn for beregningen av leverte renter samt dokumentasjon av de vurderinger som ligger til grunn...* Vi støtter dette, men gitt at Nibor styringsgruppe har en oppfatning av hvordan Nibor skal beregnes (jfr. punktet over), kunne en tenke seg dette punktet mer utfyllende og presist (hvilke typer data som skal loggføres). Det bør også vurderes om disse dataene skal publiseres, ikke bare loggføres.

¹ <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/brev-og-uttalelser/2013/brev-29-mars-2013/>

² Dette omtales i vedlegget, «Nærmere om panelbankenes rentebidrag til Nibor».

Regelverket må utformes med tanke på å unngå interessekonflikter som kan oppstå som følge av at bankene selv kan ha interesser i markeder der Nibor benyttes som referanserente. Dette er også omtalt i avsnitt 4 i det nye regelverket. Som vi tidligere har pekt på, bør Nibor-kvoteringen være skjermet fra ansatte som har individuelle mandater til å ta risiko, det vil si de som har anledning til å ta posisjoner i instrumenter der Nibor er referanse og som kan ha egeninteresse (for eksempel ved bonuser) i at Nibor beveger seg i den ene eller andre retning. På dette punktet mener vi det vedtatte regelverket ikke går langt nok.

Vi ville sette pris på Finans Norges vurdering av våre synspunkter over.

Alternative referanserenter

Som nevnt ser vi ingen reelle alternativ til Nibor som viktigste referanserente i Norge. Derfor er god tillit til Nibor-kvoteringen nødvendig. Alternative – eller supplerende – referanserenter er likevel nyttig av to årsaker. For det første vil de kunne være et korrektiv – en «kryss-sjekk» – til Nibor. Det vil kunne forbedre Nibor-kvoteringen og gi økt tillit til denne. For det andre kan andre referanserenter enn Nibor i noen sammenhenger bli vurdert som mer egnet. Det vil særlig kunne være tilfelle i sammenhenger der det ikke er nødvendig at referanserenten reflekterer generell bankrisiko.

Vi ønsker her å komme med betraktninger særlig rundt to mulige referanserenter, OIS og repo. OIS finnes ikke i det hele tatt, og repomarkedet er per i dag lite utviklet. Spørsmålet er derfor om det kan være interesse for slike markeder i Norge og om det er ønskelig å iverksette tiltak for å etablere slike markeder.³

OIS som alternativ referanserente

I sitt brev til Finanstilsynet viser Finansdepartementet spesielt til «Overnight Index Swap» (OIS) som en mulig alternativ referanserente i Norge. En OIS er en rentebytteavtale der overnattenrenten utgjør det flytende benet. Denne byttes mot en fast rente i rentebytteavtalen (OIS-renten). OIS-renten gjenspeiler forventet overnattenrente i avtalens løpetid. Siden overnattenrenten normalt ligger svært nær styringsrenten, gir OIS et godt uttrykk for forventet gjennomsnittlig styringsrente i OIS-avtalens løpetid. Det betyr igjen at OIS-renter med ulik løpetid gir en god tilnærming til en risikofri rentekurve.

³ En tredje mulighet er renter på statskasseveksler. Disse påvirkes imidlertid av særforhold i dette markedet, for eksempel høy etterspørsel og lave renter som følge av aktørers ønske om sikre plasseringer. Statsrenter vil kunne inneholde tidsvarierende premier som gjør dem lite egnet som referanserenter. Mens usikrede interbankrenter kan være gode referanserenter fordi de reflekterer generell bankrisiko, synes statsrenter, som reflekterer staters kredittverdighet og «trygg-havn»-vurderinger, å være mindre egnet som referanserenter i det norske finansmarkedet.

OIS kan brukes til å sikre seg mot endringer i de helt korte pengemarkedsrentene og dermed redusere renterisikoen for aktører som er eksponert mot dette. Det har den sideeffekt at OIS i likhet med andre derivater også kan brukes til spekulasjonsformål. Videre kan OIS være en alternativ referanserente, særlig når generell bankrisiko ikke nødvendigvis trenger å være reflektert i referansenrenten. I tillegg kan OIS være en «kryss-sjekk» mot Nibor. Nibor består i prinsippet av en risikofri rente pluss en risikopremie på usikrede lån mellom banker. OIS-renter kan belyse hvilke av disse to komponentene som ligger bak endringer i Nibor. Det gjør utviklingen i Nibor lettere å forstå for utenforstående, noe som kan gi økt tillit til Nibor-kvoteringen.

I motsetning til andre alternative referansenrenter er OIS et derivat. Det er grunn til å tro at man ikke nødvendigvis trenger å ha stor aktivitet i andre instrumenter i norske kroner for å være prisstiller i OIS. En eventuell prisstiller må ha et syn på utviklingen i den norske styringsrenten. For en transaksjonsbasert pengemarkedsrente som inneholder likviditets- og kredittpremier, er kjennskap til og tilstedeværelse i det lokale markedet nødvendig. Ettersom en OIS-rente er beheftet med små risikopremier, er slik lokal kjennskap mindre viktig. Dette øker sannsynligheten for flere prisstillere, også utenlandske, og mindre avstand mellom kjøps- og salgskurser og et mer likvid marked.

OIS finnes i dag i alle land det kan være naturlig å sammenligne Norge med, for eksempel for valutaene amerikanske dollar, euro, britiske pund, japanske yen, sveitsiske franc, australske dollar, new-zealandske dollar, kanadiske dollar og svenske kroner. Også i Danmark, Russland, Polen, India, Kina, Hong Kong, Colombia, Malaysia og Mexico har det vokst frem OIS-markeder. Mange av disse landene er sammenlignbare med Norge når det gjelder størrelse på finansmarkedet. Flere av disse landene kan heller ikke sies å ha bedre utviklede finansmarkeder enn Norge.

Det varierer noe mellom land hva som er det korte benet i OIS. Det normale, og særlig for de store valutaene, er at det korte benet er representert ved overnattenrenten i interbankmarkedet (slik navnet OIS tilsier). I noen valutaer er imidlertid styringsrenten det korte benet (Australia, New Zealand og Canada), mens det i enkelte land er «tomorrow-next», renten fra i morgen til i overmorgen (Danmark, Sverige). Dette betyr at styringsrenten, overnattenrenten og «tomorrow-next» alle kan tenkes å danne et utgangspunkt for OIS.⁴

Ser vi nærmere på Sverige, er OIS-markedet (STINA-swap, Stibor T/N Average) knyttet opp mot den kortsiktige usikrede pengemarkedsrenten Stibor «tomorrow-next». Videre etablerte Nasdaq OMX i 2009 et futures-marked (RIBA) knyttet direkte mot Riksbankens

⁴ For enkelhets skyld bruker vi altså begrepet OIS i alle disse tilfellene, selv om overnattenrenten ikke utgjør det korte benet.

styringsrente. Det er 6 banker som stiller indikative priser med et par punkters spread i RIBA-markedet. Vi har vært i kontakt med to markedsaktører som opplyser at i tillegg til prisstillerne er også sluttbrukere som hedge-fond og pensjonsfond i Norden og andre land aktive i dette markedet. Særlig den ene aktøren trekker frem at RIBA-markedet fungerer bra og at det verdsettes av markedsaktører. En annen peker på ønske om at flere aktører skal bli aktive i markedet, spesielt vil kommersielle aktører bidra til bedre likviditet og mer kontinuitet. Per i dag ser det ut til at det gjøres handler med løpetid ut til første kvartal 2015, og en trader viser til at det gjøres handler med volum fra 500 millioner til 10 milliarder svenske kroner.

I Danmark består OIS-markedet av de såkalte CITA-swapper (Copenhagen Interbank T/N Average) for løpetider fra én måned og opp til tolv måneder. 7 banker stiller priser. En trader vi har vært i kontakt med, mener markedet er «fint og velfungerende», med 2 punkters spread for «ok» volum opp til 2 år. Han viser til god omsetning opp til ett år, med størst omsetning opp til tre måneder. Han anslår daglig omsetning til å ligge i leiet 25-50 milliarder kroner. Han viser også til at større danske banker, en del utenlandske banker og en del danske kunder er aktive i dette markedet. Nasdaq OMX står for den praktiske innsamlingen av data.

Norges Bank har med ulike aktører drøftet deres interesse for et OIS-marked i Norge. Gjennomgående har mange stilt seg positive. Flere av Nibor-bankene kan i prinsippet stille seg bak opprettelsen av et norsk OIS-marked. Enkelte har likevel pekt på at den samlede etterspørselen fra kundemassen ikke vil være høy nok til å skape et likvid OIS-marked. Flere internasjonale banker som er aktive i det norske rentemarkedet i dag, har stilt seg positive til opprettelsen av et norsk OIS-marked, og noen viser også til interesse fra enkelte av kundene sine, hovedsakelig ulike fond. Noen utenlandske banker har uttrykt vilje til å stille som prisstillere, men mener at det første initiativet bør komme fra Nibor-bankene, som har det absolutt største kundegrunnet. De ser for seg at et prisstiller-panel kan bestå av de fire største Nibor-bankene pluss et par London-baserte banker.

Vi har også vært i kontakt med noen store norske kapitalforvaltere som er positive til opprettelsen av et norsk OIS-marked. Et hovedargument for disse synes å være at FRA-markedet nå er mindre egnet enn tidligere til å sikre seg mot/spekulere i uventede endringer i styringsrenten – på grunn av store og volatile risikopremier i Nibor. De viser også til at et slikt marked vil gjøre det mulig å sikre seg mot/spekulere i endringer i risikopremiene i pengemarkedsrentene.

Undersøkelsene over er av «anekdotisk karakter». Synspunktene er fremkommet i uforpliktende samtaler. Vi mener likevel at reaksjonene vi har mottatt fra de ulike aktørene gir grunnlag for å gå videre med problemstillingen og undersøke nærmere interessen og behovet for OIS i Norge.

I lys av våre betraktninger over ville vi sette pris på finansnæringenes vurdering av følgende spørsmål:

1. Hvordan vurderer finansnæringen interessen og behovet for et OIS-marked i Norge? Vi ville sette pris på at Finans Norge tar dette opp særlig med Nibor-bankene, men også med andre mellomstore banker som kan tenkes å ha synspunkter. Vi viser her til våre uformelle samtaler med ulike aktører som har stilt seg positive til et slikt marked.
2. Hvilke aktører kan etter finansnæringens syn tenkes å kunne bli aktive i et OIS-marked i Norge?
3. Dersom det er en utbredt oppfatning blant bankene at det er for liten kundeinteresse til å etablere et OIS-marked i Norge: Hva slags informasjon er denne oppfatningen basert på? Hvorfor eksisterer ikke OIS i Norge når det er nokså utbredt i andre land?
4. Gitt at OIS skal etableres, hva bør det korte benet være? I lys av internasjonale valg drøftet over synes det å være to muligheter, overnattenrenten (NOWA) og Norges Banks styringsrente (det kvoterer nå ingen Nibor «tomorrow-next»).
5. Hvilke løpetider (på det faste benet) ville være mest realistisk å få etablert i Norge?
6. I hvilken grad ville OIS kunne være en alternativ referanserente i Norge?

Repo som alternativ referanserente

En repo (gjenkjøpsavtale) er lån mot sikkerhet i verdipapirer. Det er lite utviklet i Norge. I Norge er pengemarkedet i stor grad begrenset til det usikrede interbankmarkedet med svært kort løpetid (drevet av bankers likviditetsstyring) og valutaswapmarkedet. Valutaswapmarkedet kan ses på som et sikret marked der kroner lånes med dollar som sikkerhet (og omvendt).

Et spørsmål er om noe av handelen som nå skjer mellom innenlandske aktører via valutaswapmarkedet, kunne skjedd i et kronerepomarked. Et slikt marked kan tenkes å ha flere fordeler:

- Et repomarked i kroner vil trolig være mindre utsatt for internasjonal finansiell uro enn valutaswapmarkedet. Erfaringene fra finanskrisen viste at risikopremier i andre lands pengemarkeder slo raskt inn i påslaget i norske pengemarkedsrenter, delvis fordi utenlandske renter i praksis lå til grunn for Nibor-kvoteringen.⁵
- Videre kan en repo-rente være en alternativ referanserente i Norge, og i likhet med OIS vil den kunne være «kryss-sjekk» mot Nibor.
- Repoer vil også kunne være et nyttig instrument i likviditetsstyringen til banker og andre finansielle foretak. I andre velutviklede markeder har repoer en større rolle som likviditetsstyringsinstrument.

⁵ Se Staff-memo 20/2012 fra Norges Bank, «Risikopremiene i Nibor og andre lands interbankrenter», av Tom Bernhardsen, Arne Kloster og Olav Syrstad, www.norges-bank.no (under publikasjoner/Staff-memo).

- I den korte enden av pengemarkedet kan sikrede transaksjoner overta usikrede som dominerer i dag. Det kan redusere konsekvensene dersom en låntaker ikke innfrir forpliktelser og bidra til finansiell stabilitet. Et sikret kronemarked i den korte enden kan også føre til flere og større kredittlinjer mellom norske banker.
- Markedene for de verdipapirer som stilles som sikkerheter i repo-transaksjonene, for eksempel statspapirer og OMF, kan tenkes å bli mer likvide.

Repo-marked er vanlig internasjonalt. Markedsaktører vi har snakket med viser til at mesteparten av aktiviteten i Sverige og Danmark er med løpetid fra spot og opp til 2-3 måneder. Noen hevder at opp til 6 måneder heller ikke er uvanlig.

I lys av våre betraktninger over ønsker vi finansnæringens vurdering av følgende spørsmål:

7. Hvordan vurderer finansnæringen interessen og behovet for et repo-marked i Norge? Er det ulike interesser mellom Nibor-bankene, de mellomstore sparebankene og de små?
8. Hvilke aktører kan etter finansnæringens syn tenkes å bli aktive i et repo-marked i Norge?
9. Hva ønsker bankene å bruke et eventuelt repomarked til?
10. Gitt interesse for et repo-marked, hvor lange løpetider er det realistisk å vente handel i?
11. I hvilken grad kan et repomarked ta over rollen valutaswapmarkedet har for det norske interbankmarkedet i dag?
12. Hvor egnet er repo-renter etter finansnæringens syn som alternative referanserenter?
13. Finnes det juridiske forhold som i dag er til hinder for å iverksette et repomarked?
14. Hva ser finansnæringen for seg vil kunne være sikkerhetsmassen i et repomarked i Norge?
15. Hvordan vurderer finansnæringen dagens tekniske infrastruktur, og hvilke endringer må eventuelt gjennomføres?

Vi ville sette stor pris på finansnæringens svar på våre vurderinger og spørsmål over. Vi ber om svar innen utgangen av januar 2014.

Med hilsen


Olav Bø


Anders Svor

N.B.
03 FEB. 2014



Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
0107 OSLO

Dato: 31.01.2014
Vår ref.: 13-253
Deres ref.: MB/Obø 10/01641

| | | |
|--------------|--|--------|
| NORGES BANK | | |
| 03 FEB. 2014 | | |
| Saksnr | | 90 |
| Avt | | 424.20 |
| MOA | | |

Tilbudet av referanserenter i Norge

Finans Norge viser til Norges Banks brev av 03.12.2013 vedrørende tilbudet om referanserenter i Norge, der det bes om innspill vedrørende Norges Banks synspunkter knyttet til henholdsvis Nibor-regelverket og alternative referanserenter.

Under redegjøres det nærmere for finansnæringens vurderinger rundt de synspunkter og spørsmål Norges Bank tar opp i ovennevnte brev.

1. Nibor

Finans Norge deler Norges Banks oppfatning om at Nibor fortsatt vil være den viktigste referanserenten i Norge. For å sikre at markedet har tillit til både Nibor-rentene og regelverket, er det nødvendig å ha en pålitelig og transparent prosess rundt fastsettelsen av Nibor. Finans Norge foretok derfor en rekke endringer i regelverket i 2013, og inngikk avtale med Oslo Børs som leverandør av tjenestene som kalkuleringsagent og overvåkingsfunksjon for Nibor og tilpasninger til internasjonale anbefalinger knyttet til fastsettelsen av benchmarks.

1.1. Grunnlag for Nibor-fastsettelsen

Nibor skal reflektere rentenivået i interbankmarkedet, og vil blant annet være avhengig av tilgangen på likviditet i interbankmarkedet og behovet for omfordeling av likviditet mellom bankene. Hovedtyngden av omfordelingen av kronelikviditet – målt i volum - skjer i dag gjennom valutaterminmarkedet.

Finans Norge har utarbeidet utfyllende retningslinjer for hvordan panelbankenes Nibor-bidrag skal fastsettes, der det blant annet presiseres at bidragene skal kobles opp mot aktuell utenlandsk rente og termintillegget. Norges Bank mener en slik løsning er uheldig, og har tatt opp at koblingen til terminmarkedet bør opphøre for å redusere volatiliteten i Nibor.

Finans Norge er av den oppfatning at koblingen mellom terminmarkedet og Nibor i dag er riktig, og bidrar positivt til likviditeten i det markedet der likviditetsomfordelingen finner sted, også gjennom Nibor-reglens krav om at panelbankene skal være aktive prisstillere i dette markedet. Det er nødvendig å ha et fungerende terminmarked, der bankene kan gjøre finansiering i utenlandsk valuta om til norske kroner, mens livselskaper og pensjonskasser kan bytte til seg valuta for plassering i utlandet.

Finans Norge er av den oppfatning at volatiliteten i termintillegget ikke nødvendigvis påvirker Nibor direkte. Ved å benytte skjønn i forbindelse med fastsettelsen av Nibor-bidragene søker panelbankene å redusere volatiliteten fra terminer som skyldes endringer i USD-premien internasjonalt. Volatiliteten fra termintillegget som skyldes etterspørselsendringer etter kronelikviditet vurderes annerledes.

Videre mener Finans Norge at man ved å benytte terminer i forbindelse med kalkulering av Nibor får en mer markedsnær Nibor. Nibor vil da i større grad gjenspeile etterspørselsendringer etter likviditet i det norske markedet, hvilket må være å anse som en styrke ved Nibor sammenlignet med en del andre IBOR-renter.

1.2. Loggføring og publisering av data

Norges Bank mener det er viktig å kunne etterprøve at de forutsetninger som legges til grunn for fastsettelse av Nibor-bidrag er rimelige og i tråd med generelle markedsforhold, særlig dersom det er stor daglig variasjon i bankenes data.

Finans Norge er av den oppfatning at gjeldende regelverk legger opp til stor åpenhet rundt de forutsetninger panelbankene legger til grunn for fastsettelse av sine Nibor-bidrag. Siden i fjor sommer har panelbankenes enkeltbidrag til Nibor blitt gjort bredt offentlig tilgjengelig og bankene er etter Nibor-regelverket pliktig til å oppbevare all relevant informasjon om grunnlag for rentebidragene i minst fem år. Dette er i tråd med internasjonale anbefalinger for fastsettelse av benchmarks og MiFID. Det er for øvrig ikke lagt opp til publisering av denne type data hverken i de fastsatte internasjonale anbefalingene eller i foreløpig forslag til EU-forordning. Behovet for å ha mulighet til å kunne etterprøve bankenes forutsetninger mener vi er dekket gjennom det innsyn Nibor Overvåkingsfunksjon/Nibor Kontrollutvalg og relevant tilsynsmyndighet kan be om i panelbankenes loggføringer.

Finans Norge kan derfor på nåværende tidspunkt ikke se at det er nødvendig eller hensiktsmessig å utvide panelbankene plikt til loggføring og/eller publisering av panelbankenes data og dokumentasjon.

1.3. Håndtering av interessekonflikt

Med virkning fra 01.02.2013 ble det innført krav i Nibor-regelverket om at panelbankene skal ha interne retningslinjer for å håndtere interessekonflikter. Det er ikke krav om at den enkelte panelbanks retningslinjer gjøres offentlig tilgjengelig. Norges Bank er av den oppfatning at regelverket ikke går langt nok i forhold til å skjerme Nibor-kvoteringen fra ansatte som har individuelle mandat til å ta risiko.

Det er viktig at fastsettelsen av panelbankenes Nibor-bidrag ikke påvirkes av interessekonflikter. Finans Norge mener at dette klart fremgår av Nibor-regelverket. Dersom det skal foretas ytterligere presiseringer på dette området, må det sikres at kravene utformes på en måte som gjør at panelbankene vil kunne etterleve regelverket uten å pådra seg store kostnader. Vi viser i denne forbindelse til det pågående arbeidet i EU om forordning knyttet til fastsettelse av benchmarks. EU-kommisjonen har foreslått å innføre et krav om at de som leverer rentebidrag skal ha arbeidssted som er fysisk adskilt fra de som handler i derivater. Finans Norge mener en slik løsning vil være tilnærmet umulig for bankene å oppfylle. Bankforeningene i Sverige og Danmark er av samme oppfatning, og de tre skandinaviske bankforeningene har sammen formidlet dette synspunktet overfor EU-myndighetene. Forslag til forordning er for tiden til behandling i EU-parlamentets Committee on Economics and Monetary Affairs, der det er reist forslag om unntaksmulighet for dette punktet.

Videre vises det til at interne retningslinjer knyttet til interessekonflikt er tatt opp i forbindelse med Finanstilsynets tematilsyn hos panelbankene vedrørende fastsettelse av Nibor våren 2013. Oppfølgingen av tilsynsrunden er ikke avsluttet, men vi legger til grunn at Finanstilsynet vil komme tilbake med et eventuelt krav om større detaljeringsgrad i regelverkets krav til interne retningslinjer dersom dette anses som hensiktsmessig.

Finans Norge avventer utfallet av de ovennevnte prosesser før en eventuelt nærmere vurdering av behov for regelverksendring igangsettes.

1.4. Neste evalueringsrunde av Nibor-regelverket

Finans Norge vil foreta en ny gjennomgang av Nibor-regelverket i etterkant av de pågående prosesser i EU og i Finanstilsynet. I den forbindelse legges det også opp til å foreta en vurdering av organiseringen av Nibor.

2. Alternative referanserenter

2.1. OIS som alternativ referanserente

1. Hvordan vurderer finansnæringen interessen og behovet for et OIS-marked i Norge?

Prinsipielt vurderer finansnæringen det som interessant å opprette et norsk OIS-marked. Den generelle risikoviljen i det norske rentemarkedet har imidlertid vært fallende de siste 10-15 årene, og det antas derfor at interessen for et OIS-marked i Norge er begrenset. Etterspørselen etter denne type produkt vil trolig være for liten til at det kan skapes et likvid OIS-marked. Vi mener at dette kan illustreres med fallet i aktiviteten i markedet for renteswapper, hvor det før (og delvis under) finanskrisen var stor aktivitet. Renteswapper med 1 mnd. Nibor som underliggende, er det instrumentet som ligner mest på en OIS. Etterspørselen fra kunder etter dette instrumentet, og dermed handelen, har imidlertid omtrent opphørt.

Tilsvarende gjelder for "forward rate agreements" (FRAs). Hvor det tidligere ble handlet med 3, 6, og 12 måneder som underliggende, handles det i dag bare unntaksvis med noe annet enn 3 måneder som underliggende. For 12 måneder er det i dag ingen handel.

Det vises videre til fallende omsetningsvolum i statsobligasjonsmarkedet de siste 15 årene, samt bortfallet av markedet for renteopsjoner i NOK som på slutten av 1990-tallet var det største nordiske markedet.

Tatt i betraktning de siste års vedvarende fall i aktiviteten i det norske rentemarkedet kan det være betenkelig å opprette et OIS-marked som kan føre til en spredning av likviditeten over flere produkter.

Norges Bank viser til at ulike aktører de har hatt uforpliktende samtaler med, stiller seg positive til et slikt marked. Det opplyses ikke i brevet om dette er aktører som kan tenke seg å stille forpliktende priser. En slik vilje vil etter Finans Norges syn være avgjørende for om det er grunnlag for å etablere et OIS-marked i Norge.

2. Hvilke aktører kan etter finansnæringens syn tenkes å kunne bli aktive i et OIS-marked i Norge?

De mest nærliggende å anta som aktuelle aktører i et norsk OIS-marked er banker, og da først og fremst knyttet til trading- og treasuryoperasjoner, samt forvaltere knyttet til livsforsikring, pensjonskasser og hedgefond.

3. Dersom det er en utbredt oppfatning blant bankene at det er for liten kundeinteresse til å etablere et OIS-marked i Norge: Hva slags informasjon er denne oppfatningen basert på? Hvorfor eksisterer ikke OIS i Norge når det er nokså utbredt i andre land?

Dersom det eksisterer kundeinteresser i et marked, vil kundene vanligvis signalisere slike interesser til sine bankforbindelser. Bankene vil normalt gjøre en analyse knyttet til denne interessen, og tilby produktet kunden etterspør, avhengig av risiko og økonomi. Eksempler

på slik produktutvikling de siste årene er blant annet KPI-swapper og swapper knyttet til statsobligasjonsrenter. Finans Norge har tatt opp spørsmålet om etterspørsel etter OIS i relevante fagutvalg. Tilbakemeldingen fra bankene er at det ikke er registrert særlig kundeinteresse, og langt fra tilstrekkelig stor til å være grunnlag for å etablere et OIS-marked.

Når det gjelder utbredelsen av OIS-markeder i andre land, kan det være forhold som skaper et behov fra kundene, og som ikke nødvendigvis er gjeldende i Norge. Dette kan være innskudd og utlån til kundegrupper som er linket til sentralbankers referanserenter eller andre kortsiktige renter, hvilket i større grad er aktuelt i bl.a. Danmark. Fastkurspolitikken for DKK mot euro gir samtidig market-makere bedre mulighet for å avdekke den renterisiko de påtar seg. Vårt inntrykk er for øvrig at eksistensen av slike markeder ikke nødvendigvis også betyr at markedene fungerer svært godt.

4. Gitt at OIS skal etableres, hva bør det korte benet være? I lys av internasjonale valg drøftet over synes det å være to muligheter, overnattenrenten (NOWA) og Norges Banks styringsrente (det kvoterer nå ingen Nibor "tomorrow-next").

For at bankene skal kunne hedge noe eksponering fra OIS, må underliggende være noe som kan handles. Styringsrenten synes å være lite egnet, fordi bankene ikke kan låne inn til denne renten, og kun i begrenset grad plassere. En OIS med styringsrenten som "det korte benet" vil gjøre aktørene mer eksponert mot tilfeldige utslag i likviditeten i pengemarkedet, for eksempel som resultat av at likviditetsbehovet utvikler seg annerledes enn det Norges Bank har basert sin likviditetspolitiske virkemiddel på.

NOWA varierer mye over kvartalsskifter, noe som vil medføre stor usikkerhet knyttet til prising av OIS. Som en illustrasjon kan det nevnes at NOWA ved utgangen av 1. kvartal 2013 ble fikset for 6 dager (på veldig lavt volum) til 2,35 %, dvs. 0,85 % over styringsrenten. Dette ville medført at en OIS for 1 og 3 måneder ville ha steget med hhv. 19 og 7 basispunkter. Slike effekter vil det være umulige for bankene å hedge seg mot.

På bakgrunn av dette er det vanskelig å konkludere med hvilket av de to som er best egnet, da det er åpenbare svakheter ved begge.

5. Hvilke løpetider (på det faste benet) ville være mest realistisk å få etablert i Norge?

Gitt at et OIS marked skal etableres, så bør man pga. usikkerhet rundt kundeinteresser samt problemstillinger knyttet til prising og variasjonen i NOWA over kvartalsskiftene, ta sikte på å etablere bare noen få løpetider. Vi antar at 1 og 3 måneders løpetid vil være de mest aktuelle.

6. I hvilken grad ville OIS kunne være en alternativ referanserente i Norge?

Siden kundegrunnlaget er svært usikkert, er det vanskelig å vurdere hvorvidt det vil bli nok likviditet til å forsvare at OIS vil kunne være en alternativ referanserente.

2.2. Repo som alternativ referanserente

7. Hvordan vurderer finansnæringen interessen og behovet for et repo-marked?

Finansnæringen har uttrykt en klar interesse for å få utviklet et velfungerende norsk repomarked, og Finans Norge har det siste året hatt kontakt med Norges Bank og Finanstilsynet for å diskutere dette. Et velfungerende repomarked vil kunne gi ytterligere stimulans til obligasjonsmarkedet, understøtte muligheten for å stille priser, og derigjennom øke likviditet og transparens i markedet.

Repoer kan samtidig føre til økt omfordeling av likviditet i interbankmarkedet og være et alternativ til usikrede interbanklån. Internasjonalt benyttes i hovedsak repo som instrument for likviditetsforretninger mot andre banker. Dette fordi det reduserer motpartsrisiko og kapitalbinding. Det medfører også liten likviditetsrisiko gjennom at sikkerheter mottatt i en repo kan gjenbrukes for likviditetsformål hvis behov for dette.

I dag vil det i hovedsak være de største bankene som har interesse av et repomarked. Dette følger av at Norges Banks praksis for markedsoperasjoner med F-lån og -innskudd i stor grad løser de mindre bankenes behov. Det er dermed viktig at Norges Bank tar i bruk repoer i likviditetsstyringen for at markedet skal utvikles.

8. Hvilke aktører kan etter finansnæringens syn tenkes å bli aktive i et repo-marked i Norge?

Dagens situasjon tilsier at det vil være de største bankene som har størst interesse i å etablere et repomarked, jf. svar på spm. 7. Disse bankene må derfor også antas å bli de mest aktive i en eventuell oppstartsfasen. Hvis Norges Bank, for sine markedsoperasjoner, går over til å benytte repo som instrument for likviditetsforretninger, vil bankene måtte bli aktive i dette markedet, også mindre banker. Dette fordrer imidlertid at det gjøres tilpasninger i lovverket slik at forbudet i sparebankloven § 23 ikke lenger er til hinder for disse å stille egne eiendeler som sikkerhet.

I tillegg kan man anta at andre aktører som investerer i dette markedet, og som trenger å finansiere slike investeringer gjennom belåning, naturlig vil benytte repo som instrument. Typisk vil dette være hedgefond mm. Verdipapirfond kan ha interesse av et repomarked både mht. å anskaffe kortsiktig likviditet og som del av forvaltningen.

9. Hva ønsker bankene å bruke et eventuelt repomarked til?

Vi antar at hovedinteressen for repoer vil være knyttet til likviditetsforretninger, og vil samtidig være viktig for aktørenes mulighet til å påta seg rollen som prisstiller (market maker) i norske obligasjoner.

10. Gitt interesse for et repomarked, hvor lange løpetider er det realistisk å vente handel i?

I dag er alle forretninger veldig kortsiktige. Med repo som instrument kan man vente interesse for noe lengre løpetider, men antageligvis i begrenset grad utover 1 måned. Prisdannelse i dette markedet vil avgjøre interessen for lengre løpetider. Redusert motpartsrisiko, kapitalbinding og likviditetsrisiko vil gjøre det mer aktuelt å låne ut for lengre løpetider gjennom repo.

11. I hvilken grad kan et repomarked ta over rollen valutaswapmarkedet har for det norske interbankmarkedet i dag?

Et repomarked kan redusere behovet for omfordeling av kortsiktig likviditet mellom de norske bankene gjennom valutaswapmarkedet noe. Det underliggende behovet norske banker har gjennom at store NOK aktiva beløp finansieres i utenlandsk valuta (speilbilde av privat sparing i valuta) gjør imidlertid at valutaswapmarkedet fortsatt må påregnes å forbli det viktigste markedet for omfordeling av likviditet mellom de større bankene.

12. Hvor egnet er repo-renter etter finansnæringens syn som alternative referanserenter?

Det er noe tvilsomt hvorvidt reporenter vil være egnet som referanserente for ordinære langsiktige kundeutlån/innskudd. Dette skyldes at sammenhengen mellom reporentene og bankenes marginale finansieringskostnad sannsynligvis ikke vil være stabil nok til at bankene vil ønske å ta en slik risiko.

Reporenter antas først og fremst å være egnet som referanserenter i obligasjonsmarkedet, blant annet for prising av kredittobligasjoner. Rentene vil i større grad enn Nibor gjenspeile risikofrie renter, ettersom de vil være basert på sikrede lån.

Reporenter antas også å kunne være relevante som referanser for helt kortsiktige kundeforretninger, typisk knyttet til innskudd fra store kunder under avtaler om cash management.

13. Finnes det juridiske forhold som i dag er til hinder for å iverksette et repomarked?

Det gjøres i dag et svært begrenset antall repohandler med private obligasjoner som underliggende i det norske markedet. Det vil imidlertid være viktig med bred deltagelse fra norske banker for at aktiviteten i et repomarked skal nå et tilfredsstillende nivå. Dagens forbud i sparebankloven § 23 mot at sparebanker kan stille sine eiendeler som sikkerhet for egne eller andres forpliktelser, er et juridisk hinder som må oppheves for å legge til rette for utviklingen av et likvid repomarked.

14. Hva ser finansnæringen for seg vil kunne være sikkerhetsmassen i et repomarked i Norge?

I tillegg til statspapirer vil det være naturlig å benytte obligasjoner med fortrinnsrett som sikkerhet i et norsk repomarked.

15. Hvordan vurderer finansnæringen dagens tekniske infrastruktur, og hvilke endringer må eventuelt gjennomføres?

Etter vår oppfatning er det ikke noe som tilsier at det er et særskilt behov for endringer i dagens tekniske infrastruktur. Aktørene vil imidlertid, dersom omsetningen blir langt større enn i dag, kunne se behov for å implementere systemer som effektiviserer prosessene.

Med vennlig hilsen
Finans Norge



Per Erik Stokstad
analysesjef /
fungerende enhetsleder



Randi Mørk
fagsjef