

Vedlegg til «Fastsettelsen av Nibor»¹

20.3.2013

1. Innledning

I brevet fra Finansdepartementet til Finanstilsynet av 14. desember 2012, med kopi Norges Bank, ber Finansdepartementet om at Finanstilsynet, i samarbeid med Norges Bank, utarbeider:

- En beskrivelse av hvordan fastsettelsen og bruken av referanserenter fungerer i det norske finansmarkedet i dag
- En vurdering av om nivået på Nibor-rentene gir et korrekt uttrykk for prisen på usikrede lån mellom bankene og om Nibor-fastsettelsen er tilstrekkelig robust
- En vurdering av om konstruksjonen og fastsettelsen av Nibor bør endres
- En vurdering av mulige alternativer til Nibor, og da spesielt alternativer basert på faktiske handler i finansmarkedet, og eventuelt utkast til ett eller flere alternative systemer
- En vurdering av behovet for – og eventuelt utkast til – nye offentligrettslige regler for å styrke tilsyn og kontroll med fastsettelsen og bruken av referanserenter i det norske finansmarkedet

Finanstilsynet og Norges Bank har blitt enige om at Norges Bank særlig gir innspill til de fire første punktene.² Disse drøftes under.

Vi viser i denne sammenheng også til brev fra Finans Norge (FNO) til Finanstilsynet av 8. februar 2013, med kopi Norges Bank, der FNO i et vedlegg drøfter de samme spørsmål som Finansdepartementet ber Finanstilsynet se på i samarbeid med Norges Bank. Flere av FNOs synspunkter er i tråd med våre, men vi mener det er behov for tiltak som går noe lenger, jfr. drøftingen under. På flere punkter kan vi slutte oss til FNOs vurderinger. FNO vurderer «fjerning av Nibor gjennom dagen», jfr pkt. c iii i deres vedlegg. Vi tror det vil kunne gjøre Nibor-kvoteringen mer ryddig da kvoteringer før og etter kl. 12.00 ikke har noen klar funksjon. Videre støtter vi FNOs vurdering vedrørende færre løpetider, jfr. FNOs vedlegg, pkt. c i.³

2. En beskrivelse av hvordan fastsettelsen og bruken av referanserenter fungerer i det norske finansmarkedet i dag

Den viktigste referanserenten i det norske finansmarkedet er Nibor. En rekke finansielle produkter, herunder rentederivater, er knyttet til denne. I følge BIS-undersøkelsen som kommer hvert tredje år, var utestående i rentederivater i norske kroner rundt 4100 milliarder kroner i juni 2010 (fordelt på FRA-kontrakter for 900 milliarder og rentebytteavtaler 3200 milliarder). Gjennomsnittlig daglig omsetning av rentederivater i april 2010 var rundt 70 milliarder kroner. milliarder).⁴ Nibor er også viktig som referanse

¹ Deler av dette notatet trekker på "Risikopåslagene i Nibor og andre lands interbankrenter", Staff-Memo 20/2012 fra Norges Bank og vedlegget til brev fra Norges Bank til Finanstilsynet 16. august 2012.

² Bakgrunnen og korrespondansen forut for dette brevet gis i en oversikt i et appendiks i dette vedlegget.

³ Gjennom høsten 2012 og fram til nå har det vært publisert en rekke internasjonale rapporter og høringsuttalelser fra tilsynsmyndigheter, bankers interesseorganisasjoner og sentralbanker om internasjonale referanserenter, se oversikt over de viktigste bakerst i dette vedlegget. Disse refereres det delvis til i drøftingen under.

⁴ BIS-undersøkelsen finnes her: http://www.norges-bank.no/Upload/81131/BIS_Rapport_2010.pdf

for obligasjonsmarkedet og en rekke lån i næringslivet. For banker som finansierer seg i det norske kredittmarkedet, kan finansieringskostnadene være knyttet til Nibor.

Nibor er definert i et regelverk som ble fastsatt av Bransjestyre bank og betalingsformidling i FNO og iverksatt den 1. august 2011. I omtalen av Nibor på FNOs nettsider heter det:

*”NIBOR skal gjenspeile rentenivået som långiver krever for et usikret utlån i norske kroner, basert på hva banken vil kreve for utlån til ledende banker som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet.”*⁵

I likhet med andre internasjonale referanserenter, som Libor og Euribor, skjer det få handler som beskrevet i definisjonen av den norske referanserenten. Disse referanserentene er først og fremst ment å uttrykke prisen på lån mellom banker, *dersom handelene hadde funnet sted.*⁶

Nibor har tradisjonelt vært kvotert som en valutaswaprente, avledet fra renten på amerikanske dollar. Gitt en slik konstruksjon kan Nibor skrives som:

(1) $Nibor = \text{dollarrente} + \text{termintillegget}$

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). Termintillegget handles i markedet. Dollarrenten er i utgangspunktet tenkt å reflektere prisen på å låne dollar usikret i interbankmarkedet. Før finanskrisen brukte bankene i Nibor-panelet Libor for amerikanske dollar som grunnlag for beregningen av Nibor. Under finansuroen undervurderte trolig Libor de faktiske lånekostnadene for norske banker, og høsten 2008 ble panelbankene enige om å legge til grunn den dollarrenten som publiseres av meglerhuset Carl Kliem i Frankfurt, en rente som ble oppfattet som mer reell. Kliem sies å uttrykke hva det koster for europeiske banker å låne dollar gjennom interbankmarkedet.⁷ Gitt dollarrenten som bankene legger til grunn og termintillegget, følger den implisitte kronerrenten.

Figur 1 viser daglige endringer i tremåneders Euribor, Libor dollar, Libor pund og Stibor, mens figur 2 viser daglig endring i tremåneders Nibor.⁸ Volatiliteten i Nibor er betydelig høyere enn volatiliteten i de andre referanserentene. Nibor er volatil fordi de underliggende komponentene er volatile. Figur 3 og 4 viser daglige endringer i henholdsvis termintillegget og Kliem. Videre viser figur 5-7 daglige endringer i henholdsvis kronerrenten swappet fra Kliem, renten for britiske pund swappet fra Kliem og renten for

⁵ For nærmere beskrivelse, se www.fno.no under fanen ”Pengemarkedsrenter”.

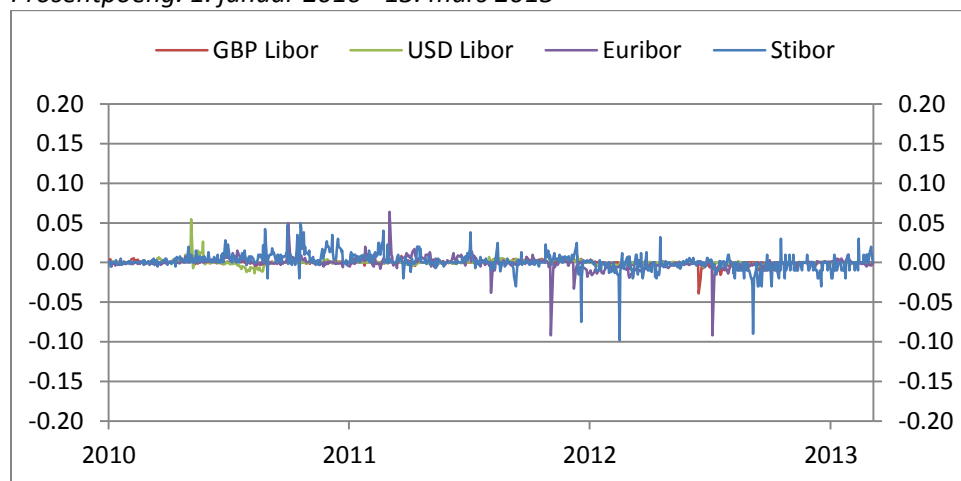
⁶ Bankene som inngår i Nibor-panelet er DNB, Nordea, Danske Bank, Handelsbanken, SEB og Swedbank.

⁷ Kliem-renten sammenfaller godt med den renten en får ved å ta utgangspunkt i tre måneders Euribor og swappe denne til amerikanske dollar i valutaterminmarkedet, se ”Hvordan kan vi anslå fremtidige påslag i Nibor”, Aktuell Kommentar 5/2012 fra Norges Bank og ”Risikopåslagene i Nibor og andre lands interbankrenter”, Staff-Memo 20/2012 fra Norges Bank.

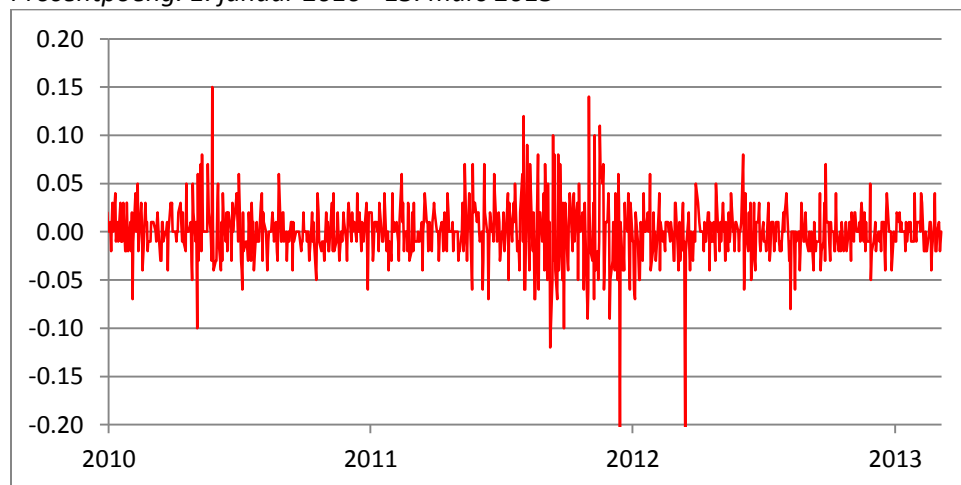
⁸ For alle figurer i dette notatet er kildene Bloomberg, Reuters og Norges Bank.

svenske kroner swappet fra Kliem.⁹ Volatiliteten i andre lands swaprenter er på linje med volatiliteten i kronerenten swappet fra Kliem (som igjen er nær volatiliteten i Nibor fordi dollarrenten som legges til grunn for Nibor, er nær Kliem). Høyere volatilitet i Nibor enn i andre lands referanserenter skyldes dermed ikke at volatiliteten i termintillegget for NOKUSD er høyere enn volatiliteten i termintillegget for andre valutaer. Forskjellen er at høy volatilitet i termintillegget slår rett ut i referanserenten Nibor, som er en swaprente, i motsetning til andre referanserenter som ikke noteres som swaprenter. Dette illustreres også i figur 6 og 7, som viser at endringene i referanserentene Stibor og Libor pund er betydelig mindre enn endringene i de respektive swaprentene.

Figur 1. Daglige endringer i tremåneders Euribor, Libor dollar, Libor pund og Stibor. Prosentpoeng. 1. januar 2010 - 13. mars 2013

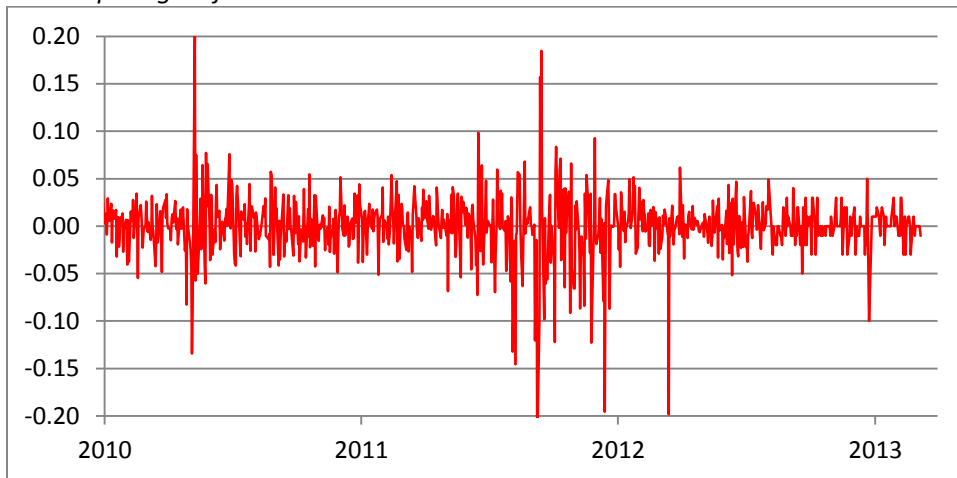


Figur 2. Daglige endringer i tremåneders Nibor. Prosentpoeng. 1. januar 2010 - 13. mars 2013

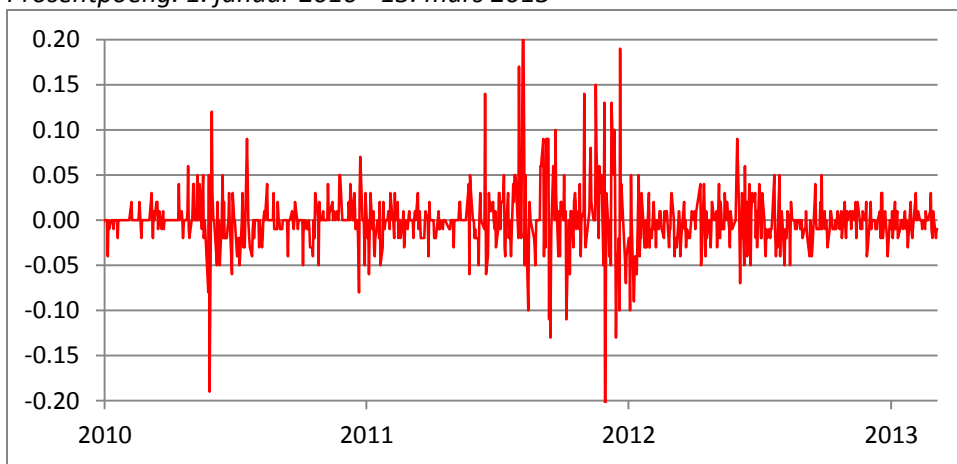


⁹ For hver valuta beregnes swaprenten analogt til ligning 1, der dollarrenten settes lik Kliem for alle valutaene, og der de respektive termintilleggene måles mot dollar for hver valuta. Forskjellen på figur 2 og figur 5 er at figur 2 viser endringene i Nibor slik denne kvoteres på Reuters, mens figur 5 viser endringen i kronerenten swappet fra Kliem. Dersom dollarrenten lagt til grunn for Nibor var eksakt lik Kliem, ville disse være identiske.

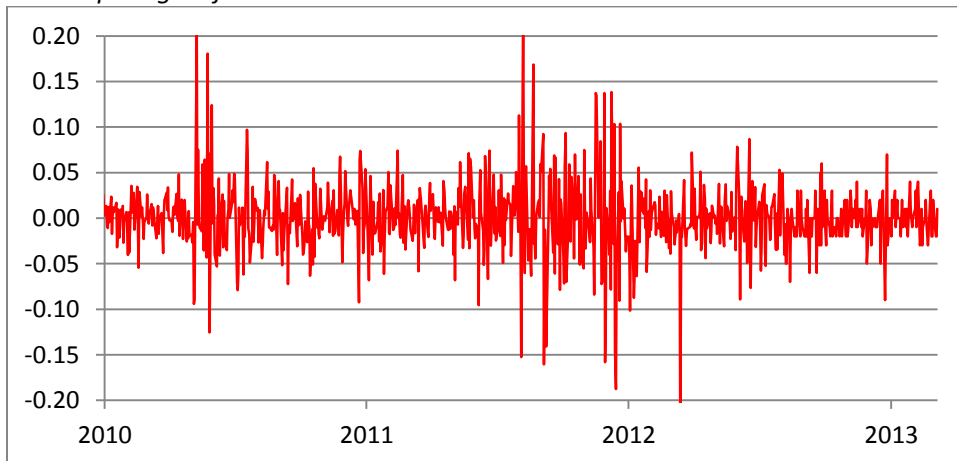
Figur 3. Daglige endringer i termintillegget for NOKUSD.
Prosentpoeng. 1. januar 2010 - 13. mars 2013



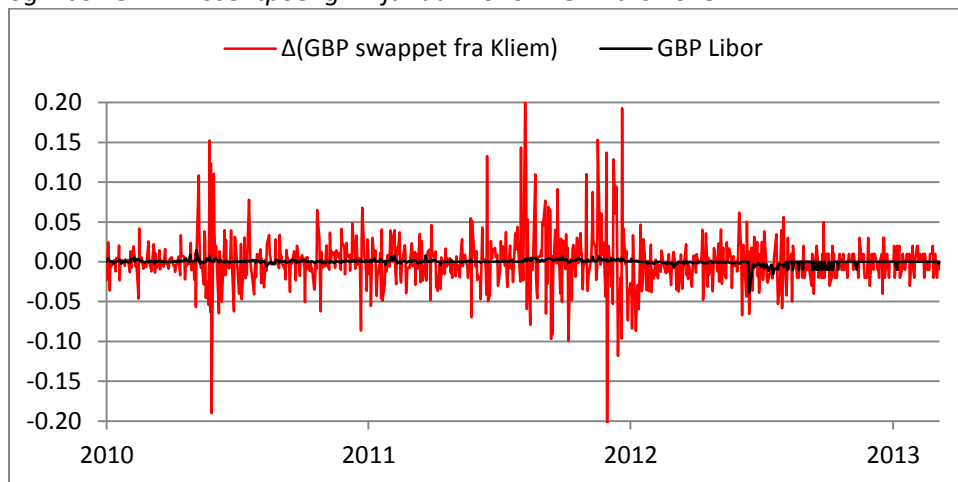
Figur 4. Daglige endringer i Kliem-renten.
Prosentpoeng. 1. januar 2010 - 13. mars 2013



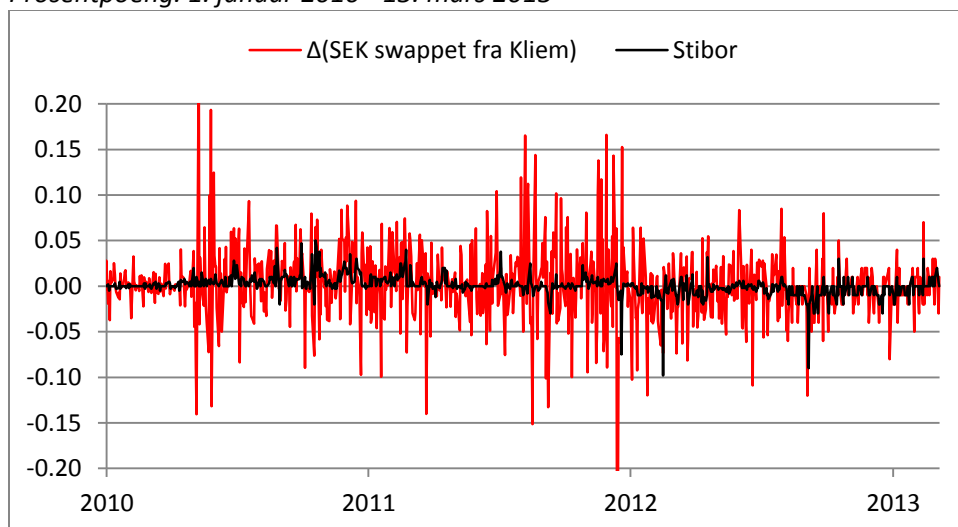
Figur 5. Daglige endringer i kronerenten swappet fra Kliem
Prosentpoeng. 1. januar 2010 - 13. mars 2013



Figur 6. Daglige endringer i renten for britiske pund swappet fra Kliem og Libor GBP. Prosentpoeng. 1. januar 2010 - 13. mars 2013



Figur 7. Daglige endringer i renten for svenske kroner swappet fra Kliem og Stibor. Prosentpoeng. 1. januar 2010 - 13. mars 2013



Inntrykket fra figurene suppleres med tabellen under, som viser standardavviket til daglige endringer i ulike renter, målt i basispunkter, for tre perioder: januar 2010 – mars 2013 og de to delperiodene januar 2010 – juli 2011 og august 2011 – mars 2013. Tabellen viser følgende:

- Volatiliteten i Nibor er betydelig større enn volatiliteten i andre lands referanserenter.
- Volatiliteten i rentene swappet fra Kliem er om lag lik for norske og svenske kroner, som igjen er noe høyere enn volatiliteten for britiske pund swappet fra Kliem.
- Volatiliteten i kronerenten swappet fra Kliem er noe større enn volatiliteten i Nibor. En mulig tolkning er at bankene i utgangspunktet legger Kliem til grunn, men at de ser bort fra de største svingningene.

Tabell 1. Standardavviket til daglig endring i renter. Basispunkter

	Referanserenter						Beregnete renter fra valutaswapmarkedet			
	Cibor	Euribor	GBP Libor	USD Libor	Stibor	Nibor	Kliem	Nok fra Kliem	Sek fra Kliem	GBP fra Kliem
Jan.10-mar.13	1,2	0,8	0,3	0,3	1,1	3,2	3,4	4,0	4,2	3,3
Jan.10-jul.11	0,8	0,6	0,2	0,4	0,9	2,6	2,6	3,4	3,8	2,8
Aug.11-mar.13	1,5	0,8	0,4	0,2	1,2	3,7	4,1	4,5	4,5	3,8

Kolonne 2-8 viser standardavviket til daglige endringer for henholdsvis Cibor, Euribor, GBP Libor, USD Libor, Stibor, Nibor og Kliem, mens kolonne 9-11 viser dette for renten for henholdsvis norske kroner swappet fra Kliem, svenske kroner swappet fra Kliem og renten på britiske pund swappet fra Kliem.

3. En vurdering av om nivået på Nibor-rentene gir et korrekt uttrykk for prisen på usikrede lån mellom bankene og om Nibor-fastsettelsen er tilstrekkelig robust

Et overordnet spørsmål er hva slags egenskaper en referanserente bør ha. I litteraturen vektlegges at en referanserente bør være relatert til bankers marginale innlånskostnader.¹⁰ Anta for eksempel at en usikret bankobligasjon er priset til referanserenten pluss et påslag. Når referanserenten reflekterer likviditetspremier i markedet og bankers kredittpremier, vil långiver automatisk få en kompensasjon for dårligere likviditet og høyere kredittrisiko. Det er først og fremst renten på usikrede lån mellom banker som har denne egenskapen.

Det er svært liten aktivitet i det usikrede lånemarkedet mellom banker for løpetider utover noen få dager. I vurderingen av hvorvidt Nibor gir et korrekt uttrykk for prisen på usikrede lån mellom bankene, finnes derfor ingen handlet rente som Nibor kan vurderes opp mot. Vi vet imidlertid at de sikreste bankene i Nibor-panelet legger til grunn en dollarrente som er høyere enn deres faktiske innlånskostnader i dollar. Siden høsten 2008 har bankene lagt til grunn en dollarrente nær Kliem, en rente høyere enn rentene bankene med høy kredittverdighet må betale i for eksempel i CP- og CD-markedet (som også er usikrede markeder).¹¹ Slik sett kan en si at Nibor ville ha vært lavere dersom bankene hadde lagt de faktiske innlånskostnadene i dollar til grunn. Nå vil bankene hevde at Nibor skal gjenspeile den marginale kostnaden ved å hente penger på kort varsel og at interbankrenten i dollar (Kliem) gir et bedre uttrykk for denne marginalkostnaden. I interbankmarkedet er det i prinsippet mulig å låne penger usikret på meget kort varsel, mens innlåningen i sertifikatmarkedet i større grad følger et emisjonsprogram som kan ligge mer fast over tid. Bankene vil derfor hevde at en kronerrente swappet fra dollarrenten i sertifikatmarkedet ikke gjenspeiler kostnaden ved å skaffe kroner usikret på kort varsel. Et sentralt spørsmål er likevel hvor raskt en bank kan skaffe finansiering i sertifikatmarkedet: Jo raskere dette kan skje, desto mer kan en hevde at sertifikatrenten uttrykker den faktiske marginale dollarkostnaden, og desto mer rimelig ville det være å legge sertifikatrenten til grunn for Nibor-kvoteringen.¹² Trolig ville renten på usikrede lån med tremåneders løpetid mellom de mest

¹⁰ Se BIS-paper (2013): "Towards better reference rate practices: a central bank perspective" og Sveriges Riksbank (2012): "The Riksbank's review of Stibor".

¹¹ CP, "commercial paper" og CD, "certificates of deposit".

¹² Denne problemstillingen drøftes mer omfattende i Staff-memo 20/2012 avsnitt 7.

kredittverdige bankene i Norge vært lavere enn Nibor, dersom handlende hadde funnet sted. Det er likevel vanskelig å trekke sikre konklusjoner om dette.

I vurderingen av nivået på Nibor må det også bemerkes at det kan variere mellom banker hvorvidt de kan ha interesse av et «høyt» eller «lavt» nivå på Nibor over tid. Bankene er eksponert mot Nibor både på aktivasiden og passivasiden, og netto-posisjonen (og dermed om en bank resultatmessig tjener på en høy eller lav Nibor) er ikke lett å observere og kan trolig variere over tid. Her kan det også være store forskjeller mellom banker, avhengig av finansieringsstrukturen. Isolert sett vil en banks inntekter fra aktivasiden øke ved en økning i Nibor. Dersom betydelige deler av finansieringen også er knyttet til Nibor, er netto-effekten på inntjeningen usikker. Det betyr at banker som kun i liten grad har finansiering knyttet til Nibor, vil kunne tjene på en høy referanserate, mens banker som også har en betydelig andel av finansieringen knyttet til Nibor, ikke nødvendigvis tjener på høy Nibor.

Vi mener imidlertid at Nibor-kvoteringen ikke er tilstrekkelig robust for mulig manipulasjon. Vi har ikke grunnlag for å si at Nibor er manipulert, men vi mener at Nibor er lett å manipulere. Fordi Nibor kvoteres som en valutaswaprente, der høy volatilitet i termintillegget umiddelbart forplantes til referanserenten, er det vanskelig å avgjøre om en gitt endring i Nibor skyldes en endring i markedsforholdene eller om den skyldes en "uregelmessighet". En bank kan, dersom den skulle ønske det, hevde at dollarrenten banken står overfor er noe høyere eller lavere enn det den i virkeligheten er. Dermed kan banken kvotere Nibor noe høyere eller lavere enn det den ellers ville ha vært. Når noen hevder at Nibor er vanskeligere å manipulere enn andre lands referanserenter fordi en del av renten handles (termintillegget), er det galt. Analogt til at kjeden ikke blir sterkere enn det svakeste ledd er det lett å påvirke Nibor fordi bankene kan endre den dollarrenten som legges til grunn og «gjemme» dette bak generell høy volatilitet. I tillegg kan Nibor påvirkes ved at en bank rett før renten fastsettes klokken 12 endrer sine priser i terminmarkedet i den ene eller annen retning, avhengig av om de ønsker en høyere eller lavere Nibor. Dette kan riktignok innebære at banken må gjøre faktiske handler, men er fullt mulig.

Noen observatører viser til at Nibor vanskelig kan påvirkes fordi en kontinuerlig kan observere Nibor i realtid på informasjonssystemet Thomson Reuters. At renten kan observeres fortløpende sier imidlertid ingenting om hvorvidt den er manipulert eller ikke. Enkelte hevder også at Nibor vanskelig kan manipuleres fordi den beregnes som et gjennomsnitt etter at høyeste og laveste verdi er ekskludert. Skulle en bank i et forsøk på å manipulere Nibor oppgi for eksempel for høy rente, kan banken korrekt nok risikere å bli utelatt fra beregningsgrunnlaget den dagen. Det vil imidlertid presse den banken som ellers ville hatt høyest rente, med i beregningen, noe som bidrar til høyere Nibor. Videre kan en bank oppgi en rente, ikke nødvendigvis mye, men noe høyere enn det markedsforholdene tilsier og med en viss sannsynlighet komme med i kvoteringen. Dessuten kan som nevnt en bank påvirke markedsprisen i terminmarkedet som alle bankene står overfor. Da spiller det mindre rolle om høyeste og laveste verdi

ekskluderes.¹³ Internasjonalt har flere banker fått store bøter for forsøk på å manipulere Libor for amerikanske dollar. I det panelet inngår 18 banker. I Nibor-panelet er det seks.

Med et relativt lite antall banker i panelet som fastsetter referanserenten, kan det også være fare for at enkeltbankers bidrag til kvoteringen påvirkes av andre bankers bidrag, dersom disse kvoteres fortløpende gjennom dagen. Dette påpekes også av FNO (jfr. vedlegget til det over nevnte brevet til Finanstilsynet med kopi Norges Bank, avsnitt c, kulepunkt iii, siste avsnitt) som skriver: *...I andre land har en lagt vekt på at bidragene til renteberegningene kan påvirkes av kunnskap om andre bankers prissetting. Mot dette kan det imidlertid anføres at effektiv prissetting krever at markedsaktørene ser hva prisnivået i markedet faktisk er...*

Med flere banker i Nibor-panelet ville kvoteringen kunne bli mer robust for at noen banker kan påvirkes av og «følge» andre banker i kvoteringen.

4. En vurdering av om konstruksjonen og fastsettelsen av Nibor bør endres

Definisjonen av Nibor må forstås slik at denne er en kronerente. På tross av definisjonen blir Nibor fortsatt kvotert som en valutaswaprente slik at volatilitet i dollarrenten og termintillegget slår rett inn i Nibor (jfr. avsnitt 2). Det er uheldig fordi det gjør det lettere å påvirke Nibor (jfr. avsnitt 3). Skal tilliten til Nibor gjenopprettes, bør praksisen med å kvotere den som en swaprente endres, slik at volatiliteten reduseres. Med lavere volatilitet blir Nibor mer robust for manipulasjon.

Som en innvending mot dette vil tilhengere av dagens praksis med å kvotere Nibor som en swaprente kunne hevde følgende:

- For å låne kroner ut til en annen bank, må utlåner først skaffe kroner til veie. Det kan kun gjøres via valutaterminmarkedet i Norge. Termintillegget handles i markedet og bestemmes av tilbuds- og etterspørselsforhold i krone/dollar-markedet. For å inngå terminhandelen trenger banken dollar, ergo må den låne dollar på kort varsel i det usikrede interbankmarkedet. Også dollarrenten kan endres avhengig av tilbuds- og etterspørselsforhold i det internasjonale pengemarkedet. Gitt disse forhold kan det hevdes at Nibor reflekterer den riktige prisen på usikrede lån mellom banker.

Likevel melder følgende spørsmål seg: *Hvorfor må Nibor-bankene legge til grunn volatile terminpunkter og en dollarrente de ikke handler til for å kunne gi uttrykk for hvilken rente de krever for kroneutlån som ikke finner sted?* Det handles ikke til Nibor, det vil si at bankene trenger ikke faktisk låne ut kronene til andre banker, og ergo trenger de heller ikke skaffe dollar tilveie i terminmarkedet. Swapkonstruksjonen begrunnes ofte av bankene med at det er liten omsetning i det norske pengemarkedet utover de aller korteste løpetidene og at kronelikviditeten er å finne i terminmarkedet. Det er korrekt at det er i terminmarkedet mye av kronelikviditeten er, men bankene trenger ikke denne likviditeten for å stille Nibor. Også i andre land er omsetningen i det usikrede interbankmarkedet for løpetider 3-12 måneder

¹³ Det er verdt å merke seg at når Libor beregnes, ekskluderes også de 25% høyeste og 25% laveste verdiene, men Libor ble like fullt manipulert.

nærmest fraværende. Likevel brukes ikke swaprenter som referanse, og det på tross av at terminmarkedet i andre land er større og mer likvid enn terminmarkedet for norske kroner-dollar. Argumentet om at Nibor bør kvoterer som en valutaswaprente fordi det er i terminmarkedet kronelikviditeten er, mener vi ikke holder fordi Nibor ikke handles. Når den høye volatiliteten i Nibor gjør den mindre robust for manipulasjon, bør det derfor vurderes å finne en annen konstruksjon som fører til lavere volatilitet. Noen viser også til at den høye volatiliteten i Nibor skyldes at markedet for norske kroner er lite og lite likvid, og da må en forvente høy volatilitet i prisen i dette markedet. Som det følger av diskusjonen over skyldes den høye volatiliteten i Nibor at den kvoterer via swapmarkedet. Også for andre valutaer er swaprentene volatile på grunn av høy volatilitet i termintillegget (jfr. figurene og tabellen over). Det usikrede interbankmarkedet i 3-6 månederssegmentet, som er utgangspunktet for de viktigste referanserentene, er nærmest fraværende og lite likvide også i andre land.

Det kan være interessant å sammenligne med rammeverket i andre land. For eksempel er definisjonen av Libor svaret på følgende spørsmål: *"At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting inter-bank offers in a reasonable market size just prior to 11 am?"* For Libor heter det videre at *...Contributions must be for the specific currency concerned and not the cost of producing the currency by borrowing in a different currency and obtaining the required currency via the foreign exchange markets...* I definisjonen av Libor står det altså eksplisitt at renten ikke skal være basert på utenlandske renter.

I en utredning publisert 12. november 2012 har Riksbanken en inngående drøfting av Stibor. Banken viser til en rekke mangler og foreslår ulike tiltak for å bedre kvoteringen. Det vises til intervjuer med panelbankene, og det fremkommer at disse bruker informasjon fra valutaswapmarkedet i Stibor-kvoteringen i det *...The Stibor banks also state that they use the price of foreign exchange swaps when they set Stibor on a daily basis since their funding at the maturities in question often to a large extent consist of loans in the form of issued certificates in euro and dollar...*¹⁴

Bankene i Stibor-panelet skjeler altså til valutaswapmarkedet i Stibor-kvoteringen, men som vist i figur 7 over er Stibor betydelig mindre volatil enn renten på svenske kroner swappet fra dollar. Dette betyr at den høye volatiliteten i termintillegget SEKUSD ikke slår rett inn i Stibor, bankene jamner ut svingningene slik at referanserenten blir mer stabil over tid. Bankene bruker her tydeligvis et visst skjønn, noe som alltid vil måtte være tilfellet når bankene skal anslå renter som ikke handles. I regelverket for Stibor som ble offentliggjort av Svenska Bankföreningen 13. januar 2013, vises det nå til at referanserenten primært skal være en handlet rente i svenske kroner. Sekundært skal Stibor beregnes med utgangspunkt i flere renter, der swaprenter kan være en del av informasjonsgrunnlaget. Bankene i Stibor-panelet har altså hele tiden brukt swaprenter som en del av beregningsgrunnlaget, og kommer fortsatt til å gjøre det, uten at de lar den høye volatiliteten i termintillegget slå rett inn i referanserenten. Det er uklart hvorfor bankene i Nibor-panelet ikke kan gjøre det samme som bankene i Stibor-panelet. De fem bankene i Stibor-panelet deltar også i Nibor-panelet.¹⁵

¹⁴ Se Riksbanken (2012) side 45.

¹⁵ Med unntak av DNB inngår alle bankene i Nibor-panelet også i Stibor-panelet.

Det danske Finansrådet publiserte en veiledning til fastsettelse av Cibor 28. desember 2012. 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. Kriteriene som inngår i Cibor-kvoteringen er brede og kan omfatte ulike danske og utenlandske renter i tillegg til blant annet renten på alternative plasseringer. Det utelukker 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.¹⁶

I vedlegget til det over nevnte brev fra FNO til Finanstilsynet 8. februar 2013, med kopi Norges Bank, omtales swapkonstruksjonen i pkt. c ii. Som et forslag til tiltak som kan styrke robustheten i Nibor uten at Nibor endrer karakter, viser FNO til tidligere utkast til dagens regelverk der det eksplisitt ble foreslått å beregne Nibor som en valutaswaprente. FNO skriver (i pkt. c ii):

...Fordi det norske markedet for usikrede lån og plasseringer ikke er tilstrekkelig stort, skal bankene som grunnlag for sine renter ta utgangspunkt i anslag på egen utlånsrente for amerikanske dollar....Denne renten konverteres til en tilsvarende utlånsrente for norske kroner ved å korrigere for forskjellen mellom termin- og spotkursen for norske kroner mot amerikanske dollar for den aktuelle løpetiden...

FNO har ønsket å ta dette tillegget inn i gjeldende regelverk. Over har vi argumentert for at en slik definisjon er uheldig. Volatiliteten i Nibor vil forbli høy, noe som gjør referanserenten lite robust for manipulasjon. I tillegg mener vi at FNOs påstand om at *...det norske markedet for usikrede lån og plasseringer ikke er tilstrekkelig stort...* er på siden av sakens kjerne. Som vi peker på over er det usikrede interbankmarkedet i segmentet 3-12 måneder nærmest fraværende i alle land, Norge peker seg ikke spesielt ut på dette punktet. I andre land, herunder Sverige og Danmark, har en likevel klart å finne referanserenter som ikke er rene valutaswaprenter.

En annen ulempe med swapkonstruksjonen er at risikopremier i andre valutaer i stor grad kan slå rett inn i risikopremien i Nibor, uten at Nibor-bankene nødvendigvis står overfor større risiko (for eksempel målt ved CDS-priser). Risikopremien måles ofte ved det såkalte rentepåslaget, differansen mellom referanserenten og forventet styringsrente fremover.¹⁷ Anta at kredittrisikoen øker hos bankene som er dominerende i dollarmarkedet. Det kan føre til økt rentepåslag i dollar. Avhengig av utviklingen i valutaterminmarkedet mellom kroner og dollar, kan også rentepåslaget i Nibor bli påvirket. Det opplevde vi særlig under finanskrisen høsten 2008.¹⁸ Det viser imidlertid at swapkonstruksjonen innebærer at rentepåslaget i Nibor, og dermed det som skal reflektere markedets vurdering av kredittverdigheten til norske banker, i stor grad kan bestemmes av internasjonal kredittrisiko og ikke kredittrisiko mellom de bankene som er aktive i det norske penge- og valutamarkedet (jfr. definisjonen av Nibor). Når bankene legger dollarrenten fra Kliem til grunn, er det i første rekke risikopremiene for europeiske banker som overføres til Nibor (jfr. diskusjonen i avsnitt 1 og fotnote 7). Vi mener at en kronerrente som ikke konstrueres som en valutaswaprente, i større grad ville reflektere risikopremien

¹⁶ Se Finansrådet (2012b).

¹⁷ Forventet styringsrente fremover måles ofte med OIS, som vi ikke har i det norske markedet nå, men som det bør arbeides for å få igangsatt, jfr, omtale i avsnitt 5 under.

¹⁸ Dette drøftes også i Staff-Memo 20/2012 fra Norges Bank.

mellom de bankene som er aktive i det norske penge- og valutamarkedet. Det ville trolig være en styrke for norske finansmarkeder.

I denne sammenheng kan vi også minne om at bankene måtte forlate Libor som grunnlag for Nibor-kvoteringen høsten 2008. Libor ble da oppfattet som for lav i forhold til de faktiske rentene i markedet. En kronerrente swappet fra Libor ville ha gitt urealistisk lave nivåer på Nibor.¹⁹ Gitt måten Nibor konstrueres på var det nødvendig for bankene å finne en høyere dollarente å legge til grunn for Nibor. Erfaringene fra høsten 2008 sår ytterligere tvil om selve swapkonstruksjonen er en god måte å kvotere referanserenten på. Det kom tydeligst fram umiddelbart etter konkursen i Lehman Brothers i september 2008, da bankene sa at de ikke var i stand til å kvotere Nibor fordi de ikke visste hva dollarenten var. Det viser at swapkonstruksjonen ikke fremstår som veldig robust.

Videre ønsker vi å vise til FNOs vedlegg til det over nevnte brev, pkt. c (nederst side 2), der de skriver at det er *...svært viktig at definisjonen av hva Nibor skal gjenspeile videreføres for å beholde kontinuitet i eksisterende avtaler og unngå juridiske problemstillinger knyttet til endret innhold i avtalte referanser... ..Kontinuitet betyr at Nibor fortsatt må være basert på renter bankene oppgir at de vil kreve for usikret utlån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet.... ..Det krever igjen at Nibor fortsatt må baseres på det markedet hvor likviditet i norske kroner i praksis omsettes...* (vår understrekning).

Vi støtter FNOs syn om at kontinuitet betyr at Nibor fortsatt må være basert på renter bankene oppgir at de vil kreve for usikret utlån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet. Så lenge dette er ivaretatt, mener vi at endringer i definisjonen av hva Nibor skal gjenspeile juridisk sett er uproblematisk. Vi er derfor uenige i at det kan anføres juridiske argumenter for at Nibor fortsatt må baseres på det markedet hvor likviditet i norske kroner i praksis omsettes, underforstått i valutaterminmarkedet. Avtalerettslig er Nibor en størrelse fastsatt av en tredjepart. Når to avtaleparter velger å benytte Nibor som en referanse, vil de også være innforstått med at innholdet i denne referansen vil kunne bli endret i løpet av avtaletiden. Dette skjedde eksempelvis så sent som i 2008, jfr. foran (da bankene gikk over fra Libor til Kliem som grunnlag for Nibor-kvoteringen). Det er derfor vanskelig å se at en endring av definisjonen av hva Nibor skal gjenspeile i seg selv vil kunne medføre «juridiske problemstillinger knyttet til endret innhold i avtalte referanser», slik FNO synes å anføre. Juridiske forhold vil dermed etter vårt syn være verken et argument for å beholde eller forlate swapkonstruksjonen.

Høy volatilitet i Nibor kan skape noen problemer, selv om den ikke skulle være manipulert. For det første kan høy volatilitet i referanserenten i seg selv svekke tilliten til norske finansmarkeder. Ulike finansielle kontrakter gjøres opp mot Nibor på en gitt dag, og kontantstrømmene avhenger av forholdene i terminmarkedet på akkurat det tidspunktet Nibor fastsettes den dagen. Store daglige

¹⁹ Sammenhengen mellom påslaget i dollar, kroner og termintillegget drøftes nærmere i "Risikopåslagene i Nibor og andre lands interbankrenter", Staff-Memo 20/2012 fra Norges Bank.

svingninger i terminmarkedet gjør Nibor mer usikker. Det kan igjen føre til at finansielle aktører, særlig utenlandske som har større avstand til norske markeder, finner det uforutsigbart og vanskelig å forstå hva som ligger bak endringer i Nibor. Resultatet kan være at de har betenkeligheter med å inngå kontrakter med Nibor som referanse.

For det andre kan høy volatilitet i referanserenten forstyrre transmisjonsmekanismen. Norges Bank setter styringsrenten (og rentebanen) med sikte på å nå de pengepolitiske mål. En generell endring i nivået på Nibor som følge av endrete risikopremier i interbankmarkedet, kan sentralbanken motvirke ved å endre styringsrenten og rentebanen tilsvarende. Rentepåslaget blir da å betrakte som en av flere faktorer som påvirker styringsrenten og rentebanen. Det kommer til uttrykk i Norges Banks renteregnskap, som viser hvordan ulike komponenter påvirker rentebanen mellom to prognosetidspunkter.²⁰ På den måten forsøker Norges Bank å nøytralisere effekten av endringer i rentepåslaget på pengemarkedsrentene. Hyppige svingninger i påslaget skaper støy til denne vurderingen og kan gjøre pengepolitikken mer krevende. Verken endringer i styringsrenten (og rentebanen) eller likviditetspolitiske tiltak (for å redusere selve rentepåslaget) er egnet til å motvirke daglig høy volatilitet.

Dersom vi skal ha en referanserente som reflekterer renten på usikrede lån mellom banker og som ikke er like volatil som i dag, kan en mulighet være å fastsette renten på samme måte som Libor og Euribor, nemlig som «svar på en spørreundersøkelse». En slik rente kan være «riktig», det vil si reflektere realistiske renter dersom handler hadde funnet sted, like mye som en valutaswaprente som det heller ikke handles til (kun én av komponentene handles, termintillegget). Bankene må da bruke et bredere sett av informasjon som grunnlag for kvoteringen. Det utelukker selvsagt ikke at ikke swaprenter kan være en del av grunnlaget, jfr. diskusjonen av Stibor og Cibor over.

Det kan innvendes at referanserentene Libor og Euribor jo var manipulert, ergo er en slik "spørreundersøkelse" heller ingen god referanserente. At renten fremkommer som svar på en spørreundersøkelse og således ikke handles, betyr imidlertid ikke at renten må være manipulert. Så lenge bankenes bidrag til kvoteringen er basert på deres beste skjønn - hva de faktisk hadde krevd for utlån til en annen bank - så vil renten kunne være en god referanse.

For å øke tilliten til Nibor som referanserente bør bankene etter Norges Banks syn kvotere Nibor på en annen måte, slik at volatiliteten i termintillegget ikke slår rett inn. 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. 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.

²⁰ Se for eksempel PPR 3/2012, utdypning på side 20, figur 2.

5. En vurdering av mulige alternativer til Nibor, og da spesielt alternativer basert på faktiske handler i finansmarkedet, og eventuelt utkast til ett eller flere alternative systemer

I de pågående internasjonale arbeidene om referanserenter vektlegges at disse bør handles i markedet da handlete renter bedre reflekterer den faktiske prisen på usikrede lån mellom banker. Dilemmaet er at det handles lite usikret mellom banker utover de aller korteste løpetidene. Derfor har internasjonale referanserenter i tre- og seksmånederssegmentet vært anslått uten at handler finner sted.

I norske kroner er det aktivitet i det usikrede interbankmarkedet overnatten²¹ og i valutaterminmarkedet for løpetider opp til 12 måneder. Det finnes verken et marked for sikrede lån («repomarked») eller et OIS-marked i Norge. Et alternativ kunne være 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. Omsetningen i markedet for statskasseveksler varierer sterkt over tid og er i perioder svært lav. Rentene på disse papirene svinger mye i takt med varierende markedsforhold og er lite egnet som referanserenter.

Etablering av et OIS-marked i Norge ville bidra sterkt til å gjøre Nibor-fastsettelsen mer gjennomiktig og forståelig for aktører utenfor Nibor-panelet. OIS står for Overnight Index Swap. Det er en rentebytteavtale der en overnattenrente utgjør det flytende benet. Den faste renten i rentebytteavtalen (OIS-renten) gjenspeiler forventet overnattenrente i avtalens løpetid. OIS-markeder finnes i alle land det er naturlig å sammenligne Norge med. De fleste land har OIS-er med løpetid fra noen uker og opp til ett eller to år, mens det i noen land finnes OIS-er med løpetid opp til ti år og enda lenger.²² Siden overnattenrenten normalt ligger svært nær styringsrenten, gir OIS et godt uttrykk for forventet styringsrente i OIS-avtalens løpetid. Det betyr igjen at OIS-renter med ulik løpetid gir en god tilnærming til en risikofri rentekurve. Nibor består i prinsippet av risikofri rente pluss en risikopremie på usikrede lån mellom banker. OIS-renter bidrar til å belyse hva som ligger bak endringer i interbankrenter: Ved å sammenligne en endring i for eksempel tre måneders Nibor med endringen i en tre måneders OIS, kunne aktører utenfor panelet observere om endringen i Nibor skyldes endrede forventninger om styringsrenten eller en endring i risikopremien. Uten et OIS-marked er det ikke mulig for aktører utenfor panelet å skille disse komponentene. Det gjør det vanskeligere å forstå hva som ligger bak endringer i Nibor fra en dag til den neste.

I Danmark har en valgt å innføre OIS²³ som en alternativ referanserente, ved siden av Cibor. Fordelen med OIS-renter som referanse er at de dannes i et marked der det handles. Det kan gjøre OIS-renter vanskeligere å manipulere enn de tradisjonelle referanserentene. Ulempen med OIS-renter som

²¹ Det er aktivitet i dette markedet som følge av bankers behov for likviditetsstyring.

²² Markedene for OIS med så lang løpetid er ikke nødvendigvis veldig likvide.

²³ Den danske versjonen av OIS kalles CITA-swapper og bruker tomorrow-next renten på danske kroner som det flytende benet. I CITA-swappen skal det stilles priser for løpetider 1, 2, 3, 6, 9 og 12 måneder kl. 11.00 hver dag. Et sentralt moment i regelverket er at prisstillerne skal føre loggbok over deres daglige innberetninger. For flere detaljer, se <http://www.finansraadet.dk/presse/pressemeddelelser/2013/finansraadet-klar-med-ny-referencerente.aspx>

referanse er at de ikke fanger opp endringen i bankers marginale lånekostnad som skyldes likviditets- og kredittpremier i markedet.

Et mulig alternativ til dagens praksis med å ta utgangspunkt i en ikke-handlet usikret dollarrente kunne være at bankene baserte Nibor-kvoteringen på sine faktiske usikrede innlånsrenter i dollar. Flere av bankene i Nibor-panelet utsteder sertifikater (CP og CD) i dollar og euro, delvis for å finansiere aktivsiden i utenlandsk valuta og delvis for å skaffe kronefinansiering via valutaswapmarkedet. CP/CD-rentene for dollar reflekterer bankenes faktiske dollarkostnader, og en kronerente swappet fra CP/CD-rentene kunne derfor sies å reflektere deres kronekostnader. CP/CD-rentene er lavere enn de usikrede dollarrentene som bankene med dagens praksis legger til grunn for Nibor. En slik referanserente ville imidlertid vært like volatil som dagens Nibor på grunn av den høye volatiliteten i termintillegget. Det er den høye volatiliteten som gjør Nibor lite robust for manipulasjon.

De renter som det faktisk handles til i markedet i dag, synes ikke umiddelbart å være gode alternativer til Nibor. Fokus nå bør være å arbeide for å etablere en OIS, som på sikt kan være et supplement til Nibor, og å endre Nibor-kvoteringen slik at denne blir mindre volatil. Til sammen ville disse tiltakene gjøre Nibor mer forutsigbar og forståelig enn i dag, og mindre utsatt for mistanker om manipulasjon, jfr. drøftingen i avsnitt 4.

Appendiks: Bakgrunnen for brevet fra Norges Bank til Finanstilsynet 20.3.2013 (dette brevet)

I brev av **5.10.2011** fra Finansdepartementet til Norges Bank ber Finansdepartementet om Norges Banks

...vurdering av FNOs nye regelverk for fastsettelsen av Nibor-rentene, herunder om dette er et tilstrekkelig tiltak for å imøtekomme finanskriseutvalgets anbefalinger, eller om ytterligere tiltak bør iverksettes. I så fall ber vi om en nærmere redegjørelse for hva slike tiltak bør bestå av, og hvordan de bør gjennomføres....

Norges Bank skriver i sitt svarbrev til Finansdepartementet av **12.1.2012**:

...Norges Bank vil ikke utelukke at den organisasjonsmessige strukturen rundt fastsettelsen av NIBOR-rentene kan være med på å bidra til manglende gjennomsiktighet i fastsettelsen av rentene. Organisasjonsmessig og fysisk nærhet mellom enheter som stiller priser som benyttes som referanserenter for finansielle kontrakter og enheter som selv tar risiko i det samme markedet, kan gi opphav til et prinsipal/agent-problem. Etter Norges Banks syn bør det i den enkelte bank i NIBOR-panelet være klare retningslinjer for å identifisere og håndtere mulige interessekonflikter som kan oppstå i og mellom bankene som deltar i rentefastsettelsen. Slike retningslinjer vil bidra til sikre at NIBOR faktisk reflekterer renten banken vil kreve for utlån i pengemarkedet. Norges Bank vil tilrå at Finansdepartementet ber Finanstilsynet vurdere å pålegge NIBOR-bankene å utarbeide slike retningslinjer...

I brev av **14.2.2012** fra Finansdepartementet til Finanstilsynet (med kopi Norges Bank) ber Finansdepartementet Finanstilsynet vurdere et krav om retningslinjer i tråd med Norges Banks tilrådning i brevet fra Norges Bank til Finansdepartementet 12. 1 2012.

Etter møter med Finanstilsynet sender Norges Bank brev til Finanstilsynet **16.8.2012** («Oppfølging etter møte»), der Norges Bank blant annet gjør rede for noen forhold knyttet til Nibor og klager banken har mottatt.

31.8.2012 sender Finanstilsynet brev til Finansdepartementet (med kopi Norges Bank) som et svar på Finansdepartementets brev til Finanstilsynet 14. februar 2012.

I brev av **14.12.2012** fra Finansdepartementet til Finanstilsynet («Fastsettelsen av Nibor») ber Finansdepartementet Finanstilsynet, i samarbeid med Norges Bank, om å utarbeide en rekke punkter, gjengitt på side 1 i dette vedlegget.

Norges Banks brev til Finanstilsynet **20.3. 2013** (dette brevet) er Norges Banks vurdering av de punkter Finansdepartementet ber Finanstilsynet utarbeide i samarbeid med Norges Bank i brevet 14.12.2012, og som Norges Bank i samarbeid med Finanstilsynet har blitt enige om å vurdere.

Oversikt over noen sentrale internasjonale arbeider vedrørende tiltak for å bedre kvoteringen av referanserenter

Storbritannia

Sir John Vickers, Independent Commission on Banking, "Final Report", September 2011,
<http://www.hm-treasury.gov.uk/d/ICB-Final-Report.pdf>

House of Lords, House of Commons, "Parliamentary Commission on Banking Standards, First report of session 2012-13", 21 December 2012,
<http://www.publications.parliament.uk/pa/jt201213/jtselect/jtpcbcs/98/98.pdf>

The Wheatley Review of LIBOR: initial discussion paper, August 2012,
http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_wheatley_review.pdf

Wheatley (2012) "The Wheatley Review of LIBOR", September 2012,
http://cdn.hm-treasury.gov.uk/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf

FSA Consultation Paper CP12/36, "The regulation and supervision of benchmarks", December 2012,
<http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/cp/cp12-36.pdf>

EU

European Commission (2012) "Consultation Document on the Regulation of Indices", 5 September 2012, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/benchmarks/consultation-document_en.pdf

European Central Bank (2012) "European Commission's public consultation on the regulation of indices Eurosystem's response", November 2012, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/econsultation-regulationofindices-eurosystemreplyen.pdf>

EBA/ESMA (2012) "Recommendations related to the administration and management of Euribor", 27 November 2012,

EBA/ESMA (2013) "Report on the administration and management of Euribor, 11 January 2013"
<http://www.eba.europa.eu/cebs/media/aboutus/News%20and%20Communications/EBA-BS-2013-002-Annex-1--Euribor---Report--final.pdf>

EBA/ESMA (2013) "Letter to EBF and Euribor-EBF from EBA/ESMA", 11 January 2013
<http://www.eba.europa.eu/cebs/media/aboutus/News%20and%20Communications/EBA-BS-2013-001--Euribor---Recommendations-to-EBF--final.pdf>

Sverige

Riksbanken (2012) «The Riksbank's review of Stibor», November 2012,

http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riksbanksstudie/2012/rap_riksbanksstudie_stibor_121128_eng.pdf

Svenska Bankföreningen, «Framework for Stibor», January 2013,
[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)

Danmark

Finansrådet (2012a) «Redegjørelse om CIBOR»,
<http://www.finansraadet.dk/media/434823/redeg%C3%B8relse%20om%20cibor.pdf>

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

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

Danmarks Nationalbank, "Nationalbankdirektør Nils Bernstein udtaler i anledning af Finansrådets redegjørelse om CIBOR:",
[http://www.nationalbanken.dk/dndk/presse.nsf/side/PresseDNN201216906/\\$file/DNN201216906.pdf](http://www.nationalbanken.dk/dndk/presse.nsf/side/PresseDNN201216906/$file/DNN201216906.pdf)

Norge

FNO (2013) «Regler for beregning og publisering av norske pengemarkedsrenter – NIBOR»,
<http://www.fno.no/pagefiles/25907/regelverk/nibor-regler.pdf>

BIS

BIS-paper (2013): "Towards better reference rate practices: a central bank perspective".
<http://www.bis.org/publ/othp19.pdf>