

**SLUTTRAPPORT:
ETABLERING AV ET OVERNIGHT
INDEX SWAP (OIS) MARKED I KRONER**

ARBEIDSGRUPPE FOR ALTERNATIVE
REFERANSE-RENTER I NORSKE KRONER

DESEMBER 2020

Innhold

Introduksjon	3
1. Tilbakemeldinger på konsultasjonsrapport	4
Oppsummering av tilbakemeldinger.....	4
Respons til tilbakemeldinger.....	5
Konklusjon.....	5
2. Markedskonvensjoner	5
Foreslåtte interdealer-konvensjoner.....	5
Vanilla OIS	6
Cross-currency Basis Swapper.....	7
3. Steg for å etablere et OIS-marked i kroner	8
Clearing.....	8
Platformer for handel- og handelsbekreftelse	8
Indikative priser	8
Interdealer-marked.....	8
4. Konklusjon	9
Appendix – Response to Consultation from Norges Bank	10

Introduksjon

I starten av 2018 etablerte Norges Bank, i samråd med finansnæringen, en arbeidsgruppe for alternative referanserenter i norske kroner (heretter omtalt som ARR-gruppen). Arbeidsgruppen består av et utvalg av representanter fra den norske finansnæringen¹. Hovedmålsetningen i den første delen av arbeidet var å anbefale en alternativ referanserate i norske kroner. I september 2019 anbefalte ARR-gruppen en reformert versjon av Nowa (Norwegian Overnight Weighted Average) som alternativ referanserate i norske kroner.²

Siden da har arbeidsgruppen jobbet med hvordan Nowa kan tas i bruk som en alternativ referanserate til Nibor. To undergrupper har blitt opprettet for å lede dette arbeidet. Disse jobber med:

- (1) Markedskonvensjoner og fallback-løsninger
- (2) Etablering av et OIS- (Overnight Index Swap) marked i kroner.

Arbeidsgruppe (2) består av et bredt utvalg av aktører som deltar i det norske rentederivatmarkedet.³ I juni 2020, publiserte undergruppe (2) en konsultasjonsrapport om arbeidet med å etablere et OIS-marked i kroner. Arbeidsgruppen trakk fram flere faktorer som talte for å etablere et OIS-marked i kroner, men identifiserte også flere utfordringer som måtte løses for at et slikt marked skal kunne etableres. Rapporten foreslo løsninger på disse utfordringene, og skisserte hvordan et slikt marked kan opprettes. I rapporten ba arbeidsgruppen om tilbakemeldinger fra andre aktører i markedet, med frist for tilbakemelding 1. september.

Denne sluttrapporten for arbeidet i undergruppe (2) vil først oppsummere tilbakemeldinger på konsultasjonsrapporten. Basert på disse tilbakemeldingene, og diskusjoner internt i arbeidsgruppen og med andre interessenter, foreslår rapporten en struktur for arbeidet videre og en tidsplan for etableringen av et OIS-marked i kroner. Arbeidsgruppen mottar gjerne tilbakemeldinger, og disse kan sendes til sekretariatet for ARR, på epost ARR@norges-bank.no.

¹ ARR-gruppen består av DNB Bank, Sparebanken Vest, Nordea Bank, Handelsbanken, Skandinaviska Enskilda Banken, Danske Bank, Swedbank, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 Østlandet og Sparebank 1 SR-Bank. Norges Bank og Finans Norge deltar som observatører.

² https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/markeder/arr/arr_rapport_anbefaling_-_alternativ_referanserate.pdf

³ Undergruppen består av representanter fra Danske Bank, DNB, Handelsbanken, IHS Markit, Kommunalbanken, Nordkinn Asset Management, Nordea Bank, LCH, SEB, Sparebank 1 Markets, Sparebank 1 Nord-Norge, SR-Bank og Swedbank. Norges Bank deltar som observatør.

1. Tilbakemeldinger på konsultasjonsrapport

Oppsummering av tilbakemeldinger

Arbeidsgruppen mottok nokså få tilbakemeldinger på konsultasjonsrapporten fra juni, men dette reflekterer delvis at en stor andel av brukerne av rentederivater i Norge er representert i arbeidsgruppen. Tilbakemeldinger og synspunkter fra disse institusjonene var derfor allerede innarbeidet i konsultasjonsrapporten

Arbeidsgruppen fikk imidlertid tilbakemelding fra flere banker, selskaper i forsikrings- og clearing-sektoren, og Norges Bank. Arbeidsgruppen hadde også tett dialog med interdealer brokere, plattformer for handel og handelsbekreftelse og andre relevante markedsinstitusjoner.

Tilbakemeldingene arbeidsgruppen mottok var generelt positive, både til opprettelsen av et OIS-marked, og til forslagene fra arbeidsgruppen. Under følger en oppsummering av hovedpunktene i tilbakemeldingene:

- Alle bankene som ga tilbakemelding var positive til opprettelsen av et OIS-marked og villige til å delta i et slikt marked ut fra sine behov.
- Noen respondenter uttrykte bekymring for at produkter knyttet til Nowa vil være basert på bakoverskuende renteberegninger (fravær av framoverskuende renter basert på Nowa), og at det vil være usikkerhet rundt rentebetalinger fram til rett før betalingen skal finne sted. Disse aktørene var derfor tilhengere av å undersøke videre alternativer for å opprette framoverskuende renter basert på Nowa, som vil kunne gi sikkerhet om rentebetalinger på samme måte som i produkter knyttet til Nibor.
- Flere trakk fram at clearing er essensielt for opprettelsen av et OIS-marked. Den foreslåtte utformingen av produktene bør ikke skape noen utfordringer for clearing, men det er flere steg som må tas før clearing kan etableres.
- Den foreslåtte tidsplanen i rapporten ble ansett som ambisiøs av noen av respondentene, men mulig gitt en felles innsats for å komme i mål.
- Noen uttrykte at sterk støtte fra offentlige myndigheter ville være viktig for å skape tilbud og etterspørsel etter Nowa-knyttede derivater, og oppfordre til utstedelse av obligasjoner knyttet til Nowa.
- Norges Bank hadde ingen spesifikke kommentarer til innholdet i rapporten, men uttrykte støtte til opprettelsen av et OIS-marked i kroner. De kommenterte at et likvid marked for derivater knyttet til Nowa ville bidra til et bedre fungerende rentemarked i kroner, gi aktørene bedre mulighet til å sikre seg mot endringer i styringsrenten, og stimulere til utstedelse av gjeld knyttet til Nowa. En kopi av Norges Banks hørings svar er inkludert i Appendiks 1 i denne rapporten.

Respons til tilbakemeldinger

Arbeidsgruppen setter pris på at alle banker som responderte er klare til å støtte opprettelsen av et OIS-marked.

Når det gjelder bakoverskuende rentebetalinger i produkter knyttet til Nowa, påpeker arbeidsgruppen at gruppens mandat er avgrenset til etableringen av et OIS-marked i kroner, og at alle store OIS-markeder internasjonalt bruker bakoverskuende rentebetalinger. Arbeidsgruppen anerkjenner at det kan være utfordringer ved å gå over til bakoverskuende rentebetalinger i flere typer finansielle produkter, men henviser til konsultasjonsrapporten og sluttrapporter publisert av undergruppen for *Markedsstandarder og fallback-løsninger*⁴ som tar opp disse temaene. Det er imidlertid ingen tvil om at et robust OIS-marked vil være essensielt for en potensiell framtidig opprettelse eller bruk av framoverskuende renter basert på Nowa i finansielle produkter. Dette er en ytterligere grunn til at det er viktig å arbeide for å opprette et OIS-marked knyttet til Nowa.

Arbeidsgruppen anerkjenner at clearing er essensielt i utviklingen av et OIS-marked knyttet til Nowa, og arbeidsgruppens medlemmer står klare til å støtte dette arbeidet, særlig gitt den ambisiøse tidslinjen for arbeidet.

Arbeidsgruppen har viderefremidlet tilbakemeldinger om viktigheten av støtte fra offentlige institusjoner til Norges Bank.

Konklusjon

Basert på tilbakemeldingene på konsultasjonsrapporten, ser ikke arbeidsgruppen behov for å gjøre større endringer i de planlagte stegene for å opprette et OIS-marked knyttet til Nowa, og har derfor jobbet videre med å gjennomføre de nødvendige stegene i henhold til tidsplanen skissert i konsultasjonsrapporten.

2. Markedskonvensjoner

Foreslåtte interdealer-konvensjoner

Undergruppen for Markedsstandarder og fallbackløsninger publiserte en konsultasjonsrapport, «Markedskonvensjoner for finansielle produkter med Nowa som referanse» 19. juni 2020.⁵

Undergruppen for opprettelse av et OIS-marked i kroner svarte på denne konsultasjonsrapporten med foreslåtte markedskonvensjoner for interdealer-derivater med Nowa som referanse. Dette svaret kan leses på ARR-nettsiden.⁶ Under er de foreslåtte markedskonvensjonene for interdealer-markedet.

⁴ <https://www.norges-bank.no/tema/markeder-likviditet/arbeidsgruppe-arr/>

⁵ Ibid. 2

⁶ https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/markeder/arr/arr_konsultasjonsrapport_markedskonvensjoner_2020_06.pdf

Vanilla OIS

Parameter	Fast bein	Flyt bein: NOWA
Startdato		Spot (T+2)
Frekvens		Årlig
Gjennomsnittsberegning	N/A	Daglig kapitalisering, ekskluder spread
Dagkonvensjon		ACT/365
Virkedagskonvensjon		Modifisert følgende, justert
Betalingsutsettelse		2 dager

Cross-currency basisswapper

Interdealer NOWA-RFR Cross-currency basisswapper

Parameter	Flyt bein 1: NOWA	Flyt bein 2: RFR i valuta
Startdato	FX spot-dato for de relevante valutaparene	
Utteksling av pålydende betalinger	Ved start- og forfallsdato	
Frekvens	Kvartalsvis	
Gjennomsnittsberegning	Daglig kapitalisering, ekskluder spread	
Fagkonvensjon	ACT/365	Dagkonvensjonen brukt i (single currency) OIS-markedet for den andre valutaen
Virkedagskonvensjon	Modifisert følgende, justert	
Betalingsutsettelse	Justert for å få samsvar med betalingsdato for pålydende*	
Tilbakestilling (reset) av pålydende.	Kvartalsvis*	

- * Merk at ARRC skisserer ulike alternativer for både betalingsutsettelser og kvartalsvis tilbakestilling (reset) av pålydende i tidligere nevnte artikkel, «Recommendations for Interdealer Cross-Currency Swap Market Conventions». Det er foreløpig uklart hvilke av disse som vil bli markedsstandard i globale markeder, men undergruppen støtter prinsippet om å tilpasse betalingsdatoer for pålydende, i tillegg til prinsippet om kvartalsvis tilbakestilling (reset) for pålydende i interdealer RFR-RFR cross-currency basisswapper hvor kroner er en av referansevalutaene.

Interdealer NOWA-IBOR Cross-currency Basis Swap

Arbeidsgruppen støtter anbefalingene fra ARCC i deres *Recommendations for Interdealer Cross-Currency Swap Market Conventions*:⁷

Potential conventions for an RFR-IBOR dealer-to-dealer cross currency basis swaps

1) Conventions for the RFR leg

As a standard, the RFR conventions in the RFR-IBOR cross currency basis swap market should match RFR accrual conventions which develop in the RFR-RFR cross currency market and which are discussed in the previous section.

2) Conventions for the IBOR leg

As a standard, the IBOR leg of the RFR-IBOR cross currency basis swap market should match the conventions developed in the related IBOR currency swap market.

3) Alignment of settlement dates

Although in general the Group believed that standard OIS or RFR conventions could be used for each respective leg, respondents to the consultation noted that it may be useful to align settlement conventions if, for example the standard IBOR settlement date (T) diverged from the standard OIS settlement date (T+2). Recognizing the importance of aligning principal payment dates in mitigating credit risk, the group agreed that alignment of payment dates of principal could be recommended as a standard

4) Aligning Accrual Conventions with Cash Products

In certain circumstances, RFR accrual conventions may develop to include lookback periods or lockout periods. Such conventions would facilitate alignment of principal and interest and alignment with conventions in cash markets. As a matter of convenience, these may also be adopted in cross-currency swap conventions, although there currently is insufficient information upon which to assess how this will develop. Note, however, that because IBOR is a forward looking rate and overnight RFRs are based upon realized rates, incorporating certain current conventions in the RFR leg might lead to additional basis or convexity.

⁷ Ibid. 5

3. Steg for å etablere et OIS-marked i kroner

I konsultasjonsrapporten fra juni, satte arbeidsgruppen tredje kvartal 2021 som planlagt startdato for handel i OIS-kontrakter knyttet til Nowa. Dette er uendret i denne rapporten. Under er de gjenstående stegene som må tas før handel kan begynne listet opp.

Clearing

LCH er representert i arbeidsgruppen og jobber for å etablere clearing av derivater knyttet til Nowa. Det er flere steg som må tas før clearing kan etableres:

- * ISDA Floating Rate Option-definisjon
- * Bekreftelse av tilstrekkelig markedsdybde- og bredde.
- * Gjennomgang av interne styringsstrukturer
- * Regulatorisk godkjenning

Medlemmene av arbeidsgruppen er klare til å støtte denne prosessen, slik a clearing kan etableres før tredje kvartal 2021.

Plattformer for handel- og handelsbekreftelse

Arbeidsgruppen har opprettet dialog med både Bloomberg og Tradeweb, og begge disse plattformene er positive til å legge til rette for handel i OIS knyttet til Nowa på sine plattformer. Markitwire er også representert i arbeidsgruppen og er positive til å gjøre OIS knyttet til Nowa tilgjengelig på sine handelsplattformer før tredje kvartal 2021. Arbeidsgruppen vil fortsette å jobbe med disse institusjonene for å støtte etableringen av et OIS-marked i kroner innen den planlagte startdatoen for handel.

Indikative priser

Arbeidsgruppen har opprettet dialog med interdealer brokere som er aktive i det norske rentederivatmarkedet, og alle disse er positive til å legge til rette for handel i OIS i kroner, samt legge til OIS-produkter i kroner på sine skjermer for indikative priser. Arbeid med dette har allerede begynt, og skjermer for stilling av indikative priser anslås å bli etablert i andre kvartal 2021.

Interdealer-marked

For å sikre likviditet i derivater knyttet til Nowa, har flere skandinaviske banker som er aktive i det norske rentederivatmarkedet blitt enige om å støtte markedet. Disse bankene har sagt seg villige til å stille priser til kunder, og direkte til hverandre (opp til et gitt volum og til en gitt spread). Slike gjensidige avtaler (market making-avtaler) eksisterer allerede mellom de lokale skandinaviske bankene for derivater knyttet til Nibor.

De foreløpige forslagene fra de lokale bankene er å kvotere ca. 5 basispunkter vid spread for 50 000 kroner bpv i følgende produkter:

- IMM datert OIS for de første 8 IMM-datoene
- OIS med start på spot-dato med løpetid 3m, 6m, 9m, 1y, 18m og 2 år
- NIBOR/NOWA basisswapper for 2 år og oppover

Bilateral handel via broker-markedet er planlagt å begynne i andre kvartal 2021, under felles forståelse av at handler vil bli flyttet til clearinghus så snart det er tilgjengelig. Direkte handel vil starte så snart clearing er etablert.

4. Konklusjon

Det har blitt gjort mye framgang gjennom 2020 for å etablere et OIS-marked i kroner. Arbeidsgruppen har kartlagt de gjenstående stegene som må tas for å etablere et OIS-marked, og vil fortsette å støtte alle deltakere i prosessen. Arbeidsgruppen står fast ved målet om å ha et fungerende OIS-marked i tredje kvartal 2021. Arbeidsgruppens mandat vil oppdateres for å reflektere den fasen av arbeidet som arbeidet nå går inn i.

Arbeidsgruppen setter pris på tilbakemeldinger, tanker og spørsmål, og disse kan sendes til sekretariatet for ARR, på ARR@norges-bank.no.

Appendiks – Høringsuttalelse fra Norges Bank

Utredning av et OIS-marked i norske kroner

Norges Banks brev av 31. august 2020 til Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner (ARR).

Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner (ARR) la 24. juni fram en konsultasjonsrapport med utredning av et marked for Overnight Index Swaps (OIS) i norske kroner.

Norges Bank har ingen spesifikke merknader til forslaget, men stiller seg positive til at et slikt marked etableres. Utvikling av et likvid OIS-marked knyttet til referanserenten Nowa kan bidra til et mer velfungerende rentemarked i Norge. Det kan gi aktører bedre mulighet til å avlaste eller påta seg risiko knyttet til endringer i styringsrenten og stimulere til gjeldsutstedelser knyttet til Nowa.

Med hilsen

Olav Andreas Bø
Avdelingsdirektør

Ketil Johan Rakkestad
Fagdirektør