

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
Avg.	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 overvåkingssfunksjon 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-reglenes 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 Overvåkningsfunksjon/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 tematiske syn 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-makers 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 oppstartsfase. 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.

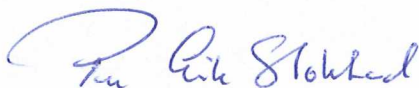
14. Hva ser finansnæringen for seg vil kunne være sikkerhetsmassen i et repomarked i Norge?

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