

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 referanserenten. 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 referanserenter 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 kundegrunnlaget. 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