

KONSULTASJONSRAPPORT

ARBEIDSGRUPPEN FOR ALTERNATIVE
REFERANSERENTER I NORSKE KRONER

OKTOBER 2018

Innholdsfortegnelse

Innledning.....	3
1. Det internasjonale bakteppet og arbeidet med referanserenter ute.....	3
1.1 Bakgrunn	3
1.2 Arbeid med referanserenter ute	4
2. Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner.....	6
<i>Boks 1: Medlemmer i arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner</i>	6
3. Kriterier og kandidater	7
3.1 Kriterier en referanserente bør oppfylle	7
<i>Boks 2: Kriterier det er ønskelig at en referanserente i norske kroner oppfyller</i>	7
3.2 Vurdering av potensielle alternative referanserenter.....	8
4. Spørsmål knyttet til alternativ referanserenter	15
5. Appendiks.....	16
Appendiks 1: IOSCO's kriterier for finansielle referanserenter.....	16
Appendiks 2: Forskjeller mellom nær risikofrie referanserenter og referanserenter som inneholder en risikopremie	16
Appendiks 3: Referanserenten i Norge Nibor	17

Innledning

I tråd med arbeidet med alternative referanserenter internasjonalt er det nedsatt en arbeidsgruppe i Norge som jobber med få etablert en ny referanserente i norske kroner, som kan benyttes som alternativ til dagens Nibor. I denne rapporten redegjøres det nærmere for gruppens arbeid og vurderinger så langt i prosessen. Arbeidsgruppen ønsker tilbakemeldinger fra markedsaktører på kriteriene for en alternativ referanserente og hvorvidt kandidatene som presenteres i rapporten anses som egnede. Arbeidsgruppen er også åpen for forslag til andre kandidater til en alternativ referanserente. Videre er det ønskelig med tilbakemeldinger på spesifikke spørsmål knyttet til forslagene til alternativ referanserente.

Arbeidsgruppen består av deltakere fra norske banker og utenlandske filialer med god kjennskap til det norske rentemarkedet og bruken av norske referanserenter. Norges Bank innehar sekretariatsfunksjonen. Tilbakemeldinger kan sendes til sekretariatet på ARR@norges-bank.no innen utgangen av 9. november 2018. Arbeidsgruppen vil evaluere tilbakemeldingene og skrive et anonymisert sammendrag.

Konsultasjonsrapporten med tilhørende tilbakemeldinger vil presenteres på et åpent møte i Norges Bank i regi av arbeidsgruppen tirsdag 20. november 2018 klokken 14:00-16:00. Invitasjon med påmelding til møtet ligger på arbeidsgruppens nettside.¹ Eventuelle spørsmål kan rettes til sekretariatet på ARR@norges-bank.no.

Rapporten er delt inn i fire deler. I kapittel 1 beskrives det internasjonale bakteppet og arbeidet som gjøres med både eksisterende og nye referanserenter ute. I kapittel 2 presenteres arbeidsgruppen i Norge. Kapittel 3 inneholder en liste med kriterier det er ønskelig at en referanserente innehar, beskrivelse av mulige alternative referanserenter og arbeidsgruppens vurdering av disse rentene. Kapittel 4 lister opp en rekke spørsmål der arbeidsgruppen ønsker tilbakemeldinger fra markedsaktører. Enkelte forhold er nærmere drøftet i appendiks.

1. Det internasjonale bakteppet og arbeidet med referanserenter ute

1.1 Bakgrunn

En referanserente er en standardisert notering av en definert rente for ulike løpetider. Standardiseringen muliggjør bruk av slike renter som referanse for finansielle produkter. Referanserenter kan være grunnlag for rentene finansielle og ikke-finansielle foretak må betale for sine inn- og utlån og for priser og oppgjør i derivatmarkedet. Referanserenter kan eksempelvis være utgangspunktet når det avtales flytende rentebetalinger i lån og obligasjoner eller i rentebytteavtaler (renteswapper) der en avtalt fastrente byttes mot en flytende referanserente.

Standardiserte referanserenter reduserer kompleksiteten i finansielle kontrakter betydelig sammenliknet med en situasjon der aktørene i hver enkelt kontrakt må bli enige om hvilken rente som skal ligge til grunn. Referanserenter legger til rette for handel i mer standardiserte kontrakter og fører dermed til enklere gjennomføring av finansielle transaksjoner, innen samme valuta og på tvers av valutaer. Dette gir lavere transaksjonskostnader og reduserer asymmetrisk informasjon. På denne måten bidrar referanserenter til mer effektive markeder.

¹ <https://www.norges-bank.no/Bank-og-marked/arbeidsgruppe-arr/>

Dagens referanserenter er i stor grad kvoterte renter fra et panel av banker. Kvoteringene har tradisjonelt vært basert på handler i det usikrede interbankmarkedet. I etterkant av finanskrisen har aktiviteten i dette markedet falt markert. Spesielt på litt lengre løpetider eksisterer det ikke lenger et marked for usikrede transaksjoner mellom banker, og kvoteringene av ibor-rentene har i større grad blitt basert på skjønn.² Samtidig har det blitt avslørt manipulasjon av internasjonale referanserenter, og tilliten til dagens referanserenter er kraftig svekket.

1.2 Arbeid med referanserenter ute

I perioden etter finanskrisen har det vært igangsatt en rekke arbeider internasjonalt for å gjøre referanserentene mer robuste. Den internasjonale organisasjonen for tilsynsmyndigheter (IOSCO) utarbeidet i 2013 et sett med kriterier som finansielle referanser bør oppfylle, og i EU har det kommet på plass et nytt regulatorisk rammeverk for finansielle referanser.³ IOSCOs kriterier for finansielle referanserenter er nærmere omtalt i appendiks 1. I 2014 anbefalte G20-landene, gjennom Financial Stability Board (FSB), både å reformere dagens referanserenter samt å finne alternative nær risikofrie referanserenter. Vurderingene knyttet til om en referanserente bør være basert på usikrede pengemarkedsrenter eller risikofrie renter er nærmere omtalt i appendiks 2.

I tråd med anbefalingene fra FSB har administratorene av de ulike ibor-rentene gjennomført en rekke reformer for å sikre at dagens referanserenter tilfredsstillende internasjonale standarder og regulatoriske krav knyttet til blant annet overvåking, kontroll og transparens i hvordan rentene blir kvotert. Samtidig har definisjonen av flere av ibor-rentene endret seg fra å være interbankrenter til at de nå skal reflektere prisen på panelbankenes kortsiktige markedsfinansiering. European Money Market Institute (EMMI), som er administrator for Euribor, gjennomførte i 2017 et pilotprosjekt i et forsøk på å erstatte dagens Euribor med en transaksjonsbasert rente basert på panelbankenes usikrede markedsfinansiering, Euribor+. Det viste seg imidlertid at både volatiliteten og nivået på Euribor+ var for ulik den opprinnelige Euribor til at en sømløs overgang var mulig. Administratorene av både Libor og Euribor arbeider nå med å implementere en trinndelt struktur på kvoteringen i tråd med IOSCOs prinsipper for finansielle referanser. Første trinn er transaksjonsbasert. Dersom det ikke foreligger noen underliggende transaksjoner, så kan man interpolere mellom transaksjoner med liknende løpetid eller tidligere transaksjoner. Dersom dette heller ikke er mulig, så vil det være skjønn som ligger til grunn for kvoteringen.⁴ Mangel på underliggende transaksjoner i dette markedet bidrar til at ibor-rentene i stor grad vil måtte basere seg på skjønn også fremover.

Stort innslag av skjønn kombinert med strengere krav til overvåking og kontroll har bidratt til at bankene nå er tilbakeholdne med å påta seg den juridiske risikoen det innebærer å være panelbank. Enkelte banker har allerede trukket seg fra Libor-panelet, og for å hindre at flere banker trekker seg, har det britiske finanstilsynet (FCA) inngått en avtale med alle panelbankene der de forplikter seg til å kvotere Libor frem til utgangen av 2021. Etter dette vil ikke lenger myndighetene garantere at kvoteringen av Libor fortsetter. Utsiktene til at Libor kan forsvinne i løpet av noen år har bidratt til økt fokus på arbeidet med å finne alternativer.

² ibor står for interbank offered rate og er en fellesbetegnelse for rentene Libor, Euribor, Stibor, Nibor etc.

³ EUs forordning 2016/1011 gir [regler om fastsettelse av finansielle referanser](#).

⁴ ICE vil implementere overgangen til den nye strukturen gradvis. Se [rapport](#) fra april 2018. De forventer at overgangen skal være fullført innen utgangen av første kvartal 2019. EMMI har nylig gjennomført ytterligere tester av den nye metoden og publiserte en ny [konsultasjonsrapport](#) 17. oktober 2018.

Det har blitt opprettet arbeidsgrupper for alternative referanserenter i en rekke land. Arbeidsgruppene har hatt mandat til å finne en alternativ nær risikofri referanserente, samt en plan for å ta den i bruk. Arbeidsgruppene i blant annet USA og Storbritannia offentliggjorde i 2017 sine anbefalinger til alternative referanserenter. Arbeidet i disse landene har nå gått over i en ny fase hvor man planlegger hvordan de foreslåtte referanserentene kan tas i bruk. Tabellen under gir en oversikt over de foreslåtte alternative referanserentene i noen utvalgte land.

Tabell 1: Oversikt over foreslåtte alternative referanserenter (ARR) i utvalgte land

Land	Alternativ rente	Løpetid	Sikret/ usikret	Administrator	Publiserings- start
USA	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Overnatten	Sikret	Federal Reserve Bank of NY	April 2018
Storbritannia	Reformed Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Overnatten	Usikret	Bank of England	April 2018
Sveits	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Overnatten	Sikret	SIX Swiss Exchange	2009
Japan	Tokyo Overnight Average Rate (TONA)	Overnatten	Usikret	Bank of Japan	1985
Euroområdet	Euro short-term rate (ESTER)	Overnatten	Usikret	Den europeiske sentralbanken	Oktober 2019

Kilder: Bank of England, Bank of Japan, den europeiske sentralbanken, Federal Reserve Bank of New York, Swiss National Bank

Som vist i tabellen har alle de foreslåtte referanserentene kun én dags løpetid (såkalte overnattenrenter). Bakgrunnen for dette er blant annet at de fleste transaksjoner i pengemarkedet finner sted i overnattenmarkedet. Den korte løpetiden gjør samtidig at det kun vil være minimale kreditt- og likviditetspremier i disse rentene. En overnattenrente vil dermed kunne oppfylle de regulatoriske kravene en referanserente bør tilfredsstillere.

I både USA og Sveits har de respektive arbeidsgruppene anbefalt en sikret overnattenrente som alternativ referanserente. I Storbritannia og Japan har arbeidsgruppene anbefalt en usikret overnattenrente. Arbeidsgruppen i euroområdet søkte før sommeren innspill på tre kandidater, to sikrede og en usikret overnattenrente. Arbeidsgruppen annonserte i midten av september i år at de har valgt den usikrede overnattenrenten ESTER som anbefalt alternativ referanserente.⁵

⁵ Valget av en usikret eller en sikret rente varierer mellom land, og avhenger blant annet av landenes finansielle infrastruktur. I USA har man valgt en sikret rente (SOFR) fremfor den usikrede renten (Federal funds rate). Bakgrunnen for dette er blant annet at Federal funds rate påvirkes av forhold knyttet til om aktørenes har tilgang til konto i sentralbanken og til hvilke betingelser. Arbeidsgruppen vurderte at det sikrede overnattenmarkedet i større grad reflekterer bankenes faktiske finansieringsmuligheter. I Storbritannia har man valgt en usikret overnattenrente (reformert SONIA), blant annet fordi det allerede er utviklet et godt derivatmarked knyttet til SONIA.

2. Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner

Utsiktene til at Libor kan forsvinne i løpet av noen år gjør arbeidet med å finne en alternativ referanserente også i Norge mer presserende. Dagens referanserente i norske kroner er Nibor, se nærmere omtale i appendiks 3. Nibor kan riktignok tenkes å eksistere uavhengig av om Libor forsvinner, men det vil oppstå utfordringer særlig knyttet til kontrakter der både dagens Libor og Nibor inngår som referanserenter (som for eksempel i basisswapper mellom norske kroner og andre valutaer). I ytterste konsekvens kan man heller ikke se bort i fra at Nibor vil forsvinne. Det er derfor ønskelig å finne en alternativ referanserente som kan erstatte Nibor i både nye og eksisterende kontrakter.

Som en respons på anbefalingene fra FSB og arbeidet med referanserenter internasjonalt har Norges Bank, etter samråd med finansnæringen, tatt initiativ til å opprette en arbeidsgruppe for alternative referanserenter i norske kroner. Arbeidsgruppen består av deltakere fra norske banker og utenlandske filialer med god kjennskap til det norske rentemarkedet og bruken av norske referanserenter. Boks 1 gir en oversikt over arbeidsgruppens medlemmer.

Boks 1: Medlemmer i arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner

Medlemmer:

Sparebanken Vest (Jørgen Gudmundsson, leder)

Danske Bank

DNB Bank ASA

Handelsbanken

Nordea Bank AB

Skandinaviska Enskilda Banken AB

Sparebank 1 SMN

Sparebank 1 Nord-Norge

Sparebank 1 SR-Bank ASA

Sparebank 1 Østlandet

Swedbank AB

Observatører:

Finans Norge

Norges Bank

Sekretariat:

Norges Bank

Arbeidsgruppens hovedmålsetning er å få etablert en alternativ nær risikofri referanserente i norske kroner. Første del av gruppens arbeid vil bestå i å fremme forslag til mulige alternative referanserenter og hva som skal til for å få disse rentene etablert. Senere vil gruppen utrede hvordan disse rentene kan tas i bruk som referanserenter.⁶

⁶ Se arbeidsgruppens [mandat](#).

3. Kriterier og kandidater

3.1 Kriterier en referanserente bør oppfylle

Arbeidsgruppen har blitt enig om en liste med kriterier som det er ønskelig at en alternativ referanserente i norske kroner oppfyller, se boks 2. Disse kriteriene er i samsvar med anbefalingene internasjonalt. Et overordnet krav er at referanserenten oppfyller regulatoriske krav og internasjonale standarder.

Videre er det ønskelig at renten er sensitiv overfor endringer i Norges Banks styringsrente og korrelert med andre pengemarkedsrenter i norske kroner. To parter som inngår en finansiell kontrakt vil da oppleve at betalingsstrømmene følger det generelle rentenivået i økonomien, som bestemmes av sentralbankens pengepolitikk. I kontrakten kan man da fokusere på institusjonsspesifikke forhold, som kredittrisiko til låntaker. Bruk av referanserenter gjør det dermed enklere å inngå finansielle kontrakter, både for låntaker og långiver. Den anbefalte referanserenten bør også være robust for endringer i markedsstruktur, reguleringer og det pengepolitiske rammeverket. Det må også komme tydelig fram hva referanserenten skal uttrykke.

Referanserenten bør fastsettes på en måte som minimerer muligheter for manipulasjon. Det innebærer blant annet at renten bør være basert på faktiske observerbare transaksjoner så langt det er mulig, fortrinnsvis i store og likvide markeder. Videre er det ønskelig at referanserenten beregnes på en transparent og lett forståelig måte, og at datagrunnlaget er tydelig definert.

Referanserenten bør innrettes i tråd med de valgte alternative referanserentene ute. Arbeidsgruppen har også fokusert på betydningen av å sikre etterspørsel etter produkter der den alternative referanserenten vil inngå. Spesielt er det viktig med et likvid og velfungerende derivatmarked slik at aktørene skal kunne håndtere sine forpliktelser på en hensiktsmessig måte.

Boks 2: Kriterier det er ønskelig at en referanserente i norske kroner oppfyller

Egenskaper

Sensitiv overfor endringer i styringsrenten
Robust for endringer i regulering og det pengepolitiske regimet
Tydelig hva referanserenten skal være et uttrykk for
Korrelert med andre pengemarkedsrenter i norske kroner

Kvalitet

Bør være basert på transaksjoner i et robust og pålitelig marked
Robust i forhold til endringer i markedsstruktur
Minimale muligheter for manipulasjon

Metode

Transaksjonsdata så langt det er mulig
Klart definerte data
Transparent og forståelig beregningsmetode

Administrasjon og overvåking

Oppfylle regulatoriske krav for finansielle referanser

Andre forhold

Innrettes i tråd med alternative referanserenter i andre land

Potensial for å skape et velfungerende derivatmarked basert på referanserenten

3.2 Vurdering av potensielle alternative referanserenter

Basert på kriteriene over har arbeidsgruppen identifisert og vurdert ulike kandidater til en alternativ referanserente, se tabell 2. Vurderingen av de ulike kandidatene er nærmere beskrevet under.

Tabell 2: Oversikt over potensielle alternative referanserenter i norske kroner

Rente	Løpetid	Forklaring	Metode
Styringsrenten	Overnatten	Renten på bankenes innskudd i Norges Bank innenfor tildelte kvote.	Fastsatt av Norges Banks hovedstyre.
Nowa/ reformert Nowa	Overnatten	Renten på usikrede interbankutlån.	Dagens Nowa er et volumvektet gjennomsnitt av panelbankenes transaksjoner. Arbeidsgruppen vil se på alternative beregnings-metoder for en eventuell reformert Nowa.
Utvidet Nowa	Overnatten	Utvide Nowa til å inkludere usikrede transaksjoner mellom banker og aktører utenfor banksystemet.	Uavklart på nåværende tidspunkt.
Statskasse- veksel	Tre måneder	Renten på veksler utstedt av den norske stat.	En syntetisk rente beregnet ved et vektet gjennomsnitt av to statskasseveksler med henholdsvis kortere og lengre gjenstående løpetid.
Valutaswap- rente	Overnatten	Den alternative referanserenten i amerikanske dollar (SOFR), omregnet til kroner via valutaswapmarkedet.	Beregnet ved å justerer SOFR for prisen på å veksle dollar til kroner i valutaswapmarkedet med løpetid tomorrow/next.
Reporente	Overnatten	Renten på et sikret utlån med statspapir eller OMF som sikkerhet.	Uavklart på nåværende tidspunkt.

Styringsrenten

Styringsrenten i Norge er foliorenten, renten på bankenes innskudd overnatten i Norges Bank inntil en gitt kvote.⁷ Styringsrenten har sterkt gjennomslag i de korteste pengemarkedsrentene og oppfyller flere av egenskapene som er ønskelig for en alternativ referanserente. Styringsrenten synes likevel ikke egnet som referanserente. Det er primært fordi et slikt alternativ kan komme i konflikt med implementeringen av pengepolitikken. For å forklare dette nærmere kan det være nyttig å se på noen internasjonale erfaringer fra finanskrisen. I perioden under og etter krisen iverksatte flere sentralbanker internasjonalt ekstraordinære tiltak i pengepolitikken (som kvantitative lettelser, låneordninger til

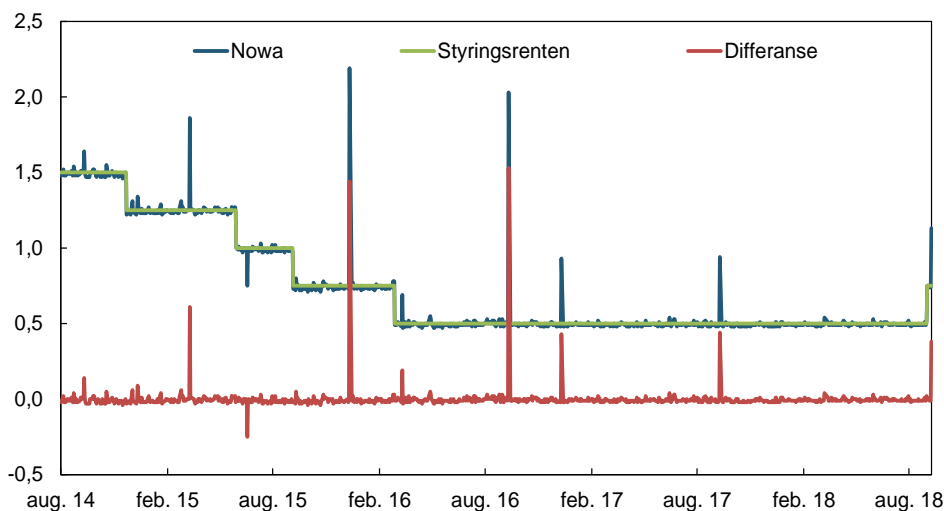
⁷ Bankene får kun forrentet en viss kvote til styringsrenten. Innskudd utover kvoten forrentes til en lavere rente, reserverenten. Se [rundskriv](#) fra Norges Bank, og nettsidene om [likviditetsstyring](#).

bankene etc.). Tiltakene har tilført banksystemet store mengder sentralbankreserver. En konsekvens er at i flere land har andre sentralbankrenter enn selve styringsrenten fått økt betydning for implementeringen av pengepolitikken. Som et eksempel har den europeiske sentralbanken (ECB) blant annet ført en politikk med stor overskuddslikviditet i banksystemet. Det har presset overnattenrenten (EONIA) under styringsrenten og ned mot sentralbankens marginale innskuddsrente, og innskuddsrenten har isteden blitt styrende for de korte pengemarkedsrentene. Disse erfaringene viser at siden andre sentralbankrenter enn styringsrenten i perioder kan være styrende for markedsrentene, vil ikke styringsrenten være egnet som referanserente.

Nowa/reformert Nowa

Nowa (Norwegian overnight weighted average) angir renten på usikrede overnattenutlån i norske kroner mellom banker. I dette markedet låner bankene reserver seg imellom. Nowa beregnes på bakgrunn av faktiske handler, og renten fremstår som et attraktivt alternativ ut fra flere av kriteriene. Nowa er transaksjonsbasert og robust overfor forsøk på manipulasjon.⁸ Beregningsmetoden er også transparent og lett forståelig, og det er lite rom for skjønn i bankenes individuelle rentebidrag. Nowa oppfyller også kriteriet om sensitivitet overfor endringer i styringsrenten og har historisk fulgt foliorenten tett, se figur 1. Unntaket er enkelte dager ved kvartals- og årsskifte. Regulatoriske krav gjør at bankene ofte er svært lite villige til å låne ut reserver til andre banker i disse periodene. I den grad utlån faktisk finner sted, er det gjerne til en høyere rente enn normalt. Manglende transaksjoner gjør at Nowa ofte må anslås på disse dagene.⁹ Beregningen av Nowa baseres da på anslag på den renten panelbankene hypotetisk ville krevd for å låne ut. Siden utlånsviljen er liten, resulterer dette gjerne i en svært høy rente. Det gir uheldige utslag i form av økt differanse mellom styringsrenten og Nowa. Dette påslaget har på enkelte dager steget opp mot 150 basispunkter.

Figur 1: Nowa, styringsrenten og differansen mellom styringsrenten og Nowa. Prosent og prosentpoeng. August 2014 - september 2018



Kilde: Norges Bank

⁸ Det er i dag elleve panelbanker i Nowa panelet som daglig rapporterer inn til Norges Bank. Se [regelverk](#) om Nowa for mer informasjon.

⁹ Norges Bank beregner Nowa forutsatt at det foreligger data fra minst tre banker og samlet innrapportert omsetning er minst 250 millioner. Grunnlaget for beregning av anslått Nowa er tall for faktiske utlån supplert med anslag fra panelbankene. Siden høsten 2011 har Nowa blitt anslått i overkant av 30 ganger.

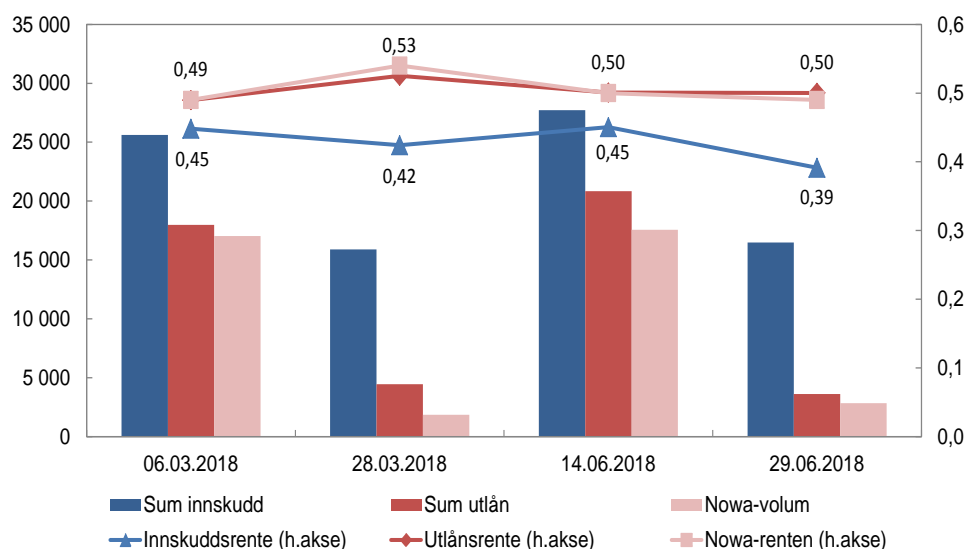
Lav utlånsaktivitet i overnattenmarkedet kan også være et problem på øvrige dager, og omsetningen i dagens marked er svært begrenset. I gjennomsnitt rapporterer under halvparten av de elleve panelbankene inn daglig utlånsaktivitet til Norges Bank. Arbeidsgruppen mener det er tvilsomt at dagens Nowa innfrir de ønskede kriteriene for en referanserente som er basert på et robust og pålitelig marked. Samtidig er Nowa den eneste overnattenrenten som er tilgjengelig i dagens marked. Problemene med Nowa er i hovedsak knyttet til dager der renten må anslås. Arbeidsgruppen har diskutert hvorvidt alternative beregningsmetoder kan bidra til å redusere utslagene på dager der Nowa anslås. Som et eksempel kan fjerning av høyeste og laveste anslag bidra til en lavere gjennomsnittlig Nowa på dager med anslag. En annen mulighet er å endre definisjonen av Nowa. Nowa er i dag definert som en utlånsrente. Dersom Nowa må anslås på de dagene det er kvartalslutt, vil flere av bankene inkludere de regulatoriske kostnadene ved utlån på disse tidspunktene. Ved å endre Nowa til å være en innlånsrente vil man trolig fjerne en del av de ekstreme utslagene når Nowa anslås. Det er grunn til å tro at en reformert Nowa i større grad vil oppfylle de ønskede kriteriene for en referanserente, og arbeidsgruppen ønsker å se nærmere på disse mulighetene.

Utvidet Nowa

Den nye alternative referanserenten i euroområdet (ESTER) er basert på et bredere datagrunnlag enn dagens overnattenrente EONIA. ESTER omfatter både interbanktransaksjoner og transaksjoner mellom banker og aktører utenfor banksystemet. Beregningen er basert på daglig innrapportering av pengemarkedsdata til ECB. Norges Bank har tatt initiativ til å igangsette tilsvarende innrapportering av data for transaksjoner i det norske pengemarkedet. Disse dataene gir mulighet til å utvide dagens Nowa ved å inkludere overnatttransaksjoner mellom banker og aktører utenfor banksystemet. Til sammenlikning omfatter dagens Nowa kun transaksjoner mellom banker. Ettersom utvidet Nowa vil være basert på et større marked kan det muligens bidra til at renten er mindre volatil over kvartals- og årsskifter enn dagens Nowa.

Et problem med utvidet Nowa er at verken renten eller underliggende data er tilgjengelige på nåværende tidspunkt. Norges Bank har varslet at de vil starte datainnsamlingen innen utgangen av første kvartal 2019. Det vil imidlertid ta tid fra datainnsamlingen starter og til utvidet Nowa-rente er på plass. Videre vil det være nødvendig å observere bevegelser over både kvartals- og årsslutt for å vite om en slik løsning vil være et godt og robust alternativ. For å få en viss idé om hvordan dette markedet ser ut har bankene i arbeidsgruppen sendt inn transaksjonsdata på usikrede overnatten innlån og utlån på noen utvalgte dager til Norges Bank. Resultatene er illustrert i figur 2. Testrapporteringen viser at volumene er langt større for innlån enn utlån. Utlånsvolumene synes i stor grad å samsvare med dagens Nowa rapportering. Den volumvektede innlånsrenten vil som ventet være noe lavere enn dagens Nowa. Innlånsvolumene faller også ved kvartalsslutt, men mindre enn fallet i utlånsvolumene. Arbeidsgruppen mener at det er verdt å se nærmere på utvidet Nowa som alternativ referanserente.

Figur 2: Testresultater fra rapportering av arbeidsgruppens inn- og utlånsaktivitet på utvalgte dager. Totalt volum i millioner kroner og volumvektet rente. Nowa er inkludert for sammenligning.



Kilde: Norges Bank

Valutaswaprente

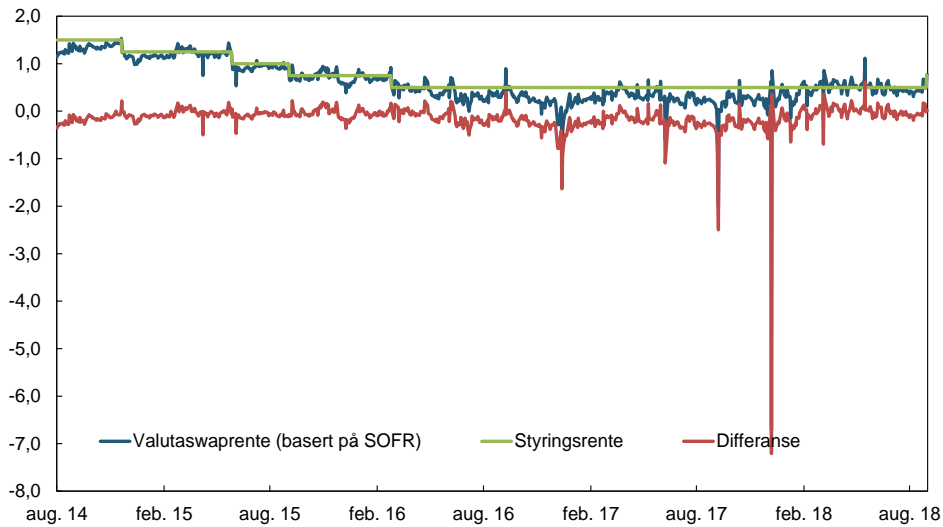
Sett bort fra markedet for usikrede overnatten utlån så skjer det mest av likviditetsomfordelingen i norske kroner i valutaswapmarkedet. Arbeidsgruppen har derfor sett på et alternativ der referanserenten i kroner er konstruert som en valutaswaprente. En slik konstruksjon vil på mange måter ligne på dagens Nibor-rente (se appendiks 3 om Nibor). Siden hoveddelen av transaksjonene i valutaswapmarkedet skjer mellom kroner og amerikanske dollar, vil det være naturlig å ta utgangspunkt i den alternative referanserenten i USA, SOFR.

SOFR reflekterer prisen på sikret finansering med én-dags løpetid i amerikanske dollar. Ved å bruke SOFR sikrer man at dollarenten er i tråd med internasjonale retningslinjer for referanserenter. De fleste transaksjonene i valutaswapmarkedet mellom kroner og dollar skjer med løpetid fra i morgen til neste virkedag (ofte omtalt som tomorrow/next eller T/N).¹⁰ Arbeidsgruppen har derfor sett på et alternativ der kronerenten fremkommer ved å justere SOFR for prisen på å veksle dollar til norske kroner i T/N-markedet.

I figur 3 er det brukt skjermbaserte valutaswappriser til å beregne en slik rente. Som illustrert i figuren, preges valutaswaprenten av høy volatilitet, som hovedsakelig skyldes store svingninger i valutaterminene i TN-markedet. Videre viser figuren at renten til tider blir liggende langt under styringsrenten. Dette kan forekomme i perioder der renten som bankene i dette markedet må betale for å skaffe dollar ligger høyere enn SOFR. Arbeidsgruppen vurderer at en slik rente vil bryte med flere av de ønskelige kriteriene for en alternativ referanserente, da renten blant annet vil kunne avvike betydelig fra styringsrenten og andre pengemarkedsrenter i norske kroner.

¹⁰ Bakgrunnen for å benytte valutaterminene i T/N markedet er at hoveddelen av omfordeling av norske kroner skjer i dette markedet, jf. tall fra Norges Banks [pengemarkedsundersøkelse](#) for april 2018.

Figur 3: Valutaswaprenten, styringsrenten og differansen mellom styringsrenten og valutaswaprenten. Prosent og prosentpoeng. August 2014- september 2018

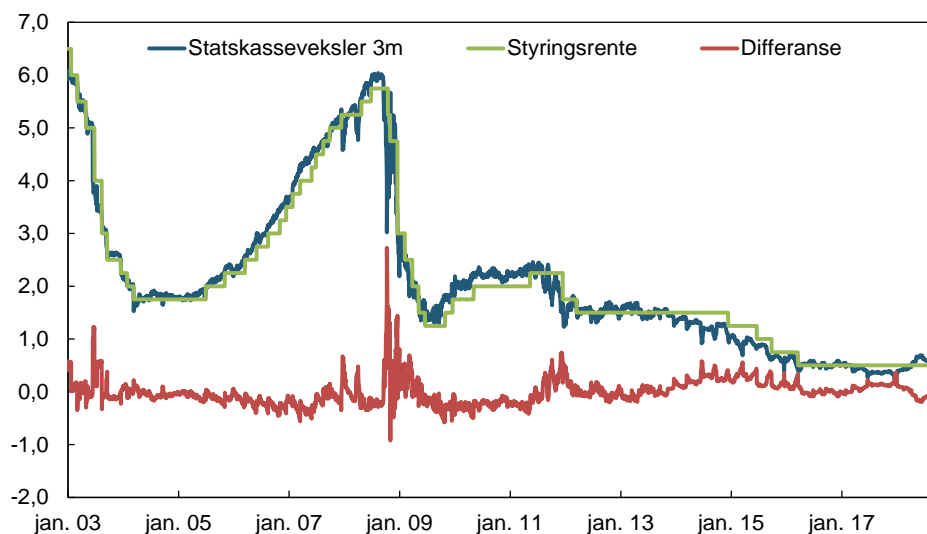


Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Statskasseveksler

Renten på tremåneders statskasseveksler har vært trukket frem som et alternativ i flere andre land, men har mange klare ulemper som referanserente. Renten på statspapirer er blant annet sterkt påvirket av særegne forhold i statspapirmarkedet, som for eksempel tidsvarierende likviditets- og «trygg havn»-premier. Dette kom tydelig til uttrykk via økt differanse mellom styringsrenten og renten på norske statskasseveksler under finanskrisen, se figur 4. Renten på statskasseveksler vil også variere med statens finansieringsbehov og utstedelsesvolum, og det er lite ønskelig å velge en alternativ referanserente som kan begrense eller påvirke vurderinger knyttet til statsgjeldsforvaltningen. Også internasjonalt trekkes det frem at renten på statspapirer av disse årsakene er lite egnet som referanserente.

Figur 4: Tremåneders statskasseveksler, styringsrenten og differansen mellom styringsrenten og statskasseveksler. Prosent og prosentpoeng. 2003-2018



Kilde: Norges Bank

Reponenter

Internasjonalt har flere land foreslått en reponente med én-dags løpetid som alternativ referanserente (for eksempel SOFR i USA). I Norge er imidlertid repomarkedet lite, med betydelig lavere omsetning enn i det usikrede overnattenmarkedet. Flere banker har interne indikative rentekurver for repotransaksjoner, men det finnes ingen samlet oversikt og ingen «offisielle» reponentkurver i Norge. Dagens repomarked preges av få aktører, og markedet i sin nåværende form oppfyller ikke kriteriene om at referanserenten skal være transaksjonsbasert, med grunnlag i et robust og pålitelig marked.

For at en reponente skal kunne egne seg som referanserente, vil det være nødvendig å få på plass et robust og transparent marked basert på standardiserte sikkerheter og løpetider. Arbeidsgruppen mener dette vil være vanskelig uten at Norges Bank tar i bruk repoer i sine markedsoperasjoner og på denne måten spille en sentral rolle i formaliseringen av et norsk repomarked.

Et alternativ er at sentralbanken legger om dagens likviditetsstyring ved å tilby repoer med faste løpetider og klart definerte sikkerheter. På denne måten vil sentralbanken legge til rette for økt aktivitet og flere aktører i markedet for repoer. Arbeidsgruppen vurderer det som mest nærliggende at en slik løsning vil stimulere til økt aktivitet i overnattenmarkedet for repoer, som igjen kan danne grunnlag for en alternativ referanserente.

En av utfordringene knyttet til om Norges Bank kan ta i bruk repoer med faste løpetider er de store svingningene i strukturell likviditet, jf. figur 5. Strukturell likviditet er definert som likviditeten i banksystemet før Norges Banks markedsoperasjoner. Svingningene i strukturell likviditet skyldes i hovedsak inn- og utbetalinger over statens konto. Den strukturelle likviditeten har de siste årene variert mellom -50 mrd. og +120 mrd. kroner. For å holde den totale mengden reserver i banksystemet på ønsket nivå tilfører Norges Bank reserver til eller trekker reserver ut av banksystemet. Dette skjer i dag via F-lån og F-innskudd, som tilpasses i volum og løpetid avhengig av prognosen for strukturell likviditet. Gitt dagens situasjon der statlige transaksjoner gir store svingninger i strukturell likviditet, vil det være vanskelig å innføre repoer med fast løpetid.

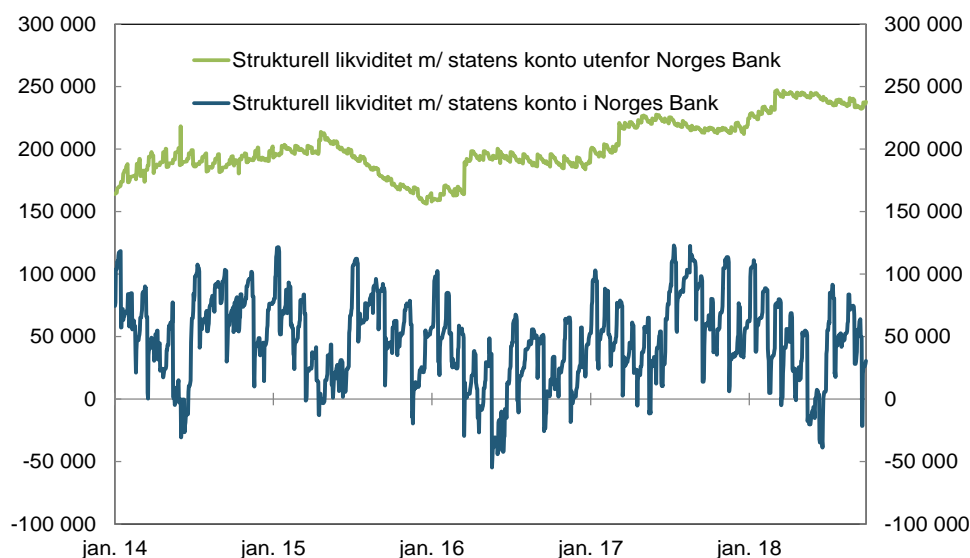
Arbeidsgruppen har diskutert en løsning der statens kontohold flyttes ut av sentralbanken og over i banksystemet. Denne løsningen vil være i tråd med hvordan staten håndterer sitt kontohold i Sverige. Ved å ta statens kontohold ut av sentralbanken, vil svingningene i strukturell likviditet være langt mindre, se figur 5. For at Norges Bank skal kunne ta i bruk standardiserte repoer i likviditetsstyringen er det imidlertid en forutsetning at den strukturelle likviditeten i banksystemet er negativ. På denne måten vil bankene ha et kontinuerlig behov for likviditet og dermed insentiv til å by jevnlig i Norges Banks markedsoperasjoner. Arbeidsgruppen har diskutert hvordan Norges Bank kan innføre reservekrav i likviditetsstyringen, det vil si at bankene tvinges til å holde innskudd av en viss størrelse i sentralbanken, som en løsning på dette.

Det knytter seg imidlertid en del utfordringer til en slik løsning. For det første vil en flytting av statens konto medføre at den strukturelle likviditeten i banksystemet øker betydelig sammenlignet med i dag, se figur 5. For å få bankene i låneposisjon overfor sentralbanken, tilsier det svært høye reservekrav. Som figuren viser vil et slikt reservekrav være i størrelsesorden 160-260 mrd. kroner. Ettersom reserver holdt som reservekrav ikke inngår som høylikvide aktiva i kapitaldekningskravet (LCR), vil

en slik løsning trolig medføre en markant reduksjon i bankenes likviditetsdekning.¹¹ Videre legger dagens sentralbanklov begrensninger på innføring av reservekrav, men forslaget til ny sentralbanklov åpner for en slik løsning, så lenge reservekravet er et virkemiddel i likviditetsstyringen.¹²

Arbeidsgruppen har diskutert hvorvidt Norges Bank kan trekke inn overskuddslikviditeten på en måte som ikke påvirker bankenes likviditetsdekning i like stor grad, for eksempel ved å utstede sentralbanksertifikater. Arbeidsgruppen har likevel valgt ikke å utrede dette nærmere siden det i sum virker som en lang vei å gå for å etablere et tilstrekkelig robust repomarked i norske kroner. Dette knytter seg særlig til flytting av statens konto. Dersom staten skulle ønske en slik løsning må dette utredes grundig, og er en prosess som trolig vil ta flere år. Videre er det knyttet stor usikkerhet til hvordan en slik løsning vil fungere i praksis. Gitt at overgangen til de alternative referanserentene ute allerede er i gang anser arbeidsgruppen det som lite hensiktsmessig å vurdere dette alternativet nærmere. Arbeidsgruppen mener likevel at en flytting av statens konto vil bidra til et mer velfungerende pengemarked i norske kroner og at staten uavhengig av referanserente på sikt bør vurdere forslaget.

Figur 5. Strukturell likviditet med statens konto i Norges Bank og anslag på strukturell likviditet med statens konto utenfor Norges Bank. 2014-2018. Millioner kroner



Kilde: Norges Bank

¹¹ Ifølge dagens LCR-regelverk vil reserver som holdes på konto i sentralbanken - innenfor reservekravet – ikke inngå i beholdningen av høylikvide aktive (HQLA) i LCR. Reservene regnes kun som høylikvide aktiva (HQLA), dersom de er høyere enn reservekravet. Til sammenligning regnes dagens folioinnskudd fullt ut som høylikvide aktiva (uten haircut).

¹² I utkast til ny [sentralbanklov](#) formuleres dette i § 3-1 (3) og drøftes på side på s. 324 og s. 334-335.

4. Spørsmål knyttet til alternativ referanserenter

Vurderinger rundt kandidater til alternativ referanserente

- I hvilken grad vil din virksomhet bli berørt av innføringen av en ny referanserente? Utdyp gjerne hvorfor/hvorfor ikke?
- Hva anser du som de tre viktigste kriteriene for en alternativ referanserente?
- Er det noen ønskede kriterier en alternative referanserente bør inneha, som ikke er nevnt i denne rapporten?
- Bør en alternativ referanserente i norske kroner være nær risikofri, i tråd med de nye alternative referanserentene internasjonalt?
- Hvor viktig er det at referanserenten som brukes i bankenes låne- og gjeldskontrakter reflekterer risikopremier?
- Hvor viktig er det at referanserenten som brukes i derivatkontrakter reflekterer risikopremier?
- Hvis Libor forsvinner, er det da fortsatt ønskelig å opprettholde Nibor som referanserente? Og i så fall hvorfor?
- Støtter du arbeidsgruppens vurdering av at Nowa/reformert Nowa og en utvidet Nowa er de mest aktuelle kandidatene? Hvilke anser du som mest egnet, og hvorfor?
- Bør andre kandidater vurderes? Hvilke renter kan i så fall være aktuelle?

Nærmere vurderinger om de aktuelle kandidatene

Nowa/reformert Nowa:

- Hva er den største svakhet ved dagens Nowa som alternativ referanserente, og hvordan kan dette eventuelt bedres?
- Hva mener din bank om å finne alternative beregningsmåter for NOWA når denne anslås, som for eksempel å ta ut laveste og høyeste observasjon, eller definere NOWA som en innlånsrente i stedet for en utlånsrente?
- I hvilken grad brukes dagens Nowa allerede som referanse i låneavtaler og derivater av deg eller øvrige aktører (slik du kjenner markedet)?

Utvidet Nowa:

- Vil en utvidet Nowa (som også inkluderer lån mellom bank og ikke-bank) kunne være bedre egnet enn dagens Nowa, som alternativ referanserente? Det finnes i dag ikke et OIS-marked (overnight indexed swap) i Norge. Potensialet for å skape et velfungerende derivatmarked basert på den alternative referanserenten er et av kriteriene for valg av referanserente. Hvordan ser du mulighetene for å skape et OIS-marked basert på Nowa eller utvidet Nowa som underliggende?

5. Appendiks

Appendiks 1: IOSCO's kriterier for finansielle referanserenter

Den internasjonale organisasjonen for tilsynsmyndigheter (International Organization of Securities Commission, IOSCO) har utarbeidet et sett med kriterier som finansielle referanser bør oppfylle (jf. avsnitt 3.1)¹³. I 2014 ga G20-landene gjennom Financial Stability Board (FSB) sin tilslutning til at disse kriteriene skulle være internasjonal standard.

Flere av kriteriene er knyttet til *tilsyn med og overvåking av referanserenten*. Disse skal sikre tillit til referanserenten. Det skal være en administrator som har ansvaret for definisjonen av referanserenten og hele prosessen knyttet til datainnsamling, beregning og publisering av renten. Dette skal gjøres på en transparent måte, slik at alle kan overvåke og kontrollere beregningen av referanserenten. Administrator skal også sørge for prosedyrer slik at det ikke oppstår interessekonflikter i beregningen av referanserenten og at det eksisterer et klageorgan vedørende beregningen. Dette vil redusere muligheten for manipulasjon.

Andre kriterier er knyttet til *utformingen av referanserenten*. Disse skal sikre at referanserenten, på en troverdig måte, reflekterer prisen i det aktuelle markedet. Et viktig kriterium er at referanserenten bør være basert på faktiske transaksjoner i et likvid marked, der renten reflekterer adferden til aktørene i markedet. Da er det vanskeligere å manipulere referanserenten, og tilliten til den øker. Kriteriene gir også retningslinjer for hvordan referanserenten i noen situasjoner kan beregnes skjønsmessig, for eksempel på tidspunkt der transaksjonsvolumet ikke er stort nok til å kunne kvotere referanserenten. Kriteriet krever en hierarkisk transparens, der det klart må fremgå når renten er basert på faktiske observasjoner og når den er basert på skjønn.

Videre er det kriterier knyttet til *endringer i referanserenten og beredskapsplan*. Disse skal sikre at finansielle kontrakter er robuste for endringer i referanserenten. Det gjelder særlig hvis referanserenten opphører eller hvis partene som bruker referanserenten av andre grunner må gå over til å bruke en annen referanserente.

Appendiks 2: Forskjeller mellom nær risikofrie referanserenter og referanserenter som inneholder en risikopremie

Dagens ibor-renter er usikrede pengemarkedsrenter, der særlig tremåneders løpetid er viktig. I det internasjonale arbeidet anbefales nå risikofrie, eller nær risikofrie renter, fortrinnsvis overnattenrenter (sikrede og usikrede).

Overnattenrenter omtales som risikofrie eller nær risikofrie selv om de er usikrede, fordi løpetiden er kun ett døgn. Sikrede renter (repo-renter) omtales som risikofrie fordi det stilles sikkerhet bak utlånet (uavhengig av løpetiden).¹⁴ Usikrede pengemarkedsrenter, som dagens ibor-renter, reflekterer derimot både den risikofrie renten og ulike risikopremier. Slik dagens ibor-renter kvoteres, vil disse gjenspeile gjennomsnittlige kreditt- og likviditetspremier til de bankene som inngår i det aktuelle ibor-panelet.

¹³ [Principles for Financial Benchmarks](#)

¹⁴ Hvorvidt reporenter kan antas som risikofrie, avhenger av kvaliteten på sikkerhetene som stilles for lånet.

Valg av referanserenter handler blant annet om hvorvidt risikopremier skal overføres mellom partene i en finansiell kontrakt. Dersom en risikofri rente brukes som referanse, vil betalingene knyttet til den finansielle kontrakten kun reflektere det generelle rentenivået i økonomien.¹⁵ Dersom en usikret pengemarkedsrente brukes som referanse, vil betalingene i tillegg til det generelle rentenivået også gjenspeile premier som bankene står overfor når de skal finansiere seg i markedet.

Fra en banks ståsted kan det i noen tilfeller være en fordel at referanserenten gjenspeiler risikopremier som er knyttet til bankenes finansieringskostnader. Hovedgrunnen er at bankene har en rekke poster på aktividasiden som er knyttet opp mot referanserenten. Når referanserenten er relatert til bankenes finansieringskostnader, vil endringer i finansieringskostnadene slå ut på begge sider av bankenes balanse. Det kan gjøre det lettere for bankene å inngå låne- og gjeldskontrakter, noe som igjen kan ha betydning for bankens finansiering og kredittgivning. Et sentralt spørsmål er hvilke konsekvenser det får for bankene dersom dagens referanserenter erstattes av nær risikofri renter (jfr. spørsmål i kapittel 4).

Selv om usikrede pengemarkedsrenter med en viss løpetid kan være egnet som referanserenter i bankenes låne- og gjeldskontrakter, kan slike referanserenter være mindre egnet på andre områder. Særlig i derivatkontrakter kan risikofrie renter være bedre egnet som referanserenter. I derivatkontrakter er det ikke nødvendigvis et ønske å sikre seg mot endringer i bankenes finansieringskostnader. Da ibor-rentene så dagens lys på 1980-tallet, var derivater langt mindre utbredt enn i dag. Dessuten var pengemarkedspåslagene, differansen mellom ibor-rentene og forventet styringsrente, nokså stabile fram til finanskrisen i 2008. Veksten i bruk av derivater og mer volatile pengemarkedspåslag har gjort usikrede pengemarkedsrenter mindre egnet som referanserenter i derivatkontrakter. Risikofrie renter kan av samme årsak være bedre egnet ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer og marginering av derivater. Videre kan referanserenter som inneholder bankspesifikk risiko være mindre egnet som referanse i lånekontrakter utstedt av foretak, som ikke er banker. I slike tilfeller er ikke partene i kontrakten nødvendigvis eksponert overfor bankspesifikk risiko, kun overfor det generelle rentenivået i økonomien.

Appendiks 3: Referanserenten i Norge Nibor

De mest brukte referanserentene i Norge er Nibor (Norwegian Interbank Offered Rate). Nibor kvoteres med løpetider en uke og en, to, tre og seks måneder. Tre- og seks månedersrenten er særlig utbredt som referanse i finansielle kontrakter. Nibor kvoteres av seks banker: DNB Bank ASA, Danske Bank, Handelsbanken, Nordea Bank AB, SEB AB, Swedbank AB.

Nibor administreres av Norske Finansielle Referanserenter AS (NoRe) som er heleid av Finans Norge. Detaljer knyttet til datagrunnlag, beregningsmetoden, publisering, overvåking, klager på Nibor-kvoteringen, krav til administrator og panelbankene etc. finnes på Nettsidene til NoRe.¹⁶

Nibor skal i følge regelverket reflektere «... de renter banken vil kreve for utlån i norske kroner til en ledende bank. Rentene skal kunne betraktes som de beste anslag på markedsrenter, men ikke som bindende tilbud...» Med ledende bank menes «... bank med høy kredittverdighet for kortsiktig gjeld som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet til konkurransedyktige betingelser...».

¹⁵ Se BIS (2013) [Towards better reference rates: a central bank perspective](#).

¹⁶ Se [Regler for beregning og publisering av norske pengemarkedsrenter – Nibor](#).

I retningslinjene for panelbankenes Nibor-bidrag heter det at kronerenten må fastsettes som summen av en utenlandsk rente og den avkastningen som oppnås gjennom forskjellen mellom spot- og terminkurs («termintillegget»). I praksis legger bankene en dollarrente til grunn for Nibor-kvoteringen.¹⁷ Dollarrentene som de ulike panelbankene legger til grunn skal reflektere bankens innlånsrenter i det internasjonale pengemarkedet. Den kronerenten som fremkommer via en valutaswap tillegges en spread, slik at bankens Nibor-bidrag i størst mulig grad reflekterer de renter banken vil kreve for usikrede utlån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet.¹⁸

¹⁷ Panelbankene kan også benytte en innlånsrente i en annen valuta. Termintillegget gjenspeiler da prisen på å veksle til seg norske kroner i valutaswapmarkedet mellom den aktuelle valutaen og norske kroner.

¹⁸ Se [Retningslinjer for panelbankenes Nibor-bidrag](#).