

Innspill fra markedsaktører til rapport om alternative referanserenter

Sekretariatet for ARR, 30. januar 2019

Høsten 2018 publiserte arbeidsgruppen for alternative referanserenter (ARR) en konsultasjonsrapport. Rapporten ble presentert på et åpent møte i regi av arbeidsgruppen, avholdt i Norges Bank 20. november 2018. Markedsaktører og andre interesserte parter ble oppfordret til å komme med synspunkter på rapporten. Arbeidsgruppen har mottatt merknader fra fem markedsaktører. Norges Bank har som sekretariat skrevet et anonymisert sammendrag av respondentenes synspunkter. Disse omtales nedenfor.

1. I hvilken grad vil din virksomhet bli berørt av innføringen av en ny referanserente?

Respondentene svarer gjennomgående at de vil bli berørt, til dels betydelig. På dette spørsmålet er respondentenes svar nokså like.

2. Hva anser du som de tre viktigste kriteriene for en alternativ referanserente?

Alle respondentene uttaler seg om kriterier for en alternativ referanserente og trekker fram følgende:

2.1 Samme type referanserente i Norge som i utlandet

Her viser alle respondentene til at markedsstandarder og alternative referanserenter som etablerer seg i andre land også må gjøres gjeldende i Norge. Når overnattenrenter etableres som referanserenter internasjonalt, bør en alternativ referanserente i norske kroner også være en overnattenrente. Dette trekkes frem som særlig viktig i derivatkontrakter.

2.2 Basert på faktiske transaksjoner, robust og etterprøvbar

Alle respondentene vektlegger at det bør være transaksjoner bak referanserenten. Det øker tilliten til den og reduserer muligheten for manipulasjon. De er også samstemte i at man må kunne etterprøve kvoteringen av referanserenten og at beregningen må gjøres på en transparent måte.

2.3 Overgang til ny referanserente

Flere respondenter viser til betydningen av gode overgangsløsninger og metodikk for erstatningsrenter (fallbacks) i eksisterende avtaler. Det vises til at Nibor-relaterte kontrakter i dag ikke har erstatningsrenter i avtaleverket, noe som skaper økonomisk og juridisk risiko. Respondentene legger stor vekt på at dette problemet må bli løst på en tilfredsstillende måte. Et par respondenter viser her til internasjonalt arbeid som søker å løse dette, blant annet ved å etablere metoder for beregning av påslag som kan legges på den risikofrie referanserenten i en overgangsfase.

3. Hvor viktig er det at referanserenten som brukes i bankenes låne- og gjeldskontrakter reflekterer risikopremier?

Enkelte peker på at det kan være viktig, mens andre mener det ikke har betydning. Ingen mener at det er så viktig at man av den grunn ikke bør innføre overnattenrenter som alternative referanserenter. Fire ulike respondenter skriver her:

- *Kreditt/likviditetsmomentet i IBOR representerer en sikkerhetsventil for variasjoner i bankenes egen refinansieringskostnad, og er således en naturlig hedge i en forretningsmodell hvor løpetiden for innlån er kortere enn løpetiden for utlån. En kort referanserente hensyntar ikke usikkerheten knyttet til lange utlån. Forventningsvis vil det i en overgangsfase måtte etableres nye marginmodeller med høyere kredittpåslag mot kundene. Over tid forventer vi at rentene vil konvergere og klareres til ny markedslikevekt. Med overgang til en nær risikofri referanserente, vil banker og kredittinstitusjoner i større grad påta seg ansvaret og risiko for beregning av kredittisiko gjennom markedssyklus.*
- *Det er ikke spesielt viktig, men jeg tror utfallet av å bytte referanserente fra Nibor til en OIS-rente blir at kredittpåslaget over referanserenten blir mere volatil. Det kan være vanskelig for markedsaktørene å venne seg til, og de vil muligens kreve en ekstra kompensasjon for dette. I dag tar Nibor opp i seg mye av volatiliteten i USD-Libor, og markedsaktørere forholder seg stort sett til en relativt stabil kredittspread over Nibor. Med en stabil OIS-rente som referanse må kredittspreadene kompensere for volatiliteten i det amerikanske pengemarkedet.*
- *Referanserenten må ikke reflektere risikopremier. Det vil uansett være et påslag mellom renten på utlån/obligasjoner og referanserenten. I dag har vi to risikopremier: 1) Mellom Nibor og risikofri rente: 2) Kredittpåslag over Nibor. Det er ikke nødvendig med begge to. Vi antar at størrelsen på det andre kredittpåslaget kan bli noe større dersom det første forsvinner, ettersom bankenes kostnad ved å funde seg i utlandet ikke blir endret (med vil trolig i stedet komme til uttrykk i basisswap spreader). Dagens Nibor-påslag er lite transparent og er egentlig en funksjon av hvordan det amerikanske pengemarkedet fungerer. Forhold som f.eks. påvirker hvor mye den amerikanske staten kan utstede av statskasseveksler (som blant annet kan ha sammenheng med gjeldstaket i USA) har stor betydning for Nibor, i tillegg til ulike forhold på etterspørselssiden i USA. Foruten at beregningen er lite transparent, så innebærer dette stor volatilitet i Nibor. Dette rammer potensielt likviditeten i det norske pengemarkedet ettersom mange aktører (også utenlandske) velger å holde seg unna.*
- *Ved inngåelse av nye forretninger vil man antagelig observere at fremtidige kredittpåslag mot ny referanserente svinger mer enn tidligere siden referansen kan ha blitt tilnærmet risikofri. Dette vil være forhold som både profesjonelle investorer og den jevne boliglånskunde vil måtte forholde seg til.*

4. Hvor viktig er det at referanserenten som brukes i derivatkontrakter reflekterer risikopremier?

Det er generell enighet om at dette ikke er viktig.

5. Hvis Libor forsvinner, er det da fortsatt ønskelig å opprettholde Nibor som referanserente?

Respondentene uttrykker gjennomgående at det ikke er hensiktsmessig/ønskelig å opprettholde Nibor dersom Libor opphører. En respondent skriver:

- *Som nevnt over blir det dårlig likviditet hvis man beholder to benchmarker. Nibor bør forsvinne etter hvert som obligasjoner og derivater migrerer til den nye benchmarken. Konverteringen av kontrakter med lang gjenværende løpetid med Nibor som basis blir nok problematisk, men det gjelder ikke bare i Norge. Vi bør følge samme praksis som i utlandet for å konvertere gjenstående kontrakter når den tid kommer.*

6. NOWA/Utvidet NOWA/reformert NOWA som referanserente

I rapporten stilles spørsmål om NOWA/utvidet NOWA/reformert NOWA som referanserente. Generelt peker respondentene på svakheter ved dagens NOWA, særlig knyttet til lavt omsetningsvolum ved enkelte kvartalsskifter. Respondentene er samstemte i at NOWA, eller en variant av denne, bør være alternativ referanserente. Det pekes også på at beregningsmetodikk må følge internasjonale standarder.

7. Hvordan ser du på mulighetene for å skape et OIS-marked basert på NOWA eller utvidet NOWA som underliggende?

Noen av respondentene mener NOWA, eller utvidet NOWA kan danne utgangspunkt for et OIS-marked, mens andre ikke svarer på dette. Ingen uttaler seg negativt på dette punktet.

Tre ulike respondenter skriver her:

- *Det burde være veldig gode muligheter for å skape et OIS-marked basert på Nowa eller utvidet Nowa som underliggende.*
- *Det er viktig med velfungerende derivatmarked, ikke mer eller mindre komplekst med Nowa som referanserente sammenliknet med NIBOR. Dersom en f.eks. ønsker å anslå 3 mnd. rente, kan 3 mnd. OIS swap renten kvoteres (i stedet for 3 mnd NIBOR).*
- *Vår oppfatning er at det norske markedet er begrenset og det kan være utfordrende å skape god nok likviditet i eventuelle nye derivater som skal baseres på en ny referanserente. Men samtidig kan man dra fordel av at det er relativt få og homogene aktører i det norske markedet, og med felles interesser og forståelse kan likviditet i et derivatmarked fasiliteres. Det vil være mest naturlig at det dannes et OIS-swap marked med grunnlag i 'Utvidet NOWA'.*