

**KONSULTASJONSRAPPORT:
UTREDNING AV ET OIS (OVERNIGHT INDEX
SWAP) MARKED I NORSKE KRONER**

ARBEIDSGRUPPEN FOR ALTERNATIVE
REFERANSERENTER I NORSKE KRONER

JUNI 2020

Innhold

Innledning	3
1. Bakgrunn og mandat	3
Bruk av rentederivater i Norge.....	3
Undergruppe for utredning av et OIS-marked i norske kroner	4
2. Nåværende markedsstruktur	4
Produkter.....	4
Oppgjør og avregning hos sentral motpart (clearing)	5
Referanserenter	5
3. Fordeler ved å etablere et OIS-marked i norske kroner	5
4. utfordringer ved å etablere et OIS-marked	7
5. Hvordan legge til rette for etableringen av et OIS marked linket til Nowa?	8
Likviditet/gjennomsiktighet.....	8
Systemer/mandater.....	9
Clearing/handelsbekreftelse.....	9
Tidslinje	9

Innledning

I starten av 2018 etablerte Norges Bank, i samråd med finansnæringen, en arbeidsgruppe for alternative referanserenter i norske kroner (heretter omtalt som ARR-gruppen). Hovedmålsettingen med første del av gruppens arbeid har vært å anbefale en alternativ referanserate i norske kroner. I slutten av september 2019 anbefalte ARR-gruppen en reformert versjon av overnattenrenten Nowa (Norwegian Overnight Weighted Average) som alternativ referanserate i norske kroner¹.

Siden det har andre del av arbeidet med alternative referanserenter konsentrert seg om hvordan Nowa kan tas i bruk som alternativ referanserate. To undergrupper har blitt etablert med fokus på:

- (1) Markedsstandarder og fallbackløsninger
- (2) Utredning av et OIS-marked (Overnight Index Swap) i norske kroner

I denne konsultasjonsrapporten redegjøres nærmere for arbeidet som er gjort i undergruppe (2). I rapporten identifiserer arbeidsgruppen en rekke faktorer som argumenterer *for* å utvikle et OIS-marked i Norge. Samtidig identifiseres flere utfordringer som må adresseres for å oppnå dette. Forslag til hvordan dette kan gjøres drøftes i siste del av rapporten.

Arbeidsgruppen søker å innhente synspunkter fra markedsaktører som kan benyttes som informasjonsgrunnlag før publisering av arbeidsgruppens endelige anbefaling, i slutten av 2020. Sluttrapporten vil inneholde et forslag til plan og tidslinje for etableringen av et OIS-marked knyttet til Nowa.

Tilbakemeldinger og kommentarer til rapporten kan sendes til ARR@norges-bank.no innen 1. september 2020.

1. Bakgrunn og mandat

Bruk av rentederivater i Norge

Et velfungerende marked for rentederivater er viktig for aktører som ønsker å sikre seg mot renterisiko. Rentederivater er også mye brukt av aktører som ønsker å spekulere i endringer i markedsrentene. Markedet for rentederivater i Norge bruker i dag Nibor som referanserate. En viktig grunn til dette er at svært mange låne- og obligasjonsavtaler i Norge er avtaler med flytende rente som avhenger av Nibor. Aktørenes renterisiko vil med andre ord være knyttet til Nibor og dette skaper igjen en etterspørsel etter rentederivater med Nibor som referanse.

Nowa vil trolig i økende grad tas i bruk som referanse i finansielle produkter i Norge. Dette vil igjen føre til større etterspørsel etter rentederivater knyttet til Nowa. Et OIS-marked (overnight indexed swap) knyttet til Nowa vil være nyttig for aktører som inngår kontrakter med Nowa som referanse og for aktører som ønsker å spekulere i det generelle nivået på markedsrentene, uten å være eksponert mot bankers kreditt- og likviditetsrisiko.

¹https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/markeder/arr/arr_rapport_anbefaling_-_alternativ_referanserate.pdf

Undergruppe for utredning av et OIS-marked i norske kroner

Også andre land har valgt overnattenrenter som alternative referanserenter til sine respektive ibor-renter. Derivater knyttet til overnattenrenter vil trolig innta en økende rolle i internasjonale derivatmarkeder i årene framover. Norge er i dag et av få land uten noe form for OIS-marked.

På bakgrunn av dette har undergruppen for utredning av et OIS-marked i norske kroner fått følgende mandat:

- Utarbeide en offentlig rapport med forslag til hvordan man kan legge til rette for etableringen av et OIS-marked knyttet til Nowa.
- Rapporten bør inneholde konkrete forslag til hvordan et OIS-marked knyttet til Nowa kan opprettes og en plan for å gjennomføre forslagene.
- Rapporten bør inneholde forslag til tiltak for å skape interesse etter derivater knyttet til Nowa.

2. Nåværende markedsstruktur

Markedet for rentederivater i norske kroner (NOK) brukes i utstrakt grad av aktørene i det norske finansielle systemet. Disse inkluderer blant annet banker, kapitalforvaltere og forsikringsselskaper, hedgefond (spesialfond), ikke-finansielle foretak, og offentlige og semi-offentlige institusjoner. Denne rapporten vil ikke dekke valutabytteavtaler, som er blant de mest brukte rentederivatene i det norske markedet, ettersom denne typen derivater ikke er avhengige av referanserenter og derfor ikke er relevante for denne rapporten.

Produkter

Derivater kan utformes på uendelig mange måter for å møte spesielle behov. Denne delen vil imidlertid fokusere på instrumentene og markedskonvensjonene for derivater som er mest brukt i interbankmarkedet.

- **Forward Rate Agreements (FRAs):** FRA-kontrakter brukes til å sikre seg mot eller spekulere på nivået på Nibor-fiksing på en gitt dato i framtiden. FRA-kontrakter i Norge følger International Money Market-datoene (IMM), med utstrakte kvoteringer av FRA-renter for de neste 12 IMM-datoene. FRA-er i Norge bruker normalt tremåneders Nibor som referanserente, men det handles også FRA-er mot seksmåneders Nibor. «Brudne FRA-er», FRA-er som handles med oppgjør på andre datoer enn IMM-datoene, er mindre likvide, men kan også handles.
- **Rentebytteavtaler (renteswapper/IRS):** Renteswapper brukes til å konvertere en serie flytende rentebetalinger til en serie fastrentebetalinger, eller motsatt. Markedskonvensjonen for renteswapper i Norge er å bruke tremåneders Nibor som referanserente for løpetider under to år, og seksmåneders Nibor som referanserente for løpetider på to år eller mer. Fastrenten i renteswappene kvoteres normalt som en 30/360-rente, og den flytende Nibor-renten kvotert som en halvårlig (for seksmåneders Nibor) eller kvartalsvis (for tremåneders Nibor) faktisk/360-rente. Markedet for renteswapper er mest likvid ut til ti år, men det er også jevnlig handler opp til 15-års løpetid. Utover 15 år er likviditeten i markedet for renteswapper begrenset grunnet clearing-begrensninger (se seksjon for clearing under).
- **Flyt/flyt rentebytteavtaler (tenor basisswap):** I en renteswap hvor begge benene er knyttet til en flytende rente, kan markedsaktører flytte eksponering de har mot Nibor fra en løpetid til

en annen (f.eks. fra seks til tre måneders Nibor). I Norge handler denne typen swapper etter «to swap»-modellen, dvs. en «6s3s basisswap» blir kvotert som differansen mellom fastrenten i en renteswap mot seksmåneders Nibor og fastrenten i en swap mot tremåneders Nibor, og handles ved å bokføre to swapper mot hverandre (en mot tre måneders Nibor og den andre mot seksmåneders Nibor). Denne typen renteswapper kvoterer bredt og handles i interbankmarkedet ut til 15 års løpetid.

- **Cross-Currency basisswapper:** Cross-currency basisswapper er en kombinert valuta- og rentebytteavtale som brukes til å konvertere en serie flytende rentebetalinger i en valuta til en serie flytende rentebetalinger i en annen valuta, eller motsatt, og inkluderer et bytte av hovedstol. Cross-currency swapper i Norge handles normalt mot amerikanske dollar (tremåneders Nibor mot tremåneders USD Libor). Handler mot euro (tre måneders Nibor mot tre måneders Euribor) er heller ikke uvanlige. Kvoteringer i interbankmarkedet antar kvartalsvis valutajustering med konstant kronebeløp og USD Credit Support Annex (CSA). Etter handel, blir prisene justert dersom partene har en ikke-USD CSA-avtale.

Oppgjør og avregning hos sentral motpart (clearing)

Flere sentrale motparter tilbyr oppgjør og avregning (clearing) i rentederivater i norske kroner og i flere land er clearing pålagt for enkelte markedsaktører og produkter. Størsteparten av rentederivater i norske kroner cleares på LCH, som tilbyr clearing for:

- FRA-kontrakter ut til tre år og tre måneder
- Renteswapper ut til 16 år

Merk at cross-currency basisswapper ikke cleares. Utestående volum i rentederivater i norske kroner som clearer på LCH er nå rundt 25 000 milliarder kroner, om lag likt fordelt mellom renteswapper og FRA-kontrakter.²

Referanserenter

Markedet for rentederivater i norske kroner bruker utelukkende Nibor-renter som referanserenter. I dag publiseres Nibor med løpetidene en uke, en måned, to måneder, tre måneder og seks måneders løpetid, men det er normalt kun tremåneders- og seksmåneders- Nibor som brukes som referanse i derivater. De kortere løpetidene brukes kun til å beregne «del»-renter (når kontrakter har en kort første eller siste renteperiode).

3. Fordeler ved å etablere et OIS-marked i norske kroner

Gjennom diskusjoner internt i arbeidsgruppen og samtaler med aktører som er aktive i det norske rentemarkedet, har arbeidsgruppen identifisert flere grunner til å tro at Nowa i økende grad vil tas i bruk som referanse i finansielle produkter i Norge. Større bruk av Nowa i finansielle kontrakter vil trolig også føre til større etterspørsel etter rentederivater knyttet til Nowa. Et OIS-marked knyttet til Nowa vil være nyttig for aktører som inngår kontrakter med Nowa som referanse, og for aktører som vil spekulere på det generelle rentenivået uten å være eksponert mot bankers kreditt- og likviditetsrisiko.

Arbeidsgruppen trekker fram følgende fordeler ved å etablere et OIS-marked i kroner:

² <https://www.lch.com/services/swapclear/volumes>

- **Regulering:** Framtiden til Nibor og andre «ibor»-renter er høyst usikker, sett fra et regulatorisk perspektiv. Dette gjør flere markedsaktører motvillige til å inngå finansielle kontrakter med Nibor som referanserente, noe som svekker effektiviteten i markedet. En alternativ referanserente med en sikrere framtid vil derfor være gunstig.
- **Robusthet:** Bankenes Nibor-kvoteringer baseres på en «waterfall»-metodologi³. Siden det er få transaksjoner i det usikrede interbankmarkedet i Norge tilsier det at de fleste kvoteringene baseres på ekspertvurderinger. Nibor-fiksingene er volatile, vanskelige å forutsi, og sterkt påvirket av forhold i de globale pengemarkedene snarere enn det norske markedet. Nowa-fiksinger er basert på faktiske transaksjoner og ligger normalt svært nær Norges Banks styringsrente.⁴
- **Gjennomsiktighet:** Det er vanskelig å skille pengemarkedspåslaget i Nibor fra forventet styringsrente. Dette medfører at det er vanskelig for markedsaktører å lese av markedets forventninger til Norges Banks styringsrente, noe som kompliserer beslutninger om rentesikring og spekulasjon knyttet til renteutviklingen.
- **Relevans:** For mange markedsaktører vil Nowa være en mer riktig og relevant referanserente for bruk i finansielle kontrakter og produkter. Eksempelvis, vil rentebetalingene for en bedrift som utsteder et flytende rentepapir (FRN) knyttet til Nibor være eksponert mot kreditt og likviditetsforhold i det norske og internasjonale pengemarkedet. Dette er forhold som gjerne knytter seg til banksektoren og ikke nødvendigvis er relevant for bedriften som utsteder en FRN. Ved å linke finansielle kontrakter og produkter til Nowa fjernes denne kreditt- og likviditetspremien.
- **OIS-diskontering:** Når handler gjøres opp hos sentrale motparter vil marginbetalinger utveksles daglig på bakgrunn av overnattenrenter og kostnaden ved å finansiere en posisjon er dermed bedre representert ved Nowa enn Nibor. Gjeldende markedspraksis er derfor å diskontere kontantstrømmer fra slike handler med en OIS-kurve fremfor en IRS-kurve. Mangelen på et OIS-marked i Norge skaper vanskeligheter med dette. Markedsaktører kan ikke sikre seg mot denne diskonteringsrisikoen og hver enkelt markedsaktør må lage sine egne diskonteringskurver uten noen eksterne referansepunkter. Dette skaper unødvendig risiko og usikkerhet, og øker friksjoner i markedet.
- **Risikostyring:** Markedsaktører kan ikke sikre seg mot renterisiko på korte løpetider med nåværende tilgjengelige produkter. Det er kun likviditet i markedet for FRA-kontrakter mot tremåneders Nibor og normalt kun på IMM-datoene. Dette gjør det vanskelig å styre kortsiktig renterisiko eller spekulere på kortsiktige renteendringer.
- **Tilpasning til internasjonale markeder:** Når flere andre markeder går bort fra å bruke «ibor»-renter og går over til å bruke alternative nær risikofri renter som referanse, kan det bli upraktisk å bruke Nibor som referanserente i rentederivater i norske kroner. På et overordnet nivå er det viktig at det norske markedet følger utviklingen internasjonalt for å beholde deltakelse i markedet og likviditet. Det kan også være praktiske utfordringer, eksempelvis i

³ <https://www.referanserenter.no/wp-content/uploads/2019/12/1-1-Nibor-Calculation-Methodology-V1.0-p.pdf>

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

cross-currency basisswapper, dersom det ene benet i swappen er en OIS-rente og det andre benet er en «ibor»-rente.

- **Terminrenter basert på Nowa:** Flere land ser på muligheten for å lage terminrenter/indekser for å benytte i finansielle kontrakter der overnattenrenter benyttes som underliggende referanserente. Ved å ha en tilgjengelig terminrente (eksempelvis tremåneders OIS fiksing) kan markedsaktører benytte kontrakter/produkter som i større grad tilsvarer dagens ibor-marked. Dvs. der fiksing er kjent ved inngangen til renteperioden snarere enn slutten. Etableringen av slike terminrenter avhenger av at man kan basere seg på et likvid derivatmarked. Hvorvidt slike terminrenter kan benyttes i Norge er fortsatt usikkert. Et OIS-marked åpnet for muligheten, selv om det er lite trolig at vi vil se slike renter i første omgang.

Spørsmål 1: Støtter din institusjon disse synene og ser du andre fordeler ved et OIS-marked som ikke er identifisert i listen overfor?

4. utfordringer ved å etablere et OIS-marked

- **Likviditet/transparens:** Det kan være vanskelig å etablere et tilstrekkelige likvid OIS-marked knyttet til Nowa. Spesielt om OIS-markedet skal eksistere i tillegg til det Nibor-baserte markedet, så er det en fare for at man splitter likviditeten mellom de to markedene. Gitt potensielle problemer med likviditeten i markedet for derivater knyttet til Nowa, er det grunn til å stille spørsmålsteget ved hvor transparent markedet vil være relatert til troverdige midtpriser, transaksjonskostnader etc.
- **Mandater:** Noen markedsaktører vil måtte oppdatere investerings- og risikomandater for å kunne handle Nowa-linkede derivater. De fleste aktørene arbeidsgruppen har snakket med trodde imidlertid ikke at dette ville være et stort hinder.
- **Tekniske utfordringer:** Flere markedsaktører pekte på at oppdateringer av tekniske systemer for å håndtere bruk av Nowa-linkede produkter er en større utfordring. Flertallet av aktørene arbeidsgruppen har snakket med ville trenge systemoppdateringer for å kunne handle Nowa-linkede produkter, og anslo at dette ville ta mellom seks og 18 måneder å få på plass.
- **Volatilitet i fiksinger og kredittpåslag:** Enkelte markedsaktører kommenterte at påslaget i kredittprodukter vil øke om Nowa tas i bruk som referanserente i stedet for Nibor. Nibor inneholder en kredittkomponent, slik at endringer i kredittforhold fanges opp i Nibor-fiksingene. Dette gjør at kredittpåslaget kan være mer stabile. Hvis Nowa brukes som referanse, må alle endringer i kredittforhold reflekteres i kredittpåslag over Nowa. Det vil gjøre at kredittpåslagene blir mer volatile. Motargumentet mot dette er at referanserenten i seg selv vil være langt mindre volatil når man bruke Nowa som referanse enn Nibor.
- **Oppgjør hos sentrale motparter (clearing):** Mange markedsaktører kan ikke handle Nowa-linkede derivater om de ikke cleares. De aller fleste rentederivater i norske kroner cleares på LCH. LCH har vist interesse i å jobbe med arbeidsgruppen for å starte clearing på sin plattform for et framtidig OIS-marked. Arbeidsgruppen er naturligvis også åpen til å samarbeide med andre sentrale motparter dersom flere viser interesse.

- **Andre utfordringer:** Bruk av Nowa som referanserente kan føre til problemer for bankers risikostyring. Når aktiva er knyttet til Nibor, har banker en buffer på aktivasiden når Nibor stiger og kostnadene deres går opp. Dette vil ikke være tilfelle om aktiva er knyttet til Nowa, noe som har implikasjoner for finansiell stabilitet og bankenes marginer. Ikke-finansielle institusjoner kan også få problemer med å håndtere usikkerheten ved kontantstrømmer fra Nowa-linkede produkter, gitt at rentebetalingen i slike produkter kun vil bli kjent ved slutten av renteberegningsperioden med bakoverskuende beregning av renter. Begge disse innvendingene er viktige momenter å ta med i diskusjonen om overgangen til en overnattenrente som referanse, men utenfor denne arbeidsgruppas mandat.

Spørsmål 2: Ser din institusjon de samme utfordringene som nevnt ovenfor? Hva anser du som den største utfordringer ved etablering av et OIS-marked linket til Nowa?

5. Hvordan legge til rette for etableringen av et OIS marked linket til Nowa?

Likviditet/gjennomsiktighet

For å sikre tilstrekkelig likviditet i Nowa-derivater foreslår arbeidsgruppen at banker som er aktive i det norske rentederivatmarkedet enes om å støtte markedet ved å stille priser både overfor kunder og direkte til hverandre (opp til et bestemt avtalt beløp og med en bestemt forskjell mellom kjøps- og salgsrente). Slik gjensidig prisstilling er allerede på plass blant de lokale skandinaviske bankene for Nibor-derivater.

De aktuelle bankene har gitt indikasjoner på å stille priser overfor hverandre med ca. fem basispunkter forskjell mellom kjøps- og salgsrente (spread) for 50 000 NOK Dv01 for følgende:

- IMM datert OIS for de første 8 IMM datoene
- Spot start OIS med løpetid 3m, 6m, 9m, 1 år, 18m og 2 år
- Nibor/Nowa basisswap for 2 år+

Arbeidsgruppens forslag tilsier en ikke-bindende avtale mellom bankene, som kan være gjenstand for endringer i markedsforhold.

Arbeidsgruppen foreslår at man jobber sammen med interbankmeglere som er aktive i rentederivatmarkedet i norske kroner for å sikre flere priskilder slik at skjermpriser på Nowa-derivater kan bli tilgjengeliggjort hos leverandører av finansmarkedsdata (eksempelvis Bloomberg og Refinitiv). På denne måten vil veiledende midtpriser bli gjort tilgjengelig for flere markedsaktører. Dette er viktig for å sikre et transparent marked og for at de sentrale motpartene får flere uavhengige priskilder til bruk ved clearing.

Arbeidsgruppen foreslår også å samarbeide med potensielle utstedere av obligasjoner med Nowa som referanserente. Utstedelser av Nowa-obligasjoner vil igjen generere aktivitet og etablere etterspørsel i markedet for OIS-derivater.

Spørsmål 3: Er det andre tiltak som bør igangsettes for å bedre likviditeten og transparensen i et OIS-marked med Nowa som referanserente?

Systemer/mandater

For å sikre at markedsdeltakere og handelsplattformer har nok tid til å få på plass systemer og mandater vil arbeidsgruppen sikre at lanseringsdatoen for et OIS-marked basert på Nowa annonseres i god tid på forhånd. Alle produktkonvensjoner må etableres før dette, noe som vil gjøres i samarbeid med undergruppen for markedskonvensjoner og fallbackløsninger og publiseres senere i 2020.

Spørsmål 4: Hvor lang tid trenger din institusjon på å få på plass nødvendige systemer og mandater?

Clearing/handelsbekreftelse

Arbeidsgruppen foreslår å jobbe med en eller flere sentrale motparter for å sikre at muligheten for clearing er på plass før lansering. Dette vil trolig kreve mer data og innspill med hensyn til problemer som historiske markedsdata for margin- og stresstestingmodeller, og beslutninger om potensielle kompensasjonsutbetalinger hvis diskonteringskurven endres. LCH har uttrykt at de er interessert i å etablere løsning for clearing og vil opprettholde dialogen med arbeidsgruppen i arbeidet fremover.

Arbeidsgruppen vil også arbeide med plattformer for handelsbekreftelse for å sikre at dette er på plass før lansering. Dette er nødvendig for clearing og en tilfredsstillende prosessering av handler for markedsaktører.

Spørsmål 5: Er din institusjon avhengig av clearing for å kunne handle Nowa/OIS?

Tidslinje

Basert på foreløpige innspill fra markedsdeltakere og sentrale motparter foreslår arbeidsgruppen å sette 3. kvartal 2021 som en veiledende lanseringsdato. En mer detaljert tidslinje med spesifikke trinn og mål vil bli publisert senere i 2020, basert på tilbakemeldingene som ble mottatt i forbindelse med denne konsultasjonsrapporten.

Spørsmål 6: Forventer du at din institusjon har de nødvendige systemene, mandatene samt interesse for å handle NOK OIS innen den veiledende lanseringsdatoen?

Spørsmål 7: Har du andre kommentarer du ønsker å dele med arbeidsgruppen?