

2019-06-04

1 (7)

Sammanställning av svar från konsultation 1, Definitionen

Inledning

Arbetsgruppen för alternativa referensräntor (Agar) publicerade i början av april en konsultation om hur det kunde vara möjligt att definiera en nästan riskfri ränta (RFR) för svenska kronor. I ambitionen att lyckas med att få fram en ny referensränta som kan accepteras av marknaden kommer Arbetsgruppen att konsultera marknaden om vad som kan vara en framgångsrik strategi.

Detta dokument sammanfattar vilka synpunkter som har inkommit. Det är dels de synpunkter som inkommit via skrivna svar men här har även inkluderats de svar som kommit fram i dialogen med referensgrupper som Arbetsgruppen haft i samband med konsultationen. Eftersom konsultationen även innehöll bakgrundbeskrivning till Arbetsgruppen och varför detta arbete pågår kom det även in en rad andra goda synpunkter på det fortsatta arbetet. Dessa synpunkter kommer Arbetsgruppen ta hänsyn till i det fortsatta arbetet. Totalt kom det in 11 skrivna svar och dialog har skett med 16 referensgrupper. I detta dokument kommer ingen enskild respondent nämnas vid namn utan alla är anonyma. Vissa svar är inte helt och hållet självklart kopplade till en specifik fråga men den har betydelse för själva definitionen. De specifika synpunkter som har kommit in har tagits upp i punktform. Arbetsgruppens respons på synpunkterna har markerats med orange färg.

Urvalskriterier

Fråga 1: Är ovan angivna urvalskriterier lämpliga för att ta fram en transaktionsbaserad kort referensränta (RFR)? Vad är inte relevant? Vilka ytterligare kriterier kan vara lämpliga att ta med?

De flesta svar har ansett att dessa urvalskriterier har varit lämpliga. Några andra synpunkter har dock tagits upp:

- Ett kriterium skulle kunna vara hur en ränta (eller de grundläggande transaktionerna) skulle klara en situation med stress.

Arbetsgruppen har diskuterat möjligheten att analysera perioder under större stress. Önskvärt hade varit att kunnat analysera situationen under hösten 2008. Arbetsgruppen konstaterade dock att det inte hade varit möjligt att få fram sådan data. Det är inte heller säkert att de transaktioner som gjordes för så länge sedan verkligen skulle

vara jämförbara på ett relevant sätt med de transaktioner som skett under den undersökta perioden.

Det har även framförts att analysperioden (2015-12-01-2018-12-31) är exceptionell och urvalskriterierna kan därför vara missvisande. På ett hypotetiskt plan är det inte konstigt att dra slutsatsen att antalet transaktioner skulle minska under ett stressat läge. Det skulle antagligen vara rätt snarligt för alla typer av definitioner och alltså inte en faktor som skulle kunna särskilja definitionerna. Mycket troligt skulle ej säkerställda transaktioner minska mer än säkerställda transaktioner. En annan aspekt som även tas upp av en respondent är att i en situation där en eller fler banker är i stress kommer det påverka räntenivån, det vill säga det är en kreditaspekt i räntan. Effekten på räntenivån borde vara mindre om säkerställda transaktioner i skulle ligga till grund för räntan.

Generellt menar arbetsgruppen att ett litet land som Sverige kommer att ha problem med att skapa en transaktionsbaserad ränta som kan fortsätta att vara likvid även under perioder med finansiell stress. Detta måste omhändertas på lämpligt sätt i själva fixingmetoden så att det går att hitta lösningar om mängden transaktioner är för liten och vad som då ska ske. Likaså vad som ska ske om det inte finns några transaktioner alls.

- Urvalsperioden är inte representativ och därför är det inte säkert att de urvalskriterier som används ger lämpligast ränta.

Arbetsgruppen är medveten om att den valda tidsperioden för att analysera lämpliga definitioner är exceptionell. Framst genom den förda penningpolitiken som i ett historiskt perspektiv måste ses som exceptionell. Samtidigt har det varit en period då de rapporterade bankerna inte har haft några problem, lönsamheten har varit godtagbar och alla rapporterade banker har haft höga och stabila kreditbetyg. Arbetsgruppen övervägde att försöka fånga in längre tidsperioder men avstod från det eftersom det skulle ha varit mycket tidskrävande och det skulle bli svårare att förstå om tolkning av definitionerna verkligen har varit konstanta över hela tidsperioden.

- Ett kriterium borde vara att definitionen skulle stämma överens med benchmarkförordningen så att räntan ska vara möjlig att använda i finansiella kontrakt.

Arbetsgruppen anser att om administratören av räntan lyder under benchmarkförordningen måste räntan leva upp till dessa regler. Det är dock snarare regler som följer av fixingmetoden och kommer tas upp i ett senare läge. Det kan dock vara värt att påminnas om att syftet med att ta fram denna ränta är att få fram en ny, alternativ referensränta som självfallet ska kunna användas.

- Ett kriterium skulle kunna vara att den nya räntan ska kunna fungera som en lämplig fallbacklösning för befintliga Stibor-kontrakt.

Det kunde ha beskrivits närmre men tanken var att kravet på att den föreslagna räntan i görligaste mån ska stämma överens med andra definitioner. Det finns idag inga självklara metoder för hur fallbacks från befintliga Ibors ska fungera för något finansiella instrument. Det finns flera utkast¹ men i dagsläget är det inte möjligt att sätta upp ett kriterium för hur detta ska fungera för Stibor. Det Arbetsgruppen anser ha varit viktigt att poängtera är att Sverige ska ha samma möjligheter att skapa fallbacklösningar som andra länder kommer att kunna göra. Om en internationella standards tas fram för hur dessa fallbacklösningar ska fungera från Ibor till RFR så ska det fungera lika bra i Sverige som det gör i USA eller Storbritannien. Hur det ska fungera är dock inte klart i något land. Dessutom verkar det som att lösningarna ser ut att kunna variera mellan produktgrupper.

- En respondent önskar att det vore lämpligt om de rapporterade bankerna vore fler.

Detta är en önskvärd lösning. I själva analysfasen fanns det inte möjlighet att samla in information från fler. Förhoppningen är att antalet rapporterade banker ska vara så stort som möjligt för att den marknad som ska täckas blir så komplett täckt som möjligt.

- De transaktioner som ska ingå i underlaget ska vara genomförda transaktioner och inget annat.

Arbetsgruppen håller med.

- De räntor som ska väljas ska vara baserad på behov i marknaden. Det finns inte skäl att utveckla räntor som inte är efterfrågade. Men ifall det finns olika behov i marknaden så ska olika referensräntor utvecklas.

Arbetsgruppen håller med om att det inte finns något skäl att utveckla referensräntor som inte efterfrågas. Eftersom Arbetsgruppen består av de största aktörerna i de marknader där referensräntor används så kan Arbetsgruppen uttrycka vilka behov som är störst i marknaden. Det kan dock finnas mindre behov i marknaden som inte är företrädade i Arbetsgruppen. Dessa behov försöker Arbetsgruppen identifiera

¹ Främst är det ISDA som har arbetat med olika former av lösningar avseende fallbacks. Se bland annat: <https://www.isda.org/2018/12/20/isda-publishes-final-results-of-benchmark-fallback-consultation/> Nyligen har även ARRC slutliga rekommendationer om fallbacks på cash-produkter: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/ARRC-Apr-25-2019-announcement.pdf>

genom dialogen med andra i marknaderna.

Arbetsgruppen tror inte det är möjligt att i Sverige utveckla flera olika typer av referensräntor och kunna vidmakthålla likviditet i dessa. Därför kommer det bara att finnas en RFR.

Ej lämpliga kandidater

Fråga 2: Stödjer ni arbetsgruppens slutsats att räntor baserade på tremånaderstransaktioner och T/N-transaktioner inte uppfyller kriterierna för en lämplig referensränta? Finns det andra skäl till varför någon av dessa transaktionsbaserade räntor skulle föreslås?

De flesta, nästan alla, har svarat att de inser att tremånaders och T/N inte är lämpliga som kandidater. Emellertid har vissa avvikande synpunkter framkommit:

- En hög volatilitet i T/N kan inte vara nog skäl för att utesluta den löptiden som en kandidat.

Arbetsgruppen håller med. Gruppen ser det dock som negativt när volatiliteten i en referensränta blir allt för stor. Det är främst ett problem för användare av referensräntan i cash-produkter såsom lån och inlåning och inte ett problem för derivat. Problemen med T/N har snarare varit att det visade sig vara en mindre marknad än O/N och att det främst handlar om en repomarknad och att den marknaden inte ansetts som lämplig som grund för referensräntan för SEK (se nedan). Viktigt har även varit att T/N inte har använts i några andra kända RFR och Sverige vill inte avvika från andra standards.

- Ett par aktörer har argumenterat för att transaktioner i valutaswapmarknaden skulle användas. Någon entydig förklaring hur detta skulle gå till har inte getts utan fokus har varit på att det sker stora transaktioner i denna marknad och därför skulle det kunna vara en god grund. Det har även förklarats att stora delar av bankernas finansiering sker genom utländsk valuta.

Arbetsgruppen menar att det inte kommer att vara möjligt att skapa en lämplig referensränta med hjälp av valutaswapmarknaden. Hur valutaswapmarknaden ska tas med i framtagandet av en ny referensränta är inte helt självklart. Det väsentliga är att det måste finnas en relevant ränta för valutan från vilket räntan ska swappas till SEK. Denna ränta kan vara en banks finansieringsränta men det kan också vara någon annan ränta, exempelvis det landets RFR. Arbetsgruppen har inte sett något sammanhängande förslag om hur detta skulle konstrueras. Huvudskälen till Arbetsgruppens ställningstagande i detta är följande:

- ✓ Om respektive bank ska rapportera vilken upplåning som görs i en utländsk valuta och vad den kostar så görs inte upplåningen nödvändigtvis i O/N-pengar. Valutaswapparna med kort löptid görs av andra skäl än finansiering. Det saknas



tillräckligt med matchade transaktioner i den korta marknaden (O/N eller T/N). Ett alternativt sätt skulle vara att använda ett annat lands RFR och swappa denna ränta till SEK. Detta förslag fanns med i den norska konsultationen² för nya referensräntor. Det sågs inte som lämpligt i Norge. För Sverige skulle det bli mer komplicerat eftersom Sverige har en mer diversifierad utrikeshandel. En sådan lösning skulle också innebära att RFR för SEK skulle följa principer som gäller i ett eller fler andra länder och alltså inte kontrolleras i Sverige.

- ✓ Arbetsgruppen är övertygad om att hur än en inswappad ränta konstrueras så skulle den bli mycket volatil. Det är inte heller en volatilitet som är SEK-relaterad utan en volatilitet som styrs från det land som räntan hämtas från. Det blir inte en svensk ränta. Mycket av räntan skulle styras av den utländska valutan. Det skulle kunna finnas problem med att räntan på huvuddelen av alla finansiella kontrakt i SEK inte skulle styras av svenska ekonomiska förhållanden.
- ✓ Arbetsgruppen menar att metoden för att ta fram referensräntan inte blir transparent. Det kommer inte bli lätt att begripa hur räntan tas fram för aktörer en bit från den aktuella marknaden.

- Någon kandidat har sagt att referensräntan måste vara baserad på säkerställda transaktioner och inte på ej säkerställda transaktioner. Det har även av andra respondenter lyfts att det blir olika typer av referensräntor ifall den baseras på säkerställda transaktioner respektive ej säkerställda transaktioner. Det har funnits önskemål om att arbetsgruppen ska belysa frågan mer om varför inte repomarknaden är lämplig som grund för transaktionerna.

De RFR som har etablerats i andra länder har sin bas i såväl ej säkerställda transaktioner (Storbritannien, Euroland) som säkerställda transaktioner (USA, Schweiz). En ränta baserad på ej säkerställda transaktioner har en viss form av kreditriskinslag. Det innebär att räntan kommer att stiga när aktörer i marknaden kräver bättre betalt för att låna ut till banker. I de fall då referensräntan även är baserad på utlåningstransaktioner hos bankerna (vilket inte är fallet i Storbritannien eller Euroland) så kan denna ränta innehålla kreditinslag från låntagarna. Generellt kommer det att finnas en kredityklisk aspekt i denna ränta. Det kan även förväntas att om finanssektorn får allvarliga problem kan mängden transaktioner bli betydligt mindre. Denna typ av referensränta kan uppskattas av långgivare eftersom de slipper ta med sin egen variation i kreditrisk i spreaden som låntagaren måste betala.

Om referensräntan baseras på säkerställda transaktioner anses det inte finnas något kreditriskinslag i räntan. All kreditrisk ska upphävas av säkerheterna som långgivaren i marknaden erhåller. Detta brukar sägas gynna derivatmarknaden som inte har något

² https://static.norges-bank.no/contentassets/81885ab218dd4eeb9129f5cdb6c293fc/18_00938-4-konsultasjonsrapport-alternative-referanserenter2.pdf?v=10/22/2018091948&ft=.pdf



intresse av att inkludera kreditrisk i derivaten. På repomarknaden påverkas dock räntenivån av tillgången på säkerheter och kvaliteten i dessa tillgångar. I Sverige sker de största transaktionerna med säkerheter i form av statsobligationer och säkerställda obligationer. Eftersom Riksbanken köpt upp stora delar av statsobligationerna är det *nu* en viss brist på säkerheter för att kunna göra dessa repotransaktioner. Det kan skapa tillfälliga stora rörelser i räntan för att få fram säkerheter. Detta har även setts på den amerikanska RFR som visar tecken på tillfälliga stora rörelser i räntan, trots att den är baserad på en mycket stor repomarknad. Den svenska repomarknaden är mindre och på grund av Riksbankens innehav av statsobligationer är den nu exceptionellt begränsad.

Arbetsgruppen sammanfattar detta med att det är mindre volymer i den säkerställda marknaden än i den ej säkerställda marknaden. Räntenivån styrs av underliggande tillgångar i den säkerställda marknaden och inte av priset på pengar. Arbetsgruppen har en uppfattning att derivatmarknaden kan hantera den lilla kreditrisk som kommer att uppstå i den nya räntan eftersom det har gått hittills med Ibors som har ett betydligt större kreditinslag än vad den framtida räntan kommer att ha. Det skulle bli svårare för lånemarknaden att hantera de plötsliga rörelserna i räntan som sker på repomarknaden.

Det har även varit en diskussion om att repomarknaden är stor när det gäller vecko-repor och att de transaktionerna skulle kunna användas som bas för en ny referensränta. Arbetsgruppen anser att en ränta baserad på den typen av transaktioner inte hör till uppdraget att ta fram en ny RFR.

Lämpliga kandidater

Fråga 3: Stödjer ni arbetsgruppens slutsats om att alternativ A (O/N transaktioner utan säkerhet, med banker, övriga finansiella institut och riksgälden) och alternativ B (O/N transaktioner utan säkerhet, med banker, övriga finansiella institut och riksgälden, men endast baserad på transaktioner vilka skapar inlåning hos den rapportrande banken), uppfyller de kriterier som krävs för en alternativ referensränta?

Så gott som alla håller med om att de föreslagna alternativen är lämpliga definitioner av en RFR för SEK. De flesta har svårt att se att det ena alternativet är bättre än det andra.

Det som diskuteras av flera av respondenterna är att alternativ A har störst underliggande volym transaktioner medan alternativ B kan förväntas vara mindre volatil, vilket inte har varit fallet under den undersökta perioden. Alternativ A antas kunna bli mer volatil när det blir mer vanligt att det inte finns mycket överlikviditet i banksystemet. Många lyfter även fram att alternativ B är det som är mest i linje med vad andra (Storbritannien, Euroland) har använt.

Ett svar har kommit in som säger att de föreslagna räntorna inte är lämpliga. Detta mest baserat på att referensräntan ska vara baserad på säkerställda transaktioner.

Arbetsgruppen kommer inom kort att publicera ett beslut vilken definition som det fortsatta arbetet kommer att utgå från. Beslutet kommer innehålla skälen till beslutet.

Ytterligare aspekter

Fråga 4: Anser ni att det finns ytterligare aspekter som inte har tagits upp, men som kan stärka alternativt motarbeta dessa val?

I många av de skrivna svaren och i dialogen med grupper i marknaden har det framkommit många goda förslag om annat än vad som här har efterfrågats. Främst har det gällt råd om hur själva fixingmetoden ska utformas. Det har även funnits ett stort intresse för hur själva övergången från en referensränta till en annan ska gå till. Arbetsgruppen kommer att arbeta in dessa råd och frågor i det fortsatta arbetet och återkomma om detta när det blir aktuellt.