



Sammanfattning

**Klas Granlund och
Nicklas Rehnby***

Författarna arbetar på
avdelningen
Marknadsanalys på FI.

FI-analyserna har
presenterats på ett internt
seminarium på FI. De är
godkända för publicering
av ett redaktionsråd.

*Författarna tackar Jan
Axelsson, Johannes Forss
Sandahl, Lars Hörngren,
Stefan Palmqvist, Julia
Rådahl och Magnus
Schmauch för värdefulla
synpunkter.

Efter finanskrisen 2008 och Liborskandalen 2012 skärptes reglerna för referensräntor för att förhindra att de manipuleras. Referensräntor är centrala eftersom de används i många finansiella kontrakt. Därför är det viktigt att de är rättvisande, transparenta och speglar den underliggande marknaden på ett korrekt sätt.

Lagstiftare, myndigheter och privata aktörer har på senare år vidtagit en rad åtgärder för att stärka integriteten och förhindra att referensvärden manipuleras. Ett sådant initiativ är EU:s benchmarkförordning, som ställer krav på dem som administrerar och rapporterar referensvärden.

Men trots skärpta regler finns det problem som gör att referensräntor kan manipuleras. Det kan till exempel hända om den underliggande marknaden, som referensräntorna ska återspegla, inte har en tillräckligt stor transaktionsvolym. Då kan de banker som rapporterar underlag till referensräntor använda skönsmässiga bedömningar. De kan då avvika från övriga bankers bedömningar, vilket skulle kunna misstänkas vara försök till manipulation.

För att komma till rätta med problemen har myndigheter i några länder och regioner tagit initiativ till att ersätta de existerande referensräntorna med nya, transaktionsbaserade räntor. Det är en process som kan vara kostsam och riskfylld för finansiella aktörer.

Sverige har ännu inte påbörjat någon övergång från den svenska referensräntan Stibor till en alternativ referensränta. Ramverket för Stibor tillåter panelbankerna att använda en viss grad av skönsmässiga bedömningar. Transaktionsvolymerna för in- och utlåning i kronor mellan banker är dessutom väldigt låga på längre löptider. En övergång från Stibor till en alternativ referensränta kan komma att ta flera år att genomföra trots att Sverige kan dra nytta av andra länders erfarenheter.



Bakgrund

Referensvärden fyller en viktig funktion på de finansiella marknaderna. Robusta, transparenta och allmänt vedertagna referensvärden gör det möjligt att i hög grad standardisera finansiella produkter, eftersom parter kan enas om ett referensvärde för att reglera betalningar. Inte minst referensräntor (med ”ibor”, förkortning för Interbank Offered Rate, som slutstavelse) har en central roll i det finansiella systemet. De används av en rad olika aktörer på de finansiella marknaderna. Banker använder referensräntor när de lånar ut pengar till företag och hushåll, och de är ett centralt inslag i derivatkontrakt. De bidrar därmed till att reducera komplexiteten i dessa avtal och underlättar en standardisering.

Referensräntor började publiceras i olika länder på 1980-talet. Behovet av en referensränta uppstod när de så kallade syndikerade lånen började växa fram. Det innebar att ett antal banker gick ihop (bildade ett syndikat) när de skulle låna ut pengar till en låntagare mot rörlig ränta. Genom att bilda ett sådant syndikat kunde långivarna sprida kreditrisken mellan sig. Låntagarens ränta till bankerna kom att uttryckas som en referensränta plus ett påslag. Genom att använda en referensränta som återspeglade genomsnittet av ett antal bankers finansieringskostnad, kunde bankerna skjuta över risken med stigande finansieringskostnader för dem själva på låntagaren. Då räntan avspeglade ett genomsnitt minskade en enskild banks påverkan på referensräntan. Det extra påslag som låntagaren fick betala utöver referensräntan var bankernas marginal på lånet för att täcka eventuella kreditförluster och avkastningskrav.

Bankerna hade även kunnat använda andra typer av räntor i sina låneavtal. Till exempel hade räntan kunnat bestämmas genom att använda en kort statspappersränta plus ett påslag. Eftersom statspapper handlas på en andrahandsmarknad, hade det gett en direkt observerbar ränta. Däremot hade räntan inte haft en lika direkt koppling till bankernas egen finansieringskostnad. Bankernas finansieringskostnad beror bland annat på deras kreditvärdighet. Ränteskillnaden mellan banker och staten skiljer sig därför åt. Den varierar också över tid. Därmed hade bankerna behövt ta en större ekonomisk risk, som de då också hade behövt kompensera sig för.

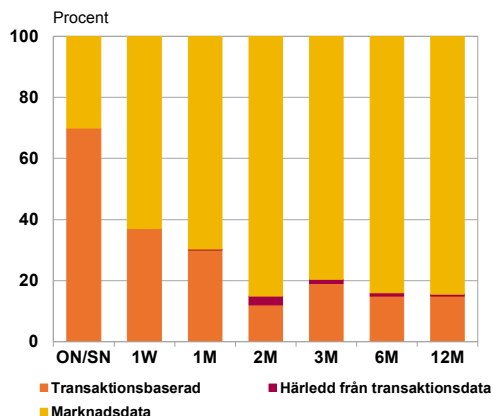
London Interbank Offered Rate (Libor) var den första referensräntan att publiceras 1986. Genom att dagligen fråga ett antal banker (panelbanker) till vilken ränta de ansåg sig kunna låna pengar utan säkerhet på olika löptider kunde den brittiska bankföreningen beräkna ett genomsnitt av svaren och publicera resultatet.¹

Stockholm Interbank Offered Rate (Stibor) inrättades kort efter Libor 1986. Det var de dominerande bankerna på den svenska penningmarknaden, som ingick i den så kallade Stiborpanelen, som ansvarade för att beräkna och publicera Stibor.

Libor, Stibor och liknande referensräntor blev en omedelbar succé på 1980-talet. De började användas i låneavtal för att bestämma räntebetalningar. När låntagare sedan började använda räntederivat för att hantera sin räntebindning växte användningen ytterligare. Genom ett räntederivat som till exempel en ränteswap kunde låntagare, utan

¹ För närvarande sker publicering i valutorna amerikanska dollar, brittiska pund, japanska yen, euro och schweiziska franc.

Diagram 1. Procentandel av rapporteringstyper till USD Libor-panelen under fjärde kvartalet 2017



Källa: Intercontinental Exchange 2017 kvartal 4, rapport om volymer.

Anm. "Transaktionsbaserad" innebär att bankernas bud är baserade på faktiska transaktioner. "Härledd från transaktionsdata" innebär att bankernas bud är baserade på justerade historiska nivåer med hjälp av interpolation och parallelskifte. "Marknadsdata" betyder att bankernas bud är baserade på skönsmässiga bedömningar, som i sin tur är baserade på transaktioner i relaterade marknader, indikativa räntenivåer och andra marknadsobservationer.

att behöva förhandla om låneavtalet, förändra profilen på sina räntebetalningar och därmed sin ränterisk. Genom en ränteswap kunde låntagaren erhålla en räntebetalning baserad på en referensränta som matchade lånets räntebetalning. I gengäld betalade låntagaren en fast ränta i ränteswappen. På så sätt hade låntagaren omvandlat ett lån med rörlig ränta till ett lån inklusive derivat som gav en fast ränta. Transaktionerna gjordes även mellan aktörer som inte var banker. Kopplingen till bankers finansieringskostnader var därför mindre intressant. Trots detta valdes Libor som referensränta, eftersom den var standardiserad och välkänd.

Räntederivat växte i popularitet och användningen spred sig utanför det ursprungliga användningsområdet, att hantera räntebindning i ett existerande lån. De kom att användas för riskhantering och spekulation. Inte minst bankerna som agerade marknadsgaranter mot säljare och köpare byggde upp stora böcker av räntederivat.

På marknaden för kortfristig finansiering mellan banker (interbankmarknaden) har det sedan 1990-talet blivit allt vanligare att i stället för icke-säkerställda lån använda säkerställd in- eller utlåning med hjälp av repotransaktioner. Icke-säkerställd in- och utlåning har allt mer koncentrerats i väldigt korta löptider (overnight). Finanskrisen 2008 och nya regelverk efter krisen har förstärkt denna trend. Det har bidragit till att referensräntor framför allt på längre löptider i allt mindre utsträckning baseras på faktiska marknadstransaktioner och i stället allt mer på skönsmässiga bedömningar. Andelen transaktionsbaserade underlag faller i takt med att löptiden stiger (se diagram 1).

Samtidigt har användandet av räntederivat som handlas over-the-counter (OTC), det vill säga bilaterala avtal fortsatt att växa. Under 2016 uppgick den internationella dagliga omsättningen av OTC-derivat till cirka 2 700 miljarder dollar, jämfört med 1 700 miljarder dollar 2007.² Efter finanskrisen ökade kraven på att ställa säkerheter för derivatavtal och det infördes också krav på central motpartsclearing. Det har inneburit att företagen ställer säkerheter för sina motpartsexponeringar i räntederivat. Dessa säkerheter förräntar sig vanligen till den så kallade overnight-räntan, det vill säga dagslåneräntan.

LIBORSKANDALEN

År 2012 uppdagades den så kallade Liborskandalen. Det framkom då att flera internationella banker, bland annat Deutsche Bank, Barclays och UBS, aktivt hade manipulerat olika referensräntor. I utredningarna från den dåvarande brittiska tillsynsmyndigheten Financial Services Authority framkom det att manipulationen av Libor åtminstone hade pågått sedan 2005, men troligtvis längre. Utredningarna visade att bankerna med uppsåt hade påverkat sin egen och varandras inrapportering av räntenivån för att öka lönsamheten i sina derivatpositioner. Det framkom också att banker under finanskrisen rapporterade in lägre räntenivåer än vad de faktiskt kunde finansiera sig till. Syftet var att dölja deras svaga finansiella ställning. (Edmonds 2014).

Myndigheter i olika jurisdiktioner har bötfällt ett antal banker för manipulation av referensräntor. Till exempel bötfällde EU-kommissionen, med stöd av konkurrensrättsliga bestämmelser, fem storbanker för manipulation av referensräntorna yen Libor och yen

Tibor.² År 2013 bötfälldes också fyra banker, även det med stöd av de konkurrensrättsliga bestämmelserna, för manipulation av Euribor och Eonia.³ År 2016 bötfälldes ytterligare banker för manipulation av Euribor och Eonia.⁴

ANTALET PANELBANKER MINSKAR

Risk för rättsliga påföljder gör att banker har blivit alltmer motvilliga till att delta i panelerna till olika referensräntor. Antalet panelbanker till såväl Libor som Euribor har därför minskat stadigt sedan finanskrisen. Den brittiska myndigheten för finansiell tillsyn, Financial Conduct Authority (FCA), har arbetat aktivt med att förmå banker att fortsätta rapportera in till Libor. Grundproblemet kvarstår dock. I ett tal i juli 2017 meddelade Andrew Bailey, verkställande direktör för FCA, att de inte kommer att kunna förmå bankerna att fortsätta bidra till Libor efter 2021.⁵

Den internationella utvecklingen

INTERNATIONELLA INITIATIV FÖR ATT SÄKERSTÄLLA INTEGRITETEN I REFERENS RÄNTOR

Efter finanskrisen och Liborskandalen påbörjades ett omfattande arbete med att se över referensräntor världen över. Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco) gav 2013 ut en rapport vars syfte var att ta fram ett övergripande ramverk gällande referensvärden. Principerna togs fram för att främja tillförlitligheten samt bidra till att förbättra styrning och kontroll, transparens och kvalitet i fastställandet av referensvärden. Iosco var även positiva till att FCA tog över tillsynen av Libor samt gav rekommendationer till nationella tillsynsmyndigheter att utreda möjligheter att lagstadga mot manipulation av referensräntor inom sina jurisdiktioner.

År 2013 valde G20-länderna att ge det globala organet Financial Stability Board (FSB) uppdraget att se över referensräntor. I en rapport året därpå skrev FSB att det fanns ett behov av att utveckla referensräntor som bättre speglar den underliggande marknaden och som är svårare att manipulera. FSB föreslog att framtida referensräntor ska vara kopplade till icke-säkerställda interbankmarknader, att de ska vara transaktionsbaserade samt att de ska uppfylla Ioscos principer för referensvärden. FSB förespråkade därför att man skulle förbättra metodiken i arbetet med de befintliga referensräntorna och göra dem mer transaktionsbaserade (så kallade Ibor+). Parallellt såg rådet också behov av att skapa transaktionsbaserade riskfria referensräntor. FSB såg alltså framför sig att man skulle ha flera typer av referensräntor i en valuta. På så sätt hoppades man att olika slags aktörer skulle kunna använda referensräntor som var anpassade till deras behov. Till exempel skulle låneavtal fortsatt kunna använda en referensränta som avspeglade bankernas finansieringskostnad. För derivatavtal har det behovet minskat i takt med att användningsområdena har förändrats. I och med att dessa i allt högre grad numera säkerställs och clearas på en central motpart så skulle en riskfri referensränta passa bättre.

² Se kommissionens beslut 2013 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content>)

³ Se kommissionens beslut 2013 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content>)

⁴ Se kommissionens beslut 2016 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content>)

⁵ Andrew Bailey, verkställande direktör FCA, The future of Libor. Presentation den 27 juli 2017

År 2016 trädde EU:s förordning om referensvärden, Benchmarkförordningen (BMR), i kraft. Reglerna började gälla den 1 januari 2018. Förordningen ställer krav på administratörer, rapportörer och användare av referensvärden. För referensräntor finns en särskild bilaga som innehåller krav på intern styrning och kontroll samt hantering av intressekonflikter för administratörer och rapportörer.⁶ Enligt reglerna ska det dataunderlag som ligger till grund för en referensränta prioriteras i följande ordning

1. Transaktioner på den underliggande marknaden som referensräntan avser att mäta. Om detta inte räcker ska transaktioner på relaterade marknader användas.
2. Observationer av tredjepartstransaktioner.
3. Bindande anbud.
4. Indikativa anbud eller expertutlåtanden.

Användandet av expertutlåtanden, eller skönmässiga bedömningar enligt definitionen, är alltså inte förbjudet enligt BMR. Däremot ställer BMR specifika krav på rapportörer som använder denna metod. Enligt de tekniska standarder som EU-kommissionen har antagit ska rapportörer ha

- ett ramverk för att säkerställa konsekvent och personoberoende hantering av skönmässiga bedömningar över tid,
- identifierat den information som får eller inte får användas för att göra skönmässiga bedömningar samt
- förfaranden för att granska all tillämpning av skönmässiga bedömningar.

Enligt BMR ska referensvärden delas in i olika kategorier baserade på deras egenskaper. Om EU-kommissionen förklarar ett referensvärde som kritiskt inom EU eller i en medlemsstat, innebär det att brister i referensvärdet skulle kunna få konsekvenser för bland annat finansiell stabilitet. Om ett referensvärde förklaras som kritiskt får de ansvariga tillsynsmyndigheterna extra befogenheter för att hantera det. Befogenheterna är främst till för att säkerställa att publiceringen av referensvärdet inte upphör i oordnad form. Tillsynsmyndigheter inom EU kan kräva att en administratör av ett kritiskt referensvärde fortsätter med publiceringen i upp till 24 månader efter det att administratören har meddelat att denne ska upphöra med det. Även rapportörer kan åläggas att fortsätta rapportera till ett kritiskt referensvärde. FI har utvärderat Stibor och kommit fram till att det är en kritisk referensränta i Sverige. Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) delar denna bedömning. EU-kommissionen beslutade den 17 oktober 2018 att Stibor är ett kritiskt referensvärde. Förutom Stibor är Libor, Eonia och Euribor upptagna på kommissionens lista över kritiska referensvärden. De senare anses vara kritiska i hela EU, medan Stibor anses som kritiskt i Sverige.

I tidigare lagstiftning har marknadsmanipulation av referensvärden inte uttryckligen förbjudits i Sverige. Lagstiftningen har i stället fokuserat på manipulation av finansiella instrument, till exempel aktier och andra värdepapper. Detta ändrades i och med att Marknadsmissbruksförordningen (Mar) började gälla den 3 juli 2016.

⁶ BMR. Bilaga 1.

I Mar (596/2014) finns ett uttryckligt förbud mot inrapportering av falska värden och andra beteenden som innebär att referensvärden manipuleras.

UTVECKLINGEN AV ALTERNATIVA REFERENS RÄNTOR

År 2014 bildade en grupp amerikanska myndigheter en kommitté, Alternative Reference Rates Committee (ARRC)⁷, för att utveckla en ny referensränta som ska kunna ersätta US Dollar Libor. Bland medlemmarna finns representanter från flera globala investmentbanker som Internationella svapphandlareföreningen (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) och LCH Clearnet. Den amerikanska tillsynsmyndigheten U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) sitter tillsammans med initiativtagarna som observatörer i kommittén.

Ett av delmålen för ARRC har varit att ta fram en alternativ referensränta som är transaktionsbaserad och uppfyller Iscos principer för referensvärden samt FSB:s rekommendationer. ARRC har vid två tillfällen bjudit in till rundabordsamtal med institutioner och aktörer som inte är representerade i kommittén för att diskutera utmaningar med att byta referensränta, och vilken ränta som är lämplig att byta till.⁸ ARRC meddelade 2017 att man förordar att använda sig av en dagslåneränta baserad på repotransaktioner – Secured Overnight Financing Rate (SOFR) – som sin referensränta. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve Bank of New York ansvarar för att beräkna och publicera SOFR. Denna referensränta började publiceras i april 2018. I maj lanserade Chicago Mercantile Exchange terminskontrakt på SOFR. Sedan dess har till exempel Världsbanken emitterat obligationer med SOFR som underliggande referensränta.

Storbritannien valde 2015 att tillsätta en arbetsgrupp bestående av privata aktörer och institutioner. Bland medlemmarna finns representanter från de stora brittiska bankerna London Stock Exchange Group, ISDA och LCH Clearnet. Den brittiska centralbanken, Bank of England, och myndigheten för finanstillsyn, FCA, sitter med som observatörer i styrgruppen.

Två av målen för gruppen har varit att dels identifiera en robust och pålitlig alternativ referensränta, dels ta fram en plan för hur en eventuell övergång från Libor ska genomföras. År 2017 rapporterade FCA som nämns ovan att de inte tänker stödja Libor efter 2021.

Arbetsgruppen presenterade ett förslag om att byta till en uppdaterad version av referensräntan Sterling Overnight Index Average (Sonia). The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates (2017). Sonia är baserad på icke-säkerställda dagslånetransaktioner. Sedan april 2018 beräknar och publicerar BoE Sonia. Bland annat Europeiska investeringsbanken har emitterat obligationer med Sonia som referensränta.

I september 2017 tillsatte Esma, Europeiska centralbanken (ECB), EU-kommissionen och den belgiska tillsynsmyndigheten Financial Services and Markets Authority (FSMA) en ny arbetsgrupp för att ta

⁷ Initiativet togs av Board of Governors of the Federal Reserve System och Federal Reserve Bank of New York. Med stöd av U.S. Department of the Treasury, U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) och Office of Financial Research (OFR).






⁸ Mer information finns tillgänglig på ARRC hemsida: www.newyorkfed.org/arrc

fram en alternativ referensränta för euroområdet. Tidigare hade den privata -organisationen European Money Markets Institute (EMMI) försökt reformera Euribor genom att övergå till att basera inrapporteringen på endast transaktionsdata. Men EMMI meddelade i maj 2017 att de inte går vidare med utvecklingen eftersom det inte ansågs genomförbart under rådande marknadsförhållanden. I stället har EMMI arbetat vidare med en hybridmodell för Euribor. Där används en metod som understöds av transaktioner i största möjliga grad och använder andra relevanta marknadskällor för marknadens prissättning vid behov. Arbetet måste bli klart under 2019 för att EMMI ska hinna lämna in en ansökan att få Euribor godkänt som referensvärde enligt innan övergångsperioden för undantaget i BMR löper ut 1 januari 2020.

EMMI har dessutom uttryckt att det troligen inte går att få Eonia i dess nuvarande form auktoriserat enligt BMR. Därför har den nya arbetsgruppen rekommenderat en ny overnight-ränta, Euro short-term rate (Ester). Denna referensränta kommer att få större transaktionsvolymmer eftersom fler banker kan bidra till rapporteringen än vad som i dag sker för Eonia. ECB ansvarar för att utveckla samt administrera Ester, och avser att börja publicera referensräntan i oktober 2019.

I tabell 1 nedan finns en sammanställning över arbetet med att utveckla alternativa referensräntor i olika länder.

Tabell 1. Utveckling av alternativa referensräntor.

	Föreslagna referensränta	Administratör	Säkerställd	Transaktionskälla	Första publiceringsdatum	Arbetsgrupp
	Ester ¹	Europeiska centralbanken (ECB)	Nej	Ej säkerställda overnight transaktioner.	Planerar att lanseras i oktober 2019.	Arbetsgrupp är tillsatt.
	Reformerade SONIA ²	Bank Of England ²	Nej	Ej säkerställda overnight transaktioner.	23 april 2018	The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates
	SARON ³	SIX Exchange	Ja	CHF repo-transaktioner på interbankmarknaden	Publiceras i dag men diskuteras fortfarande om SARON kan ersätta CHF Libor.	National Working Group on Swiss Franc Reference Rates
	SOFR ⁴	Federal Reserve Bank of New York	Ja	Tredje-parts-repo, FIIC GCF repo samt FICC bilaterala treasury repo.	3 april 2018	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)
	TONAR ⁵	Bank of Japan	Nej	Data är förmedlad av penningmarknadsmäklare.	Publiceras i dag och arbetsgruppen arbetar med att förbättra TONAR.	Study Group on Risk-Free Reference Rates

Anm. ¹Euro short-term rate. ²Sterling Overnight Index Average. ³Swiss Average Rate Overnight. ⁴Secured Overnight Financing Rate. ⁵Tokyo Overnight Average Rate.

STORA UTMANINGAR ATT BYTA REFERENSRÄNTA

I de länder som kommit längst i övergången till en alternativ transaktionsbaserad ränta går arbetet nu in i nästa fas. Den rör inte minst hur själva bytet till nya referensräntor ska gå till. ISDA (2018) uppskattar att det finns finansiella produkter och kontrakt med en utestående volym motsvarande 370 biljoner dollar kopplade till någon referensränta. Det innebär stora utmaningar för branschen och komplicerade frågor dyker upp i samband med övergången, till exempel hur kontrakt baserade på Libor som har löptider längre än till 2021 ska hanteras. Bör dessa löpa till förfall eller ska referensräntan som är kopplad till befintliga kontrakt ändras? De ekonomiska konsekvenserna av att byta referensränta kan bli stora och frågor om kompensation kan bli aktuella.

De alternativa referensräntorna har andra egenskaper än de gamla. Eftersom ett av syftena med alternativa referensräntor är att de ska vara transaktionsbaserade har de väldigt korta löptider. De löper över natten eftersom det är då det finns transaktioner i tillräckligt stor omfattning. Det innebär lägre kreditrisk jämfört med att låna ut pengar på längre löptider, till exempel tre månader. De nya alternativen saknar alltså det kreditriskelement som traditionella referensräntor har. För låntagare kan det innebära en fördel då deras egen finansieringskostnad i mindre utsträckning blir beroende av bankernas finansieringskostnad. Det kan också innebära en nackdel för kunderna om bankerna kompenserar sig för den ökande osäkerheten om hur lönsam affären är för dem.

De korta löptiderna på alternativa referensräntor innebär att aktörer kan få mindre förutsägbara kassaflöden. När det gäller referensräntor med längre löptider vet en låntagare eller emittent vad räntebetalningen om till exempel tre månader kommer att bli. Om en räntebetalning ska baseras på en alternativ referensränta kommer räntan därför att antingen behöva regleras dagligen eller sättas i form av ett genomsnitt över en längre period. Det senare innebär att det inte är klart förrän vid betalning vad den slutgiltiga räntebetalningen blir.

USA och Storbritannien har skapat en derivatmarknad för sina respektive alternativa referensräntor för att hantera problemet. En derivatmarknad tillåter marknadsaktörerna att etablera en prisbild för vad den genomsnittliga referensräntan förväntas bli över en viss period, till exempel tre månader. Aktörer som behöver förutsägbarhet i sina kassaflöden kan då använda derivatmarknaden för att säkerställa sina räntekostnader.

En övergång till alternativa referensräntor kan under övergångsfasen bidra till ökade risker för enskilda finansiella institut och marknadens sätt att fungera. I värsta fall kan den finansiella stabiliteten hotas. Övergången behöver därför ske under ordnade former. ARRC har exempelvis lagt fram en plan för hur övergången från US Dollar Libor till SOFR ska gå till. Denna sträcker sig från 2018 till 2021 och inbegriper en rad gradvisa steg för att bygga upp en fungerande dollarmarknad med SOFR som underliggande referensränta.

Utvecklingen i Sverige

Stibor har funnits sedan 1986 och fått en allt mer central roll på den svenska värdepappersmarknaden. Stibor ska spegla ett genomsnitt av de räntesatser som banker erbjuder vid utlåning utan säkerhet, med varierade löptider till andra banker. Definitionen för Stibor skiljer sig på så sätt från Libor. Libor ska visa ett genomsnitt av vad panelbankerna anger som den ränta banken själv kan låna pengar till utan säkerhet på olika löptider och i olika valutor.

Stibor används som referensränta i många olika typer av finansiella kontrakt. 2017 låg referensräntan till grund för följande:

- Räntederivat till ett utestående belopp på cirka 43 000 miljarder kronor.
- Finansiella instituts lån till svenska företag och hushåll med rörlig ränta till ett utestående belopp på cirka 4 000 miljarder kronor.
- Obligationer med rörlig ränta till ett utestående belopp på cirka 800 miljarder kronor.

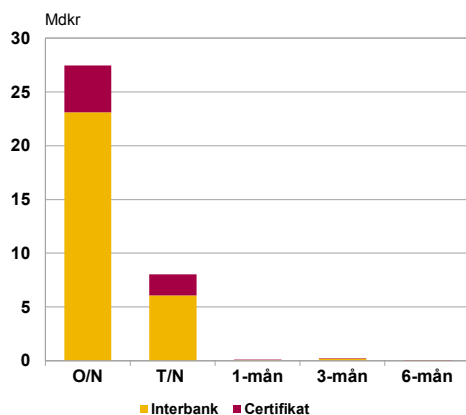
Förutom ovanstående kontrakt och finansiella instrument, som direkt är kopplade till Stibor, så används Stibor vid prissättning av valutaderivat. De utestående beloppen i valutaderivat är cirka 14 000 miljarder kronor. Totalt används Stibor således som referensränta och underlag till lån och finansiella kontrakt till ett utestående belopp på cirka 60 000 miljarder kronor.⁹

Sedan 2013 har beräkningen av Stibor blivit mer transparent. Det är en direkt följd av att Ioscos principer och åtgärder började tillämpas efter Riksbankens omfattande utredning av Stibor 2012. Syftet med utredningen var att identifiera eventuella brister i ramverket och att utvärdera förutsättningarna för att kunna verifiera Stibor mot marknadsprissättning. Som en konsekvens av arbetet tog Svenska Bankföreningen på sig rollen som huvudman med det övergripande ansvaret för Stibor.

Stiborbankerna består i dag av Danske Bank, Handelsbanken, Länsförsäkringar Bank, Nordea, SBAB Bank, Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) och Swedbank. Det är värt att notera att antalet panelbanker till Stibor ökade från sex till sju i och med att SBAB anslöt sig 2016. Bankföreningens styrelse utser ledamöter och personliga suppleanter till Stiborkommittén. Kommittén ansvarar för ramverket och för att följa upp hur det tillämpas. Ramverket syftar till att säkerställa att det finns en struktur för styrning och kontroll samt att det råder transparens när man fastställer räntesatsen. I kommittén sitter representanter från samtliga Stiborbanker, Fastighetsägarna Sverige, som är suppleant, och Irma Rosenberg, tidigare vice riksbankschef. Riksbanken, Nasdaq och Bankföreningen deltar som observatörer.

⁹ Beloppen är baserade på nominella belopp för finansiella kontrakt, inte marknadsvärden. Vidare är det ett bruttobelopp, vilket innebär att de nominella beloppen för skulder och tillgångar är summerade. Beloppet innefattar bostads- och företagslån till rörlig ränta samt obligationer med rörlig ränta och ränteswappar, ränteterminer och valutaswappar. Källor: Bank for International Settlements (BIS) 2017-06-30, Statistiska Centralbyrån (SCB) 2017-06-01 och Bloomberg 2018-03-15

Diagram 2. Genomsnittlig daglig volym på interbankmarknaden 2017.



Källa: Riksbanken och FI:s beräkningar.

RAMVERK FÖR STIBOR

Stibor bestäms genom att Stiborbankerna rapporterar in sina Stiborbidrag (räntesatser) för löptiderna på en placering från nästa dag till nästnasta dag (tomorrow/next), en vecka samt en månad, två månader, tre månader respektive sex månader. Bankernas Stiborbidrag anges varje bankdag för samtliga löptider. Referensräntan sammanställs av Nasdaq, som beräknar och publicerar Stibor. Stiborbidraget ska representera den ränta som banken kräver för att låna ut pengar utan säkerhet till en annan Stiborbank.

Bankernas Stiborbidrag baseras på en inlåningsränta plus ett individuellt påslag, som enligt Stiborramverket är upp till varje bank att bestämma. Ramverket kräver också att Stiborbankerna dokumenterar alla räntesatser som ligger till grund för deras bidrag. Även de lån och placeringar som sker inom ramen för Stiborbankernas åtagande att handla med varandra till sina angivna Stiborbidrag, ska dokumenteras.

Figur 1. Komponenterna i de enskilda bankernas Stiborbidrag



Varje enskild bank ska följa dessa riktlinjer när de rapporterar Stiborbidraget:

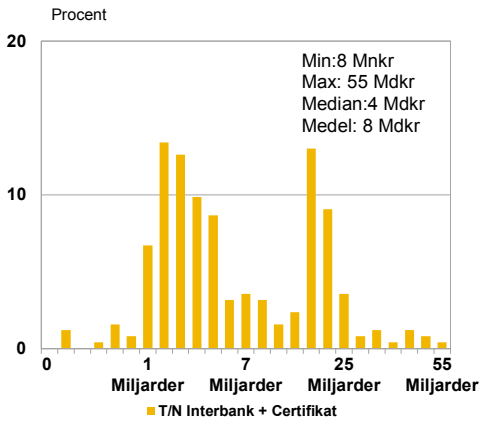
- **I första hand:** Den ränta som använts i en faktisk transaktion med annan bank. Lånet ska vara utan säkerhet och i svenska kronor.
- **I andra hand:** En indikativ ränta som banken tror att den kan låna till och erbjuda till en annan bank i svenska kronor. Räntan behöver inte baseras på en faktisk transaktion. Banken kan också uppskatta Stiborbidraget genom en korg av inlåning genom certifikat⁹ i svenska kronor, samt inlåning genom certifikat i euro eller dollar som omvandlats till svenska kronor via valutaswappar.¹⁰ För certifikat finns inget krav på faktiska transaktioner, utan bankerna får använda räntor där de är beredda att emittera. Enligt Stiborramverket måste minst 50 procent av Stiborbidraget vara baserat på interbanklån och emitterade certifikat i svenska kronor.

För att Stibor ska beräknas och publiceras krävs att minst fyra Stiborbanker rapporterar in Stiborbidrag. Om antalet Stiborbanker är sex eller färre ingår samtliga bidrag i beräkningen. När antalet Stiborbanker är sju – som i dagsläget – eller åtta, tas det högsta och lägsta bidragen bort före beräkningen. Om antalet Stiborbanker ökar

⁹ Vanligtvis kallas finansiering genom certifikat för upplåning, men i denna analys används endast begreppen inlåning och inlåningsränta.

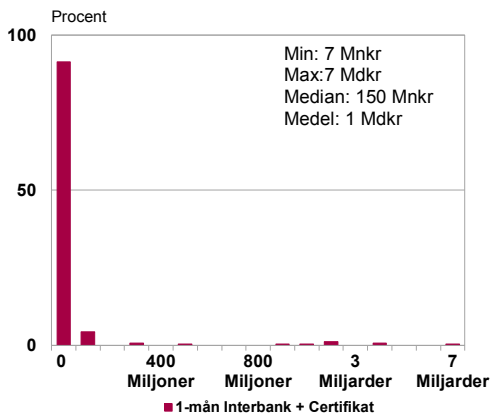
¹⁰ Inlåningsräntan i utländsk valuta räknas om med hjälp av räntepariteten som ges av valutaswapparna till en motsvarande svensk ränta. Varje bank kan fritt bestämma vikterna av respektive valuta så länge totalen inte överstiger 50 procent av underlaget.

Diagram 3. Dagliga in- och utlåningsvolymer, inklusive emitterade certifikat, 2017.



Källa: Riksbanken och FI:s beräkningar.
Anm. Avser perioden 1 januari–31 december 2017.
Transaktionerna utgörs av inrapporterad in- och utlåning till finansiella motparter samt emitterade certifikat. Transaktioner med Riksbanken är exkluderade men transaktioner med Riksgälden är inkluderade. 1 månad definieras som 20–40 dagar, 3 månader 70–110 dagar och 6 månader som 150–210 dagar. Interbanktransaktioner sker inte dagligen, för 1 månads löptid finns det 22 stycken (13 certifikat) unika datum under perioden, för 3 månaders löptid 39 stycken (7 certifikat) unika datum och för 6 månaders löptid finns det 5 (1 certifikat) unika datum.

Diagram 4. Dagliga in- och utlåningsvolymer, inklusive emitterade certifikat, 2017.



Källa: Riksbanken och FI:s beräkningar.
Anm. Avser perioden 1 januari–31 december 2017.
Transaktionerna utgörs av inrapporterad in- och utlåning till finansiella motparter samt emitterade certifikat. Transaktioner med Riksbanken är exkluderade men transaktioner med Riksgälden är inkluderade. 1 månad definieras som 20–40 dagar, 3 månader 70–110 dagar och 6 månader som 150–210 dagar. Interbanktransaktioner sker inte dagligen, för 1 månads löptid finns det 22 stycken (13 certifikat) unika datum under perioden, för 3 månaders löptid 39 stycken (7 certifikat) unika datum och för 6 månaders löptid finns det 5 (1 certifikat) unika datum.

till nio eller fler kommer i stället de två högsta och de två lägsta bidragen tas bort före beräkningen.

LÅGA TRANSAKTIONSVOLYMER PÅ INTERBANKMARKNADEN

Precis som i flera andra länder är aktiviteten på interbankmarknaden för icke-säkerställd in- och utlåning i kronor låg. De stora volymerna är helt koncentrerade till transaktioner på väldigt korta löptider mellan banker (se diagram 2–6). År 2017 skedde inga transaktioner under över 90 procent av handelsdagarna för vissa löptider. På tremånaders Stibor, den mest centrala löptiden som flest utestående kontrakt är baserade på, skedde inga interbanktransaktioner i svenska kronor under knappt 90 procent av handelsdagarna. De transaktioner som utfördes var dessutom relativt små med en median på 620 miljoner kronor.

Eftersom faktiska transaktioner saknas i hög utsträckning på de längre löptiderna, tenderar bankerna att använda ramverkets andra alternativ (se ovan) när de tar fram underlag. Det innebär i sin tur att Stibor på de längre löptiderna delvis är beroende av valutaswapmarknadens prissättning och de rådande finansieringsnivåerna i respektive valuta.

Utmaningar framöver

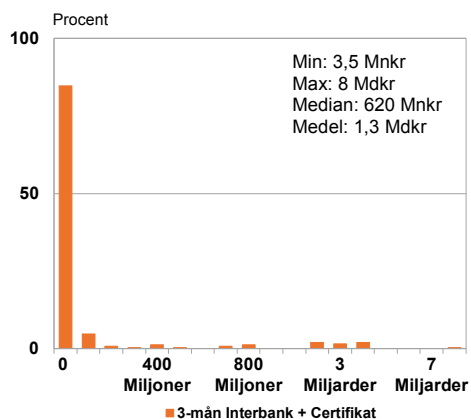
I många jurisdiktioner har man gett upp försöken att stärka befintliga referensräntor på det sätt som FSB såg framför sig. Det står därför klart att ett stort antal kontraktstyper behöver byta referensränta. Det innebär att man för att stärka integriteten av en referensränta kan behöva ge avkall på vissa av de egenskaper som de traditionella referensräntorna haft. Det innebär i sin tur att företag kan komma att behöva förändra sättet som de hanterar sin finansiering och risker på.

Många länder har kommit långt i sina respektive processer med att ta fram nya referensräntor. Initiativen att ersätta de nuvarande referensräntorna har till stor del tagits för att undvika manipulation. För att komma till rätta med problemen har man i samtliga fall enats om transaktionsbaserade referensräntor på korta löptider. Dessa referensräntor är relativt väl anpassade för att användas i räntederivat, men samtidigt är de inte helt anpassade för att användas i andra typer av kontrakt. Till exempel kommer den korta löptiden innebära att låntagare och långgivare inte enkelt kan få kunskap om sin framtida räntebetalning. En annan aspekt är att räntorna inte innehåller ett mått på kreditrisk.

I Sverige har det ännu inte tagits några officiella initiativ för att reformera Stibor eller ta fram en ny alternativ referensränta. Bristen på initiativ kan bero på att aktörerna inte upplever samma behov av förändringar. Exempelvis har antalet panelbanker till Stibor nyligen ökat till skillnad från antalet panelbanker till Libor och Euribor. En annan förklaring kan vara svårigheter att identifiera vad som ska ersätta den etablerade referensräntan. Det troliga är ändå att Sverige behöver följa utvecklingen. Om resten av världen och marknader som är viktiga för finansieringen av svenska företag ändrar konventioner, kan Sverige troligen inte stå utanför.

EU:s benchmarkförordning (BMR) kommer förvisso kräva att ramverket kring Stibor förstärks ytterligare och att det i första hand ska vara transaktionsbaserade uppgifter som ligger till grund för referensräntan. Sverige har likt andra länder brist på transaktionsdata

Diagram 5. Dagliga in- och utlåningsvolymer, inklusive emitterade certifikat, 2017.

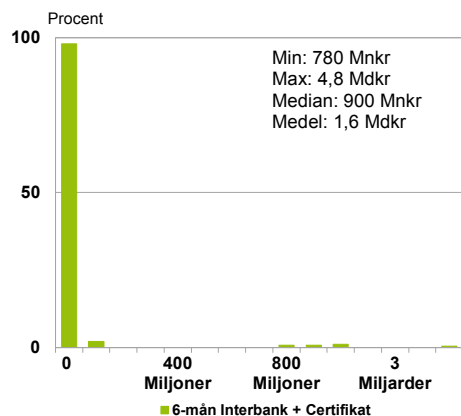


Källa: Riksbanken och FI:s beräkningar

Anm. Avser perioden 1 januari–31 december 2017.

Transaktionerna utgörs av inrapporterad in- och utlåning till finansiella motparter samt emitterade certifikat. Transaktioner med Riksbanken är exkluderade men transaktioner med Riksgälden är inkluderade. 1 månad definieras som 20–40 dagar, 3 månader 70–110 dagar och 6 månader som 150–210 dagar. Interbanktransaktioner sker inte dagligen, för 1 månads löptid finns det 22 stycken (13 certifikat) unika datum under perioden, för 3 månaders löptid 39 stycken (7 certifikat) unika datum och för 6 månaders löptid finns det 5 (1 certifikat) unika datum.

Diagram 6. Dagliga in- och utlåningsvolymer, inklusive emitterade certifikat, 2017.



Källa: Riksbanken och FI:s beräkningar

Anm. Avser perioden 1 januari–31 december 2017.

Transaktionerna utgörs av inrapporterad in- och utlåning till finansiella motparter samt emitterade certifikat. Transaktioner med Riksbanken är exkluderade men transaktioner med Riksgälden är inkluderade. 1 månad definieras som 20–40 dagar, 3 månader 70–110 dagar och 6 månader som 150–210 dagar. Interbanktransaktioner sker inte dagligen, för 1 månads löptid finns det 22 stycken (13 certifikat) unika datum under perioden, för 3 månaders löptid 39 stycken (7 certifikat) unika datum och för 6 månaders löptid finns det 5 (1 certifikat) unika datum.

(se diagram 2–6). BMR tillåter dock fortfarande rapportörer att använda skönsmässiga bedömningar, men det kommer att krävas metoder för att övervakning och verifiering som säkerställer att bedömningarna är rättvisande.

Processen att ersätta en etablerad referensränta med en ny är komplicerad och innehåller risker. Det krävs en bred acceptans av den nya referensräntan, så att marknads olika aktörer börjar tillämpa den i kontrakt. Sverige behöver dra lärdomar av andra initiativ. I och med att svenska företag behöver anpassa sig till förändringar utomlands kan det tänkas att startsträckan för ett alternativ till Stibor inte behöver bli så lång. Det är dock viktigt med en gedigen genomgång av olika användningsområden för Stibor för att identifiera de risker som ett eventuellt byte av referensränta kan innebära.

Referenser

Alternative Reference Rates Committee (2018). *Second Report*. New York: Alternative Reference Rates Committee (ARRC).

Edmonds, T. (2014), *LIBOR, Public Inquiries & FCA disciplinary powers*. House of Commons, London.

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2016/1011 av den 8 juni 2016 om index som används som referensvärden för finansiella instrument och finansiella avtal eller för att mäta investeringsfonders resultat, och om ändring av direktiven. 2008/48/EG och 2014/17/EU och förordning (EU) nr 596/2014 (EUT L 171, 29.6.2016, s. 1–65).

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG (EUT L 173, 12.6.2014, s. 1–61).

European Securities and Markets Authority (2017). *New Working Group on a Risk-Free Reference Rate for the Euro Area*. Paris: Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma).

Financial Stability Board (2014). *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*. Basel: Financial Stability Board (FSB).

International Swaps and Derivatives Association (2018). *IBOR Global Benchmark Survey 2018 Transition Roadmap*. Bryssel: Internationella svapphandlareföreningen (ISDA).

Riksbanken (2012). *Riksbankens utredning om Stibor*. Stockholm: Riksbanken.

Sammanfattning av kommissionens beslut 2013-12-04. *Ett förfarande enligt artikel 101 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt och artikel 53 i EES-avtalet* (ärende AT.39861 – räntederivat i yen).

Sammanfattning av kommissionens beslut 2013-12-04. *Ett förfarande enligt artikel 101 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt och artikel 53 i EES-avtalet* (ärende AT.39914 – räntederivat i euro).

Sammanfattning av kommissionens beslut 2016-12-07. *Ett förfarande enligt artikel 101 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt och artikel 53 i EES-avtalet* (ärende AT.39914 – räntederivat i euro).

The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates (2017). *SONIA as the RFR and approaches to adoption*. London: The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates.