2020-09-01

Projekt 3: Konsultation om räntebyte

# Inledning

Syftet med denna konsultation är att få reda på hur marknaden skulle ställa sig till ett byte av löptiden STIBOR T/N mot SWESTR, om STIBOR T/N skulle upphöra att publiceras och marknadens aktörer i stället för STIBOR T/N skulle använda SWESTR. Konsultationen syftar också till att få en uppfattning om de mest lämpliga lösningarna för hur ett sådant byte skulle kunna gå till. Konsultationen handlar inte om huruvida STIBOR T/N ska upphöra eller inte utan endast om hur ett eventuellt byte skulle kunna gå till. Eventuellt beslut om upphörande av publicering av STIBOR T/N kan bara fattas av dess administratör (Swedish Financial Benchmark Facility, SFBF) eller dess tillsynsmyndighet (Finansinspektionen).

Vi önskar att ni sänder era svar till [info@swedishbankers.se](mailto:info@swedishbankers.se) senast den 29 september. Om ni har frågor eller vill diskutera något i konsultationen ber vi er kontakta [jonny.sylven@swedishbankers.se](mailto:jonny.sylven@swedishbankers.se).

# Bakgrund

Sedan en längre tid tillbaka har många länder arbetat med att ta fram alternativa referensräntor. Bland annat har det handlat om att ersätta Ibors[[1]](#footnote-1) i de valutaområden där den referensräntan använts med nya riskfria referensräntor (RFR). Dessa nya referensräntor har genomgående varit O/N-räntor med bara en handelsdags löptid. Även i valutaområden där man valt att behålla Ibors som den huvudsakliga referensräntan har RFR utvecklats. I Sverige finns SWESTR, Euroland har utvecklat €STR, Norge har NOWA och Danmark har tagit fram DESTR. När de svenska bankerna utvecklade rekommendationen till det som idag är SWESTR ansågs inte STIBOR T/N behövas när en O/N-ränta skulle vara etablerad. Med hjälp av svaren från denna konsultation och samarbete i marknaden är syftet att utforska hur ett sådant byte skulle kunna förverkligas.

# Användning av STIBOR T/N

STIBOR T/N används idag i mycket liten utsträckning som referensränta i finansiella kontrakt. Dock finns det en del finansiella kontrakt som refererar till STIBOR T/N, exempelvis vissa typer av inlåningskonton och referensräntan kan också användas i CSA-avtal (Credit Support Annex). Det finns en derivatmarknad baserad på STIBOR T/N som kallas STINA-marknaden. Det är en OIS-marknad med bas i STIBOR T/N som kan clearas via Nasdaq och handlas bilateralt. Omsättningen i denna marknad är liten och sporadisk och det finns mycket lite som tyder på att denna marknad har betydelse för svenska aktörer.

STINA OIS swappar fyller dock en funktion genom att räntan från dessa instrument används för att diskontera kassaflöden i derivatkontrakt och därigenom beräkna bland annat nuvärde (PV) för flöden. Dessa nuvärden utgör också basen för beräkning av variation margin (VM) krav mellan motparter i CSA-avtal eller vid clearinghus som exempelvis Nasdaq.

Skälet till att STINA används är att STIBOR T/N ofta används som referensränta på ställda säkerheter denominerade i SEK, antingen i bilaterala CSA-avtal eller i form av PAI (Price Alignment Interest) vid clearinghus. Användare av räntederivat i svenska kronor kan av denna anledning, även om de enbart handlar derivat bundna till 3m STIBOR, komma att använda beräkningar baserade på STIBOR T/N för exempelvis värdering eller riskmått samt för redovisning och rapportering.

Användandet av STIBOR T/N eller STINA-räntor kan sammanfattas med följande bild:



Det som skiljer STIBOR T/N från de andra STIBOR-löptiderna är främst den sista delen som egentligen inte avser normal, i legal mening, användning av referensränta i finansiellt avtal, men som ändå kan påverka ekonomiska värderingar för olika aktörer i det finansiella systemet. Det finns troligen inte fallback-klausuler för ersättningsränta i dessa avtal. Ett byte påverkar även aktörers systemtekniska infrastruktur som ofta är komplex. Troligen behövs tid för att komma till rätta med dessa aspekter.

|  |
| --- |
| Fråga 1: Använder ni STIBOR T/N på något sätt som inte framgår ovan? I sådana fall, förklara gärna om en avsaknad av STIBOR T/N som referensränta eller byte till en annan referensränta som SWESTR skulle kunna påverka er och på vilket sätt. |
|  |

# Uppfattning om SWESTR

SWESTR är den RFR som Riksbanken administrerar och dagligen publicerar på sin hemsida.[[2]](#footnote-2) Grunden för denna ränta tog de svenska bankerna fram genom arbetsgruppen AGAR under 2019. Detta arbete bedrevs för att få fram en riskfri O/N-ränta som i möjligast mån liknar de referensräntor som andra länder har tagit fram (€STR, SONIA, SOFR, SARON). Riksbanken har på ett antal punkter bortsett från eller valt att inte genomföra bankernas förslag. SWESTR skiljer sig också på ett antal punkter från sina internationella motsvarigheter. För att få acceptans för SWESTR har Bankföreningen därför uttryckt att det vore önskvärt att SWESTR harmoniseras i linje med arbetsgruppen AGAR:s ursprungliga förslag.

|  |
| --- |
| Fråga 2: Anser ni att SWESTR i dess nuvarande skick är lämpligt för bruk i finansiella avtal? Om inte, vad anser ni behöver förbättras avseende SWESTR för att räntan ska vara en robust referensränta som kan användas i finansiella kontrakt? |
|  |

# Tidsplan för genomförandet av eventuellt byte

I det arbete som har gjorts internationellt avseende byten av referensräntor har det visat sig att det är av stor betydelse att det finns en klar tidsplan över när bytet av referensränta kan ske.

I ett eventuellt byte av STIBOR T/N till SWESTR är det åtminstone tre tidpunkter som är av vikt.

1. Tidpunkt för offentliggörande av hela tidsplanen och metod: Här måste troligen en officiell tidpunkt för när STIBOR T/N slutar att publiceras anges. Detta är något som regleras i lag. Det är enligt Benchmarkförordningen[[3]](#footnote-3) endast administratören av STIBOR T/N (SFBF) eller dess tillsynsmyndighet (Finansinspektionen) som kan göra ett sådant offentliggörande.
2. Tidpunkt då det inte längre är lämpligt att teckna nya avtal med referens till STIBOR T/N. Det kommer efter detta datum ändå gå att göra värderingar av räntederivat och beräkna exempelvis risk med hjälp av STIBOR T/N. Det måste kunna vara möjligt att använda STIBOR T/N för detta eftersom det kommer att finnas utestående kontrakt.
3. Tidpunkt för ett eventuellt upphörande av publicering av STIBOR T/N: Förhoppningsvis har alla avtal med referens till STIBOR T/N förhandlats om före detta datum. Om berörda avtal har klausuler om ersättningsränta som följer Bankföreningens rekommendation[[4]](#footnote-4) så finns det möjlighet att följa den rekommendationen och byta ränta i samband med den sista ränteperioden. Likaså kan byte av ränta för beräkning av säkerhetskrav till clearinghus eller enligt CSA ha bestämts ske före detta datum, men inte senare. Hur detta ska göras måste avtalsparterna komma överens om. Alla interna modeller för värdering och risk bör också bytas innan detta datum.

Beroende på val av metod kan det också finnas behov för en bestämd tidpunkt för när STIBOR T/N kommer att omdefinieras, när clearinghusen ska göra ändringar i sina värderingsmodeller och när bilaterala avtal, som innehåller liknande värderingsmodeller, ska vara omförhandlade.

|  |
| --- |
| Fråga 3: Anser ni att detta är en rättvisande beskrivning av vad som behöver göras över tid eller är det något som saknas? |
|  |

Det går att se hur dessa tidpunkter avseende byte av ränta skulle kunna fördelas över tid:



|  |
| --- |
| Fråga 4: Hur lång tid anser ni att ni behöver mellan tid för offentliggörandet och att det inte längre ska gå att teckna nya avtal? Motivera ert svar. |
|  |

|  |
| --- |
| Fråga 5: Hur lång tid anser ni att ni behöver från att det inte är lämpligt att teckna nya avtal och STIBOR T/N slutar publiceras? Motivera ert svar. |
|  |

|  |
| --- |
| Fråga 6: Ändringar av beräkningsgrund för säkerheter bör följa av avtal mellan parter. Anser ni att det skulle hjälpa om Bankföreningen lämnar en rekommendation till sina medlemmar om hur detta ska hanteras? |
|  |

# Metod för byte av ränta

Det finns i grunden två metoder för att byta ränta. Bägge metoderna förutsätter att det finns en officiell uppfattning om att STIBOR T/N någon gång i framtiden kommer att upphöra att publiceras. I det följande har dessa två metoder kompletterats med en variant.

1. Parallellmetoden: en ny marknad för SWESTR etableras parallellt med den befintliga. Detta innebär att en ny OIS-marknad baserad på SWESTR etableras samtidigt som den befintliga STINA-marknaden kvarstår. Men det innebär också att derivat på den nya marknaden kan diskonteras och riskhanteras med hjälp av räntekurva från den nya SWESTR-baserade marknaden samtidigt som STINA-marknadens derivat och andra räntederivat kan hanteras med STINA-kurvan. Parallellmetoden är redan ett faktum eftersom det finns clearing för SWESTR-derivat hos LCH och Nasdaq.
2. Omdefinitionsmetoden: Eftersom en OIS-marknad redan har etablerats skulle en metod kunna vara att definiera om STIBOR T/N till SWESTR plus en spread och låta befintliga kontrakt fortsätta i denna marknad med en ”SWESTR plus spread” i stället för STIBOR T/N, medan nya kontrakt tecknas i SWESTR-marknaden och med referens till SWESTR.
3. Variant av parallellmetoden: Eftersom det troligen inte är så vanligt att finansiella avtal innehåller skrivningar om vad som sker när referensräntan upphör (fallback-klausuler) kommer de flesta avtal behöva omförhandlas. Det finns troligen inga sådana fallback-klausuler i CSA-avtal eller i medlemskapsavtalet för clearinghusen. Bankföreningen skulle kunna lämna en rekommendation om att omförhandlingarna ska eftersträva att uppnå att STIBOR T/N ska vara lika med SWESTR plus en spread, utifrån vad som har angivits i den befintliga Bankföreningsrekommendationen om ersättningsräntor. I den anges att spreaden ska vara medianen av skillnaden mellan STIBOR T/N och SWESTR under de senaste fem åren.

Det har framförts kritik mot Parallellmetoden att den inte kommer att driva på en övergång till den nya räntan. Omdefinitionsmetoden ger inte parterna något val. Omdefinitionsmetoden kommer dock att leda till att hela processen drar ut på tiden eftersom en ändring av metoden kräver en legal process som involverar myndighetsbeslut av Finansinspektionen.

|  |
| --- |
| Fråga 7: Vilken metod för övergång föredrar ni? Ange gärna hur ni argumenterar, varför ni föredrar ert alternativ och varför inte de andra alternativen är att rekommendera. Eftersom det redan finns parallella marknader ber vi er att endast ange hur detta kan hanteras på lämpligast sätt också med hänsyn till annan användning av STIBOR T/N (värdering) och förekomst av STIBOR T/N i andra typer av avtal. |
|  |

|  |
| --- |
| Fråga 8: Ser ni något annat alternativ till metod för övergång eller en kombination av de föreslagna alternativen? |
|  |

# Ekonomiska aspekter av byte av referensränta

Vid byte av referensränta i finansiellt avtal kan förmögenhetsomfördelning mellan parterna inträffa. För att motverka det har standards utarbetats för att eliminera risker för värdeöverföring. Den mest övergripande standarden som finns är den som ISDA utvecklat för Ibors till RFR. Denna baseras på att en spreadjustering fastställs som medianen av historiska observationer av den dagliga spreaden över en fem år lång period av historiska räntor, som sätts i förhållande till tidpunkten när STIBOR T/N bör vara ersatt i framtiden.

Principerna i ISDAs standards har använts när Bankföreningen tog fram sin rekommendation för ersättningsräntor. Principerna som redovisas i den rekommendationen kan användas i avtal där det inte har överenskommits om ersättningsränta.

Bankföreningens rekommendation innebär att ersättningsräntan ska vara en *justerad RFR*, med samma observationsperiod som den Ibor som ska ersättas, plus en *spreadjustering*. För STIBOR T/N anges i rekommendationen att ingen justering sker utan endast SWESTR används. Bloomberg publicerar ersättningsräntor för STIBOR. Bloomberg har i sitt system inte tagit hänsyn till att SWESTR och STIBOR T/N har olika starttidpunkt. Alltså används inte samma observationsperiod för att erhålla spreadjustering.

SWESTR, i sin funktion som ersättningsränta, ska kompletteras med en spreadjustering. Den standard som används internationellt innebär för det aktuella bytet att medianen av differensen mellan STIBOR T/N och SWESTR (enligt ovan) för de senaste fem åren används. Då SWESTR ej har tillräcklig historik har Riksbanken rekonstruerat historiken för SWESTR fem år bakåt i tiden på liknande sätt som andra RFR räntor, t ex SOFR, €STR, NOVA.

Denna ersättningsränta är publicerad av Bloomberg, på uppdrag av ISDA, och finns att tillgå i efterhand på deras hemsida, i realtid för deras prenumeranter. På deras hemsida finns även beskrivningar av regelverket för hur ersättningsräntorna beräknas.[[5]](#footnote-5)

|  |
| --- |
| Fråga 9: Anser ni att ersättningsräntan ska beräknas på ett annat sätt än som beskrivits ovan? Motivera ert svar. |
|  |

|  |
| --- |
| Fråga 10: Anser ni att Bankföreningen ska ge en mer detaljerad *beskrivning* av hur ersättningsräntan ska beräknas än vad som anges av Bloomberg? Behövs det ytterligare förtydligande rörande dagskonventioner? Exemplifiera gärna med vad som behövs kompletteras. |
|  |

# Övriga aspekter

|  |
| --- |
| Fråga 11: Finns det något annat att tillägga rörande metoden för byte av STIBOR T/N till SWESTR? |
|  |

1. Med Ibors avses genomgående Interbankräntor. Exempelvis LIBOR, CIBOR, NIBOR. [↑](#footnote-ref-1)
2. [Swestr | Sveriges Riksbank](https://www.riksbank.se/sv/statistik/swestr/) [↑](#footnote-ref-2)
3. Europaparlamentet och Rådets förordning (EU) 2016/1011 om index som används som referensvärden för finansiella instrument och finansiella avtal eller för att mäta investeringsfonders resultat [↑](#footnote-ref-3)
4. [Bankföreningens rekommendation om ersättningsränta för Stibor | Swedishbankers](https://www.swedishbankers.se/fraagor-vi-arbetar-med/ersaettningsraenta-foer-stibor/bankfoereningens-rekommendation-om-ersaettningsraenta-foer-stibor/) [↑](#footnote-ref-4)
5. [LIBOR Resource Center | Bloomberg Professional Services](https://www.bloomberg.com/professional/solution/libor-resource-center/) I den publicerade regelboken finns information om vilka metoder för beräkningar som använts och historiska utfall för STIBOR publiceras under SEK STIBOR Fallback [↑](#footnote-ref-5)