

AKTUELL KOMMENTAR

NIBOR – en norsk rente?

NR. 9 | 2014

OLAV SYRSTAD,
ARNE KLOSTER OG
TOM BERNHARDSEN

Synspunktene i denne
kommentaren representerer
forfatterens syn og kan
ikke nødvendigvis tillegges
Norges Bank



NORGES BANK

1 Innledning

Norges Bank har i flere sammenhenger pekt på at dagens NIBOR-konstruksjon har klare svakheter. Begrunnelsen for dette synet er presentert i brev til Finanstilsynet 26. mai 2014, Norges Bank Memo 2/2014 («Svakheter ved NIBOR») og i Bernhardsen et al. (2012).¹ I Bernhardsen et al. pekes det blant annet på forskjellen i risikopremier som kommer til uttrykk i NIBOR sammenlignet med den svenske referanserenten STIBOR. Denne sammenligningen er spesielt relevant ettersom et flertall av bankene i NIBOR-panelet også kvoterer STIBOR. I notatet «NIBOR – intet mysterium» hevder Aamdal (2014) på sin side at svenske pengemarkedsrenter «...ikke gjenspeilet reell pris på usikret likviditet...».² Han viser til at en pengemarkedsrente må ta innover seg den alternative avkastningen bankene kan oppnå ved å plassere i andre valutaer. Dette illustreres ved å omregne NIBOR og STIBOR til ekvivalente utlån i euro og sammenligne disse med EURIBOR-renten i perioden oktober 2011 til mars 2012. Vi viser i dette notatet at NIBOR gjenspeilet en risikopremie som var spesifikk for euro og EURIBORs panelbanker. Denne risikopremien lar seg etter vår mening vanskelig forsvare for norske kroner og norske banker.³

2 NIBOR og andre lands referanserenter – risiko og plasseringsalternativer

Aamdal illustrerer én alternativ plasseringsmulighet ved å omregne 3 måneders NIBOR og STIBOR til euro ved hjelp av valutaterminer og sammenligner disse rentene med 3 måneders EURIBOR. Det kunne være nærliggende å tro at disse tre rentene – altså 3m NIBOR og 3m STIBOR omregnet til euro og 3m EURIBOR – skal være like fordi man ellers kan oppnå en risikofri gevinst. Dette kalles dekket renteparitet. Men økonomisk teori gjør det klart at dekket renteparitet kun gjelder mellom renter som innehar *lik risiko*. Dette tilsier at alle plasseringsalternativer som skal sammenlignes må *risikojusteres*. En usikret finansiell plassering i en solid norsk bank gir lavere forventet avkastning enn å låne ut til en perifer europeisk bank i økonomiske vansker. Lavere risiko gir lavere forventet avkastning. Dekket renteparitet gjelder ikke – og skal ikke gjelde – mellom disse alternativene.

Figur 1 gjengir en av Aamdals figurer. Figuren illustrerer at 3m STIBOR omregnet til euro lå betydelig lavere enn 3m EURIBOR i den aktuelle perioden. Derimot lå 3m NIBOR omregnet til euro tett opptil 3m EURIBOR. Årsaken til dette er at NIBOR ble kvotert så høyt at den omregnet til euro var om lag like høy som EURIBOR. Aamdal mener at dette viser at NIBOR gjenspeilet reell pris på usikret likviditet og tok høyde for den alternative plasseringsmuligheten i euro (illustrert ved EURIBOR).

¹ Brevet kan lastes ned her: <http://www.norges-bank.no/Publisert/Brev-og-uttalelser/2014/Brev-2-juni-2014/Tilbudet-av-referanserenter-i-Norge/>

Norges Bank Memo 2/2014 gjengir vedlegget til dette brevet og finnes her:

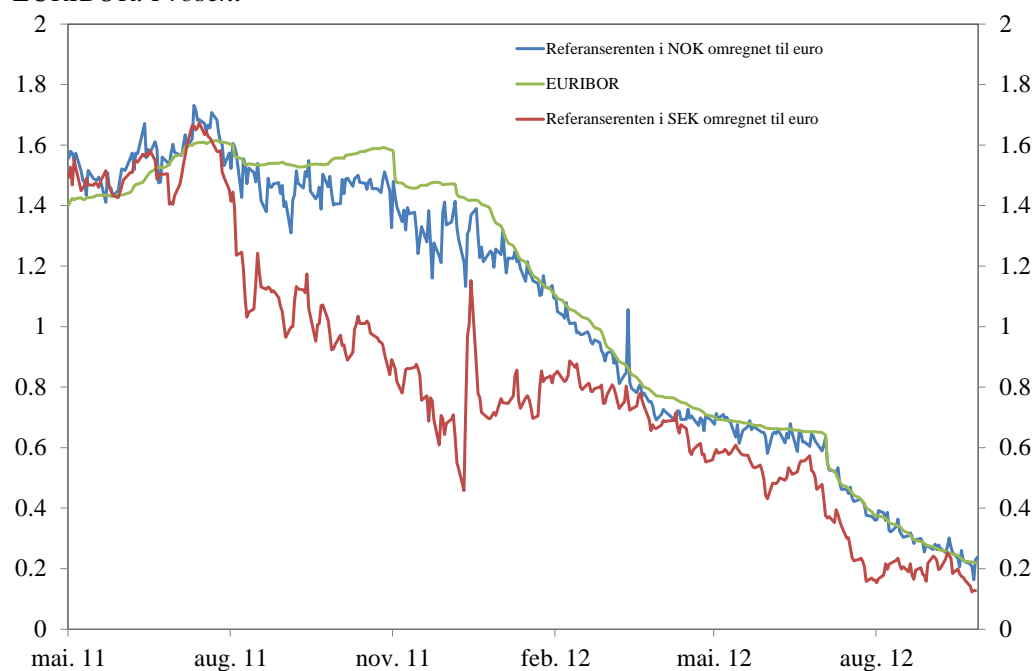
<http://www.norges-bank.no/Publisert/Publikasjoner/Norges-Bank-Memo-/2014/svakheter-ved-nibor/>

Se også Bernhardsen, T., A. Kloster og O. Syrstad (2012) «Risikopåslagene i NIBOR og andre lands interbankrenter», Staff Memo 20/2012 Norges Bank, http://www.norges-bank.no/pages/90289/Staff_Memo_2012.pdf

² Se Working Paper 6/2014, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School, www.cme.no.

³ Aamdal tar også sammenligningen med STIBOR til inntekt for synet om at swapkonstruksjonen for NIBOR gjør den mer markedsnær enn andre lands referanserenter. Norges Banks tidligere kritikk mot dette synet er imidlertid basert på helt andre argumenter om hvordan NIBOR-bankene i praksis fastsetter sine dollarrenter og termin tillegg. Se det over nevnte brev og Norges Bank Memo 2/2014 for nærmere detaljer.

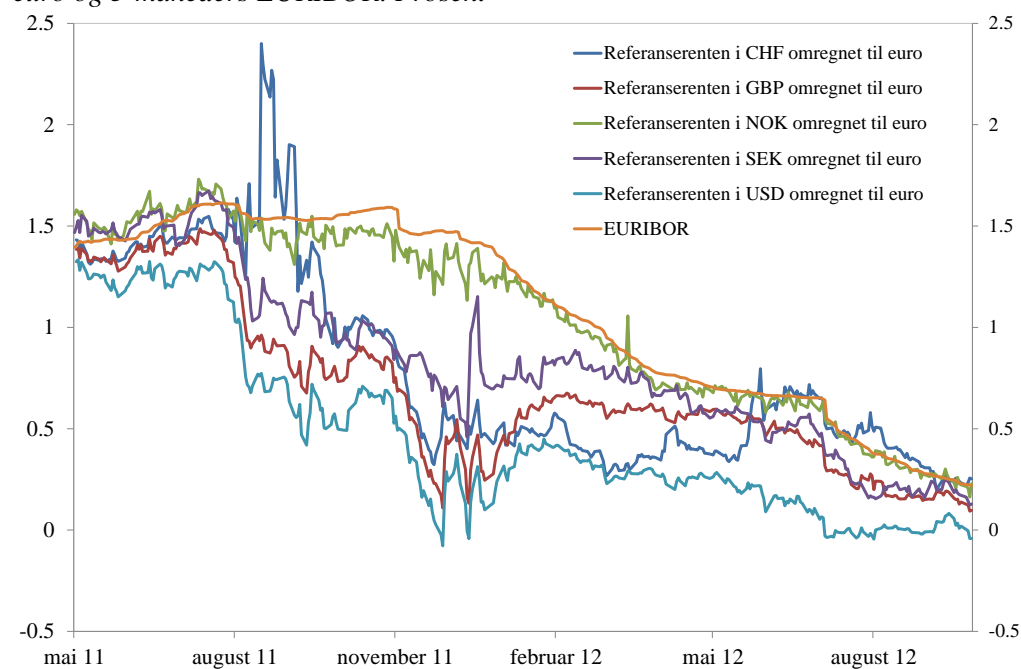
Figur 1. 3-måneders referanserenter i NOK og SEK omregnet til euro og 3-måneders EURIBOR. Prosent



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Figur 2 viser samme beregning for tremåneders referanserenter i flere andre land. Når andre lands referanserenter omregnes til euro, følger de samme mønster som STIBOR. Alle ligger klart lavere enn EURIBOR. Årsaken til dette er at risikopåslagene (referansenteren fratrukket forventet styringsrente) i alle de andre landenes referanserenter var betydelig lavere enn risikopåslaget i EURIBOR. Det eneste unntaket var NIBOR som hadde like høyt, og til tider høyere, risikopåslag enn EURIBOR.

Figur 2. 3-måneders referanserenter i CHF, GBP, NOK, SEK og USD omregnet til euro og 3-måneders EURIBOR. Prosent



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Hva er det som gjør at alle de andre referanserentene ble kvotert så lavt at de etter omregning til euro var betydelig lavere enn EURIBOR? Sagt på en annen måte; hvorfor tok ikke bankene i disse valutaene høyde for den alternative plasseringsmuligheten i euro?

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 9 | 2014

NIBOR – EN NORSK RENTE?

Følges resonnementet til Aamdal, skulle det tilsi at ingen andre referanserenter enn NIBOR gjenspeilet reell pris på usikret likviditet. Det er i så tilfelle oppsiktsvekkende. En nærmere titt på tidsperioden det vises til gir grunnlag for andre forklaringer vi finner mer sannsynlige:

- 1) Økonomien i euroområdet var under kraftig press i 2011-12. Flere av de såkalte periferilandene, og da spesielt Italia og Spania, hadde svært store budsjettunderskudd, stor gjeld og høye lånekostnader. Banksektoren i disse og flere andre euro-land var i problemer, og det var stor usikkerhet knyttet til kredittverdigheten til europeisk banksektor som helhet. Dette kom klart til uttrykk gjennom en kraftig økning i prisen på å forsikre seg mot konkurs i europeiske banker (CDS-prisene).
- 2) Markedsaktører fryktet at ett eller flere av eurosoneens store medlemsland ikke ville betjene sin gjeld. Dette ga spekulasjoner i markedet om at eurosoneen kunne bryte sammen som pengeunion. Eksempelvis skrev DNB i Økonomiske utsikter fra august 2011 at «...sannsynligheten for et krisepreget utfall har økt betraktelig...». Videre anslo DNB i desember 2011 et «det-går-ikke-scenario» til 20-30 prosent.⁴ Det er grunn til å tro at andre aktører i det globale finansmarkedet hadde noenlunde samme oppfatning av tilstanden i euroområdet på dette tidspunktet.

Den økonomiske situasjonen i euroområdet i 2011-12 ga opphav til en betydelig risikopremie for finansielle plasseringer i euro generelt og i EURIBOR spesielt.⁵ Risikopremien som følger av en sannsynlighet for at eurosoneen bryter sammen bør være spesielt høy dersom plasseringen i euro er finansiert med et innlån i en annen valuta. Grunnen til dette er at det er stor usikkerhet knyttet til verdien av eiendelen (plasseringen) ved et eventuelt oppbrudd av eurosoneen, mens forpliktelsen (innlånet) er intakt.⁶

Dette betyr at en plassering i bankene i EURIBOR-panelet var betydelig mer risikabel enn en investering i en NIBOR-bank i norske kroner. Aamdal har derfor i sitt resonnement ikke risikostjert plasseringsalternativene når han hevder at NIBOR omregnet til euro må være om lag lik EURIBOR. I de andre referanserentene kan det se ut som at denne risikovurderingen ble foretatt på en mer adekvat måte.

Figur 3 er identisk med figur 2, men nå med en variabel som kan uttrykke hvordan aktørene vurderte risikoen for at euroen ville bryte sammen. Denne variabelen er antall Google-søk med teksten «EMU break up». Den viser tydelig hvordan EURIBOR steg i takt med økt oppmerksomhet om et mulig eurosammenbrudd. EURIBOR økte da i forhold til alle andre referanserenter enn NIBOR. Hvis det er riktig at denne risikopremien bakes inn i NIBOR, må en spørre seg om hva NIBOR

⁴ Disse analysene finnes her:

<https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR1102.pdf>

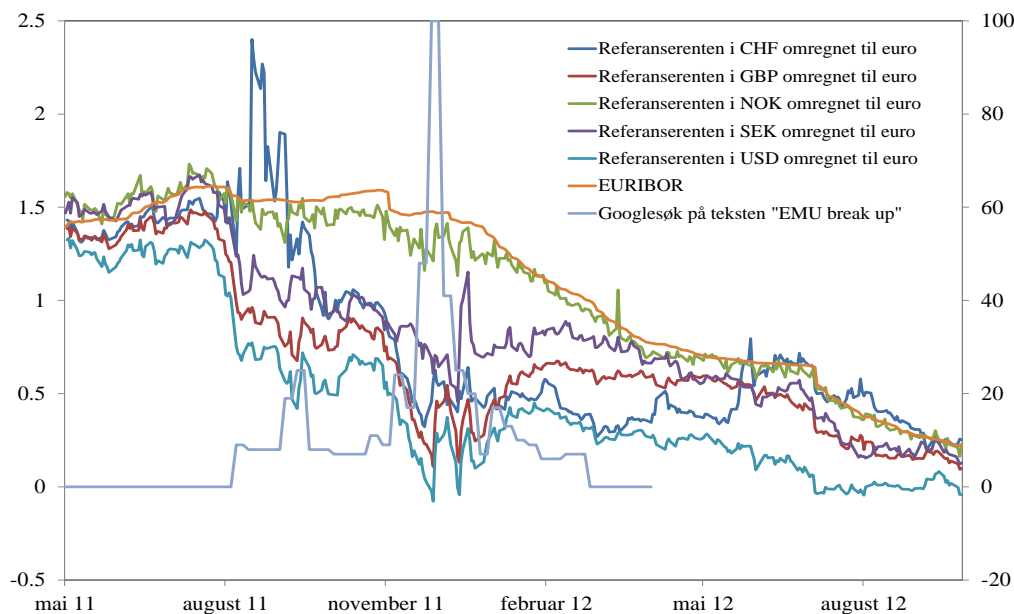
<https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/111215-reviderte-prognoser.pdf>

⁵ Å plassere til EURIBOR innebærer en finansiell plassering i gjennomsnittet av de 44 europeiske bankene som den gang utgjorde EURIBOR-panelet.

⁶ I valutaterminmarkedet slo dette ut i en lavere relativ likviditetspremie i euro (euro blir billigere) enn andre valutaer ettersom det er lite attraktivt å sitte med euro. Effekten ble ytterligere forsterket ved at ECB tilbød ubegrenset med likviditet i sine operasjoner. Alt annet likt betyr dette at IBOR-renter swappet til euro følgelig også blir lavere enn EURIBOR dersom EURIBOR har økt som følge av høyere kredittrisiko i EURIBOR-panelet.

egentlig skal uttrykke. Skal NIBOR være en norsk interbankrente, eller en eurorente omvekslet til norske kroner? Utviklingen i 2011-12 tyder på at NIBOR-bankene legger den sistnevnte tolkningen til grunn.

Figur 3. 3-måneders referanserenter i CHF, GBP, NOK, SEK og USD omregnet til euro, 3-måneders EURIBOR (venstre akse, prosent) og antall Googlesøk på teksten «EMU break up» (høyre akse, indeks)



Kilde: Bloomberg, Google og egne beregninger

3 Konklusjon

Et av problemene med dagens NIBOR-konstruksjon – og som Norges Bank har påpekt ved flere anledninger – er at NIBOR er definert som en valutaswaprente. Bankdrift handler mye om å vurdere risiko. Det er påfallende at banker som ellers vurderer risiko langs mange dimensjoner, unnlater å gjøre det når de skal fastsette NIBOR. NIBOR bør gjenspeile den risikoen som er i norske kroner og risikoen knyttet til de bankene som utgjør NIBOR-panelet.

Dersom man skal sammenligne plasseringsalternativer er første bud å risikjustere de ulike alternativene. Aamdal gjør etter vår mening ikke dette. Den aktuelle tidsperioden var preget av stor usikkerhet, både om europeiske banker og om selve euroens fremtid. Dette ga en særskilt risikopremie i EURIBOR. Når STIBOR (og andre lands referanserenter) ikke inneholdt den samme risikopremien, tolkes det som at disse rentene var kunstig lave. Vi mener tvert imot at det ga uttrykk for forskjellen i risiko mellom utlån til banker i euro og utlån til banker i andre valutaer. Bankene i NIBOR-panelet lot derimot den euro-spesifikke risikoen slå rett inn i NIBOR. Da er det lov å spørre seg hva NIBOR egentlig uttrykker.