



Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF)

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

DNR 2021-00434

2021-03-31

Riksbankens svar - Öppen konsultation om reformerade Stibor

Riksbanken har tagit del av den öppna konsultationen om reformeringen av Stibor som Stibors administratör Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF) har publicerat. Trots att referensräntan, Stibor, nu reformeras anser Riksbanken att den även i fortsättningen i allt för hög grad baseras på bedömningar i stället för faktiska transaktioner. Det går inte att avgöra om Stibor är rättvisande för den underliggande marknaden när den till så stor del baseras på bedömningar. Det gäller särskilt för Stibor på den kortaste löptiden (T/N) där 90 procent av beräkningen baseras på bedömningar (så kallade nivå 3-bidrag). Av samma anledning anser Riksbanken heller inte att den föreslagna beräkningsmetoden för Stibor inger förtroende, och här tillkommer också de brister i transparensen som Riksbanken pekar på i sitt svar. Stibor används i prissättning av många olika sorters finansiella kontrakt, och påverkar därigenom de räntekostnader som bland andra hushåll och företag möter. Det är därför inte heller acceptabelt ur ett konsument-skyddsperspektiv att räntan till så stor del vilar på bankernas bedömningar.

Det är av stor vikt att de referensräntor som används på de finansiella marknaderna är rättvisande och inger högt förtroende. I och med att de används så mycket har de stor betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. Världen över arbetar man sedan flera år med att reformera referensräntorna, och det finns två tydliga mål med det arbetet. För det första ska så kallade interbankräntor (däribland Stibor) i största möjligaste mån använda faktiska transaktioner som utgångspunkt för beräkningen, i stället för bankernas bedömningar av räntor. För det andra ska nya och fullt ut transaktionsbaserade referensräntor tas fram. I många länder har sådana referensräntor redan tagits fram på den kortaste löptiden. Så också i Sverige där Riksbanken kommer att tillhandahålla den transaktionsbaserade referensräntan Swestr.

Globalt börjar man nu använda dessa nya referensräntor allt mer. Eftersom det svenska finansiella systemet är så tätt sammankopplat med andra länders ökar trycket på svenska aktörer att följa efter. Vi behöver alltså göra en sådan övergång även i Sverige - genom att börja använda Swestr. Behovet blir ännu mer tydligt nu när vi ser att Stibor även efter reformeringen i allt för hög grad kommer att baseras på bedömningar.

Referensräntor i förändring globalt

I närmare 40 år har så kallade interbankräntor (ibor, eng. *interbank offered rates*) använts som referensräntor. För kontrakt i svenska kronor används i dagsläget interbankräntan Stibor som referensränta.¹ På senare år har dock interbankräntorna i allt fler länder fått konkurrens av nya transaktionsbaserade referensräntor.

Interbankräntorna bestäms dagligen av paneler av banker², och syftet är att de ska spegla de räntor som bankerna använder när de lånar till varandra utan säkerhet. Interbankräntorna beräknas utifrån bankernas bud. När det saknas transaktioner att basera buden på, baseras buden i stället på bankernas bedömningar av räntor (som i sin tur ska utgå från prissättning på andra finansiella produkter). Under den så kallade Liborskandalen under 2012 uppdagades det att flera internationella banker, för att gynna sig själva eller enskilda anställda, hade manipulerat buden till beräkningen av referensräntan Libor.

Efter finanskrisen inleddes ett globalt arbete för att reformera referensräntorna, under ledning av bland andra Financial Stability Board (FSB)³. Anledningen var dels Liborskandalen där bud hade manipulerats, dels bristen på likviditet på interbankmarknaden i och med att bankerna inte längre finansierar sig på samma sätt som de gjorde när interbankräntor började användas för 40 år sedan. Interbanklån är inte längre en banks primära finansieringskälla, och därmed har det med tiden blivit färre faktiska transaktioner att basera beräkningen av interbankräntorna på.

År 2014 lämnade FSB ett antal rekommendationer om referensräntor som fick stort genomslag globalt. De två huvudsakliga rekommendationerna var:

- **Att reformera interbankräntor**, bland annat genom att begränsa bankernas utrymme att basera räntorna på bedömningar och genom att kräva transparens kring beräkningarna av räntan. Inom EU har sådana krav införts genom EU:s benchmarkförordning (BMR), som svenska marknadsaktörer är bundna att följa. SFBF:s föreslagna reformering av Stibor görs i syfte att Stibor ska uppfylla de krav som benchmarkförordningen ställer.⁴ Även andra interbankräntor har reformerats med samma syfte, däribland euroområdet Euribor.

¹ Enligt SFBF används Stibor i kontrakt till ett värde av omkring åtta gånger Sveriges bruttonationalprodukt, se s. 6 i The Evolution of STIBOR SFBF Consultation Paper.

² I Sverige deltar sju banker i Stiborpanelen: Danske Bank, Länsförsäkringar Bank, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Swedbank och SBAB.

³ FSB är ett internationellt organ som övervakar och ger rekommendationer om det globala finansiella systemet.

⁴ The Evolution of STIBOR SFBF Consultation Paper, s. 5.

- **Att utveckla alternativa, fullt ut transaktionsbaserade, referensräntor.** I linje med den rekommendationen har allt fler centralbanker tagit på sig ansvaret för att tillhandahålla sådana referensräntor på den kortaste löptiden. Riksbanken har, i likhet med många andra centralbanker, åtagit sig att beräkna och publicera en fullt ut transaktionsbaserad referensränta som har fått namnet Swestr.

Fördelen med de nya referensräntorna är just att de är fullt ut transaktionsbaserade och att det därmed inte finns något behov av bedömningar. I en del valutor är det fastslaget att dessa nya transaktionsbaserade referensräntor ska ersätta den traditionella interbankräntan (främst Libor). I andra valutor kommer de nya och de traditionella referensräntorna att leva parallellt en tid, men även där finns det en tydlig ambition att alltmer använda transaktionsbaserade räntor och minska beroendet av interbankräntor.⁵ När Riksbankens referensränta Swestr på löptiden O/N börjar tillhandahållas senare i år så kommer det alltså (likt i många andra länder) att finnas två svenska referensräntor som marknadsaktörerna kan referera till när de ingår nya finansiella kontrakt i svenska kronor.

Globalt börjar man nu använda dessa nya, och transaktionsbaserade referensräntor allt mer. Eftersom det svenska finansiella systemet är så tätt sammankopplat med andra länders ökar trycket på svenska aktörer att följa efter. Vi behöver alltså göra en sådan övergång även i Sverige - genom att börja använda Swestr.

Stibor beräknas allt för sällan på faktiska transaktioner

EU:s benchmarkförordning trädde i kraft 2018. Enligt förordningen bör administratören av en referensränta, när så är möjligt, använda transaktionsbaserade uppgifter som underlag när räntan beräknas. Bankerna får även i fortsättningen använda sina egna bedömningar (som i sin tur ska utgå från prissättning på andra finansiella produkter). Men förordningen ställer särskilda krav på bland annat dokumentation och transparens när sådana bedömningar ligger till grund för beräkningen.

I förslaget till en reformerad Stibor har dess administratör Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF) bland annat utvidgat det tillåtna transaktionsunderlaget så att fler sorters transaktioner än tidigare kan ligga till grund för beräkningen av Stibor. På så sätt blir det fler faktiska transaktioner att beräkna Stibor på (och följaktligen minska användningen av bedömningar). Men i likhet med andra interbankräntor kommer Stibor inte bara att baseras på faktiska transaktioner. SFBF beskriver det så här (Riksbankens översättning):

”En panelbanks bidrag baseras på faktiska transaktioner om sådana är tillgängliga, och på en kombination av andra informationskällor och modelleringstekniker när transaktionsbevis är otillräckliga”.⁶

⁵ Se t.ex. Financial Stability Board, Reforming Major Interest Rate Benchmarks 2020 Progress report, s. 1.

⁶ ”A panel bank’s contribution will be based on executed transactions, when available, and on a combination of other sources of information and modelling techniques when transactional evidence is insufficient.” The Evolution of STIBOR SFBF Consultation Paper, s. 11.

Riksbanken noterar att förslaget till ny beräkning av Stibor innebär att räntan ändå i hög grad skulle beräknas på basis av bedömningar och matematiska metoder snarare än baserat på faktiska transaktioner. Och det gäller på samtliga löptider. SFBF redovisar i konsultationen i figur 5 (återges i bilagan) en uppskattning av hur hög andel faktiska transaktioner Stibor med den nya beräkningsmetoden baseras på.

Som beskrivet ovan utökar SFBF transaktionsunderlaget genom att lägga till fler motparter och inkludera även transaktioner i viss annan valuta än svenska kronor. Transaktionsunderlaget minskar dock igen genom att SFBF föreslår ett relativt högt gränsvärde på en transaktions storlek för att den ska få ingå i underlaget. Beräkningen av Stibor bör kunna baseras på fler transaktioner om man väljer en lägre gräns. Det vore värdefullt om SFBF kunde motivera den valda gränsen, och även belysa i hur många fall det skulle gå att använda nivå 1 i stället för nivå 2 och 3, om gränsen hade satts lägre.

Riksbanken anser att Stibor även fortsättningsvis har en alldeles för låg andel av transaktioner i beräkningen. Delvis beror det på att den svenska penningmarknaden är liten, vilket SFBF också beskriver i konsultationen. Enligt SFBF skulle det inte gå att beräkna Stibor om man inte fick fortsätta att använda bedömningar. Det blir därmed tydligt att det i grunden är så att ett tillräckligt transaktionsunderlag saknas på Stibors löptider. Det resulterar i en referensränta som i så låg grad baseras på faktiska transaktioner att det inte går att avgöra om den är rättvisande.

Särskilt Stibors kortaste löptid beräknas i allt för hög grad baserat på bedömningar

Det är inte bara på de längre löptiderna som transaktioner saknas, och bankernas egna bedömningar därmed får stor vikt i Stibor. Av figur 5 (se bilaga) framgår att Stibors kortaste löptid, Stibor T/N, uppskattningsvis baseras på så kallade nivå 3-bidrag till omkring 90 %. En referensränta som i så stor utsträckning beräknas baserat på bankernas bedömningar är inte en förtroendegivande ränta. Det går heller inte att bedöma om Stibor T/N är rättvisande för den underliggande marknaden, eftersom beräkningen baseras på så få transaktioner.

Det kommer senare i år att finnas en fullt ut transaktionsbaserad referensränta för svenska kronor på en snarlik löptid, nämligen Swestr O/N.

Av de transaktionsdata som Riksbanken sedan 2019 samlar in från penningmarknaden framgår att dagslånemarknaden i svenska kronor för löptiden T/N inte är särskilt aktiv. Detta faktum förklarar även den låga andelen faktiska transaktioner (nivå 1) i beräkningen av Stibor T/N som redovisas i figur 5. Internationellt finns en etablerad standard att använda O/N som den kortaste löptiden. Bland de jurisdiktioner som fortfarande använder T/N som den kortaste löptiden för referensräntor finns en utveckling där man i stället övergår till O/N.

Beräkningen av Stibor i två steg brister i transparens

Stibor är, enligt SFBF:s föreslagna definition, en utlåningsränta.⁷ Den beräknas dock inte på utlåningsräntor. I stället samlar SFBF in panelbankernas inlåningsräntor - från fler aktörer och i andra valutor än de i Stibors definition. Därefter omvandlas Stibor till en utlåningsränta. För detta krävs beräkningar i två steg. I steg 1 beräknas panelbankernas finansieringskostnader (inlåning). I steg 2 görs ett påslag på räntan, som höjer räntenivån från nivån för en inlånings- till en utlåningsränta.

Genom att använda en beräkning i två steg kan SFBF utvidga transaktionsunderlaget så att fler sorters transaktioner än tidigare kan ligga till grund för beräkningen av Stibor, i linje med de krav som benchmarkförordningen ställer. Riksbanken ser dock brister i transparensen när det gäller hur denna tvåstegsberäkning genomförs.

SFBF publicerar en lista över de påslag som i steg 2 ska tillämpas på Stibors olika löptider. Listan baseras på de historiska skillnaderna mellan räntesättning för in- respektive utlåning. Men det finns också en möjlighet, beskriver SFBF, för bankerna att under vissa omständigheter göra avsteg från listan och använda ett annat påslag, vilket skapar flexibilitet för bankerna.

Riksbanken ser det som problematiskt att listan kan frångås till förmån för bankernas bedömningar. Det framgår heller inte av konsultationen hur det i praktiken kommer att gå till när sådana avsteg görs. Det sägs inte heller något om huruvida avstegen kommer att offentliggöras.

Riksbanken vill här lyfta fram benchmarkförordningens krav på att administratören använder en metod som ”innehåller tydliga regler för hur och när skönsmässiga bedömningar får användas”, och att den ska vara ”möjlig att validera”.⁸ Riksbanken anser att användarna av Stibor har rätt att veta vad Stibor, i båda stegen, baseras på.

Viktigt att Stibor redovisas med hög grad av transparens

Som nämndes inledningsvis är det av stor vikt att de referensräntor som används på de finansiella marknaderna är rättvisande och inger högt förtroende. Det är därför viktigt att det tydligt framgår hur referensräntan beräknas. Det är särskilt viktigt med god transparens kring beräkningarna när det saknas transaktioner och referensräntan i stället beräknas utifrån bankernas bedömningar. Stibor används i prissättning av många olika sorters finansiella kontrakt, och påverkar därigenom de räntekostnader som bland andra hushåll och företag möter.⁹ Det är därför inte heller acceptabelt ur ett konsumentskyddsperspektiv att räntan till så stor del vilar på bankernas bedömning.

Riksbanken noterar att SFBF föreslår att den nuvarande publiceringen av enskilda bankers Stibor-bud ska upphöra.¹⁰ Incitamenten för bankerna att rapportera

⁷ Definition reformerade Stibor: ”Stibor är ett mått på den underliggande räntan som panelbankerna applicerar för icke-säkerställd utlåning i svenska kronor till ledande banker.”

⁸ Artikel 12.1 Benchmarkförordningen.

⁹ Se t.ex. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/svenska/2020/storbankernas-finansiering-och-dess-paverkan-pa-hushallens-bolanderantor.pdf>

¹⁰ Motiveringen som anförs av SFBF är att det endast är i de fall som banken använder bedömningar (s.k. nivå 3) som banken lämnar in ett enskilt bud till SFBF (i andra fall rapporterar banken in sina faktiska transaktioner som används för



marknadsmässiga räntor och hålla tillbaka på flexibiliteten i sina bedömningar har i denna del inte förstärkts, utan tvärtom försvagats. Detta är bekymmersamt särskilt i ljuset av att Stibor, även efter reformeringen, till stor del kommer att beräknas baserat på bedömningar (nivå 3).

Riksbanken ser positivt på att fakta som den som SFBF redovisar i figur 5 redovisas öppet och kontinuerligt, i linje med internationell standard.¹¹ Det är nämligen viktigt att inte bara den myndighet som utövar tillsyn över referensröntans administratör, utan även de som använder referensröntan Stibor faktiskt får kontinuerlig tillgång till information om hur den har beräknats. SFBF föreslår i konsultationen att (bland annat) en sådan benchmarkindikator ska publiceras kvartalsvis, och ställer frågan om det finns synpunkter på detta. Riksbanken vill betona vikten av att detta förslag inte stryks (fråga 5 i konsultationen).

Beslut i detta ärende har fattats av avdelningschef Olof Sandstedt efter föredragning av rådgivare Susanna Engdahl.

Olof Sandstedt

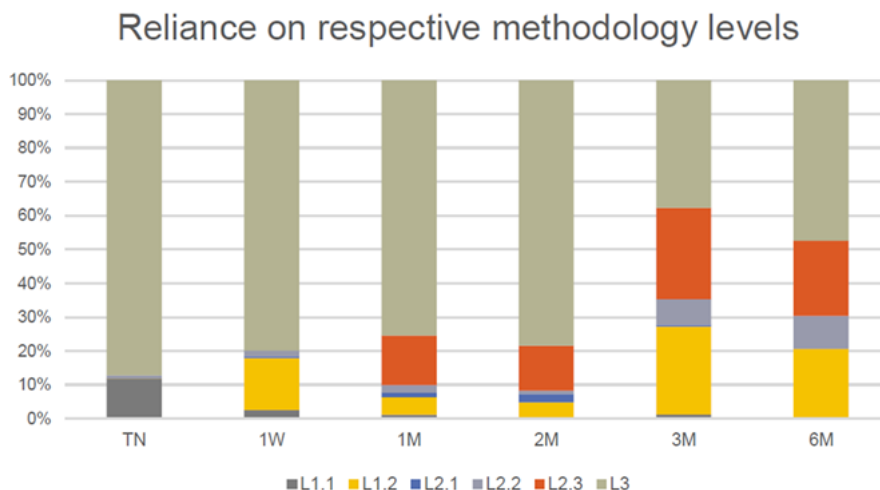
Susanna Engdahl

att beräkna bidrag från nivå 1 och 2). Det argumenteras att det därför inte skulle vara i bankens intresse att de enskilda panelbankernas bud fortsatt publiceras.

¹¹ Se t.ex. Financial Stability Board, Reforming Major Interest Rate Benchmarks 2020 Progress report, s. 6.

Bilaga - SFBF:s figur

SFBF:s figur 5 (s. 21) finns återgiven nedan:



Källa: The Evolution of STIBOR SFBF Consultation Paper.

Tolkningar: På x-axeln anges Stibors olika löptider (T/N står för tomorrow/next), W står för vecka, M står för månader). På y-axeln anges vilket dataunderlag som har använts för att beräkna de olika löptiderna. L1.1-L3 i figuren syftar på nivån av transaktionsunderlag (eng. level).

- L 1 är den högsta nivån, dvs. faktiska transaktioner (L 1.1 är transaktioner i svenska kronor och L 1.2 är transaktioner i utländsk valuta).
- L 2 (nivå 2) är den mellersta metoden vilken syftar på modellering, bland annat inter- och extrapolering från andra löptider samt användande av tidigare dagars transaktioner.
- L 3 (nivå 3) syftar på när Stibor beräknas baserat på bankernas egna bedömningar av vad som vore en lämplig ränta, denna bedömning ska göras baserat på räntor för bankens emitterade värdepapper med kort löptid (CP/CD¹²).

För en utförlig tolkning av figuren och de olika kategorierna hänvisas till SFBF:s konsultationsdokument.

¹² Commercial papers/certificate of deposits