

Redegørelse om CIBOR

(Copenhagen Inter Bank Offered Rate)

REDEGØRELSE OM CIBOR (Copenhagen Inter Bank Offered Rate)

INDHOLD

Resumé	3
Indledning.....	7
1. Historik	9
2. Hvad er CIBOR	12
a) Regelgrundlag	12
b) Deltagelse.....	12
c) Fastsættelse af CIBOR	13
d) Praktik for indberetning og beregning af CIBOR.....	14
e) Pengemarkedskomiteen	16
f) De enkelte stilleres grundlag for CIBOR-kvoteringen	17
3. Analyse af CIBOR	19
4. Kritik af CIBOR	27
a) Størrelsen af markedet for CIBOR-relaterede produkter	27
b) CIBOR-obligationer.....	28
c) De enkelte stilleres kvoteringer	32
d) Analyse af CIBOR udarbejdet af SEB	33
e) Forholdet til konkurrencelovgivningen.....	38
5. Forbedringsinitiativer	39
6. Eventuel supplerende referencerente	41
CITA-renteswapfixing.....	41
Bilag	43

RESUMÉ

Denne redegørelse har til formål at belyse referencerenten Copenhagen Interbank Offered Rate (CIBOR).

Redegørelsen har baggrund i en kritik i offentligheden de seneste måneder af især niveauet for CIBOR-satserne, men også af de governance-forhold, der er relateret til referencerenten. CIBOR-satserne er centrale for det finansielle system i Danmark. CIBOR er ikke kun en vigtig referencerente for bankerne, men også for kunder og andre interessenter. Det er afgørende, at der er bred tillid til CIBOR, og som ansvarlig for referencerenten tager Finansrådet derfor kritikken alvorligt.

Det er ikke muligt at lave en fuldstændig oversigt over det samlede marked for CIBOR-relaterede finansielle produkter, men Finansrådet skønner, at der i alt findes finansielle kontrakter for mellem 5.000 mia. DKK og 7.500 mia. DKK, der er relateret til CIBOR-satserne. Heraf er der udstedt CIBOR-relaterede realkreditobligationer for ca. 410 mia. DKK. Langt hovedparten er dog relateret til finansielle derivatkontrakter mellem banker, hvor den enkelte bank typisk foretager risikofafdækninger ved hjælp af disse kontrakter. Banker både modtager og afgiver derfor CIBOR-relaterede rentebetaling. Det er Finansrådets opfattelse, at der er bred tillid til CIBOR-satserne i banksektoren.

CIBOR beror på en vurdering fra et antal banker, benævnt stillerbankerne, af, hvilken rente de hver især ville udlåne til på usikret basis til en såkaldt primebank eller solid bank. Bankernes kvotering er baseret på en række markedsforhold og individuelle vurderinger relateret til udlån med en løbetid på mellem en uge og 12 måneder. For at sikre de mest retvisende satser har der altid været en mekanisme, som sikrer, at de højeste og laveste kvoteringer udelades, hvorefter CIBOR-satserne for de forskellige løbetider beregnes som et gennemsnit af de resterende kvoteringer.

Analyse af CIBOR-niveauer

CIBOR-satserne fastsættes på baggrund af en række individuelle markedsvurderinger, herunder forventninger til kommende ændringer i renten fra Nationalbanken og Den Europæiske Centralbank, udviklingen i andre penge-markedsrenter, likviditetsforhold i banksektoren, vurderinger af niveauet for kreditrisiko, en stillerbanks alternative placeringsmuligheder af likviditet samt kapitalbelastning. Det er derfor ikke muligt at beregne en objektiv og entydig CIBOR-sats for de forskellige løbetider, men niveauet herfor kan derimod godt vurderes.

Finansrådet har derfor analyseret forskellige relevante faktorer over en længere periode med henblik på at undersøge, i hvilket omfang udviklingen for CIBOR-satserne kan forklares.

Konklusionerne af denne analyse er:

- Frem til midten af 2008 havde renteforskellen mellem CIBOR og den europæiske rente for usikrede banklån (EURIBOR) været stabilt i en længere periode. Efterfølgende steg renteforskellen mærkbart for derefter løbende at falde frem til sensommeren 2011, hvorefter CIBOR i en periode lå lavere end EURIBOR. Denne udvikling hænger dels sammen med forskellen i pengepolitikken i Danmark og euroområdet, herunder rentebeslutninger og likviditetstildelinger, dels at der kan konstateres forskelle i vurderingen af likviditets- og kreditrisici i Danmark sammenlignet med euroområdet.
- Det kan konstateres, at forskellen mellem sikrede og usikrede renter i Danmark og euroområdet i perioder siden begyndelsen af finanskrisen har udviklet sig forskelligt. Det vurderes, at disse udsving primært skyldes usikkerhed i banksektoren blandt andet på grund af flere banksammenbrud i Danmark, som førte til højere kredit- og likviditetspræmier.

På baggrund af analysen er det Finansrådets vurdering, at CIBOR-satserne i den analyserede periode fra 2007 til medio 2012 ligger inden for rammerne af, hvad der kan forventes i en periode, der har været karakteriseret ved meget volatile markedsforhold.

Særskilt har Finansrådet også undersøgt, om der kan konstateres forskelle i prissætningen på realkreditobligationer, hvor den nominelle rente er baseret på en CIBOR-referencesats og på traditionelle rentetilpasningsobligationer.

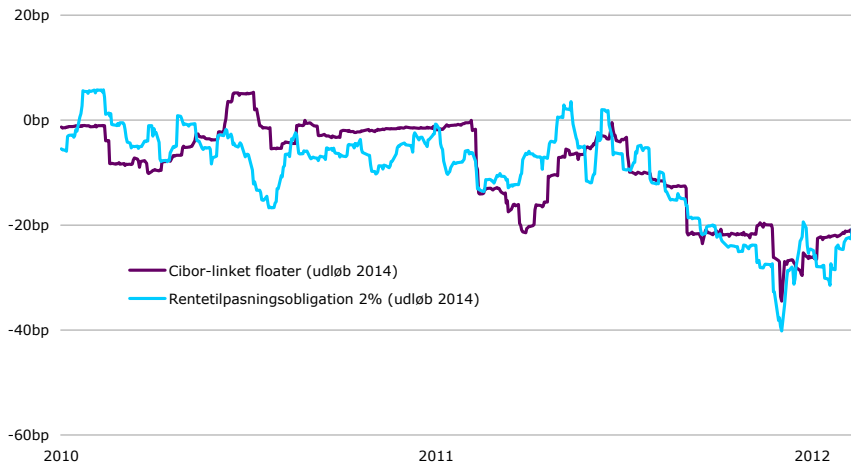
Udstedelsen af såvel CIBOR-baserede som traditionelle rentetilpasningsobligationer er baseret på efterspørgslen på lån. Der anvendes i Danmark et "balanceprincip", som sikrer en direkte forbindelse mellem låneoptagelse og obligationsudstedelse, mens renten bestemmes af investorernes efterspørgsel på obligationerne.

- Der kan ved auktioner over begge obligationstyper ikke konstateres forskelle i prissætningen, som ikke umiddelbart kan forklares med markeds-mæssige forhold, som f.eks. mængden af cirkulerende obligationer i en udstedelse. Der er i øvrigt tale om en renteforskel i de undersøgte auktioner, der svinger mellem minus 0,09 procentpoint og plus 0,1 procentpoint ved sammenligninger mellem CIBOR-baserede og traditionelle rentetilpasningsobligationer.
- Det er også undersøgt, hvordan CIBOR-baserede obligationer og traditionelle rentetilpasningsobligationer efterfølgende har handlet. Det kan her konstateres, at de to obligationstyper prissættes stort set ens.

Det kan på denne baggrund konkluderes, at prisen på realkreditobligationer, der fastsættes af markedet i praksis er identisk for CIBOR-baserede realkreditobligationer og traditionelle rentetilpasningsobligationer.

Se i øvrigt redegørelsen side 28-31.

Figuren viser Asset Swap Spreads på korte rentetilpasningsobligationer og CIBOR-obligationer



Note: Spændet til DKK swapkurven. 1bp = 0,01 pct.

Note: CSX kurser

Gennemgang af governance

Finansrådet har endvidere gennemgået de governance-forhold, der er gældende for såvel CIBOR-stillerne som Finansrådets pengemarkedskomiteé. Der har i den forbindelse været fokuseret på, hvordan CIBOR-stillerne udfører deres opgaver og de kontrolfunktioner, som Pengemarkedskomiteen udfører.

Reglerne for CIBOR-stillerne er tidligere blevet præciseret, eksempelvis da det kunne konstateres, at en stiller på grund af individuelle likviditetsudfordringer i en periode stillede kvoteringer, der lå op til 0,11 pct. point fra de endelige CIBOR-satser. Set i lyset af de spørgsmål, der er blevet stillet til referencerenten, vurderes det, at der er behov for at præcisere reglerne især i forhold til compliance-regler, herunder at CIBOR-stillerne skal føre en logbog, der forklarer baggrunden for ændringer i kvoteringerne samt præcisere visse regler for fastsættelse af CIBOR-kvoteringerne.

Det er også undersøgt, hvordan Pengemarkedskomiteen har varetaget sin kontrolfunktion. Det kan konstateres, at komiteen mellem april 2011 og juni 2012 har afholdt otte møder, hvor såvel generelle pengemarkedsforhold som spørgsmål relateret til usædvanlige kvoteringer er blevet diskuteret. Der er efterfølgende fulgt op på eventuelle bemærkninger til blandt andet indberetningsdisciplin og kvoteringer i forhold til den enkelte stiller. Uanset at Finansrådet vurderer, at Pengemarkedskomiteen har udfyldt sin rolle, er det vurderingen, at et offentligt tilsyn vil være gavnligt i forhold til yderligere at styrke tilliden til CIBOR-satserne fremadrettet.

Uanset at der ikke kan påvises forhold, som kunne tyde på misvisende CIBOR-satser, er det Finansrådets vurdering, at der er basis for at tydeliggøre de regler, der er gældende for CIBOR-stillerne, med henblik på at styrke tilliden til referencerenten. I den forbindelse er Finansrådet enig med erhvervs- og vækstministeren i, at et offentligt tilsyn fremadrettet vil kunne være med til at styrke tilliden til referencerenten set i lyset af den senere tids kritik.

Konkret vil Finansrådet gennemføre følgende tiltag:

- Der indføres minimumsregler for complianceopgaver for CIBOR-stillere, herunder at der dagligt føres logbog over ændringer i kvoteringerne fra den enkelte stiller.
- Vejledningen for fastsættelse af CIBOR vil blive præciseret med henblik på at skabe større klarhed om, hvad der til enhver tid forstås ved en primebank, som er definitionen på den bank, der udlånes til på usikret basis. Det vil også blive tydeliggjort, hvilken betydning likviditetsforhold må have på fastsættelsen af CIBOR-kvoteringer.
- Der indledes en aktiv dialog med brugere af CIBOR, herunder relevante interesseorganisationer, hvor eventuelle forslag til yderligere forbedringer af referencerenterne og indførelse af eventuelle supplerende referencerenter kan diskuteres.
- Alle gældende regler og vejledninger i relation til CIBOR offentliggøres på Finansrådets hjemmeside sammen med den til enhver tid gældende sammensætning af Pengemarkedskomiteen for at øge transparensen.
- Finansrådet vil herudover drøfte indførelsen af yderligere tiltag med en kommende tilsynsmyndighed.

INDLEDNING

Baggrunden for denne redegørelse er, at der fra primo juli 2012 har været kritik i offentligheden af CIBOR-satserne. En kritik, der har taget udgangspunkt i en omfattende skandale i forbindelse med den britiske LIBOR-rente, hvor en undersøgelse har sandsynliggjort, at LIBOR-stillerbanker har stillet ikke-markedskonforme kvoteringer.

Trods navneligheden er der væsentlige forskelle mellem LIBOR (London Interbank Offered Rate) og CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate). LIBOR er den rente, som en stillerbank vurderer, den selv kan låne penge til på usikret basis fra andre banker. CIBOR derimod er den rente, som en stillerbank vurderer, den vil låne penge ud til på usikret basis – det vil sige uden sikkerhed i værdipapirer eller lignende – til en solid bank (“prime bank”).

CIBOR var ved etableringen i 1988 baseret på, at der var et udlån mellem danske banker på usikret basis i løbetider på mellem en uge og 12 måneder, og referencerenten blev hurtigt bredt anvendt i den finansielle sektor til fastsættelse af rentebetalinger for en lang række finansielle kontrakter og transaktioner i takt med udviklingen af markedet for afledte finansielle instrumenter (derivater).

I en længere årrække har der dog været en tydelig tendens til, at udlån på usikret basis, det vil sige uden sikkerhed i f.eks. stats- eller realkreditobligationer, har været kraftigt faldende. Denne udvikling accelererede som følge af finanskrisen, således at der i dag stort set ikke er udlån mellem banker uden sikkerhed i længere løbetider. Det skyldes blandt andet, at der løbende er sket væsentlige skærpelser af krav om kapitaldækning ved udlån uden sikkerhed til andre banker. Det er derfor for langt de fleste danske banker ikke attraktivt at foretage usikrede udlån.

På trods af, at omsætningen bag CIBOR-udlån er faldet, er CIBOR stadig af stor vigtighed for det finansielle system. Der findes ingen samlet opgørelse over brugen af CIBOR, men Finansrådet skønner, at der er indgået finansielle kontrakter og udstedt værdipapirer for mellem 5.000 og 7.500 mia. DKK, der er baseret på CIBOR-satser, herunder CIBOR-relaterede realkreditobligationer for ca. 410 mia. DKK. Langt hovedparten af de CIBOR-relaterede kontrakter er indgået mellem banker og andre finansielle institutioner, der typisk både betaler og modtager CIBOR-renter i markant omfang.

Da CIBOR-satserne er et centralt og velindarbejdet værktøj i den finansielle sektor, er satserne kontraktligt indarbejdet i et meget stort antal finansielle kontrakter med løbetider på op til 30 år frem i tiden. Det er derfor forbundet med betydelige juridiske og praktiske konsekvenser, hvis definitionen på referencerenten ændres. Kontrakterne er langt overvejende indgået mellem banker og andre finansielle institutioner, men anvendes også direkte eller indirekte over for kunder for såvel indlån som udlån. De senere år er CIBOR også blevet anvendt til fastsættelse af

rentekuponer for realkreditobligationer i tilknytning til lån, der er optaget af såvel erhvervs- som privatkunder. Disse obligationer sælges og handles dog som andre obligationer, og obligationernes kurser er derfor baseret på egentlige handler.

CIBOR-satsen er altid blevet kvoteret af et antal stillerbanker, da renten ikke kan beregnes mekanisk på baggrund af andre rentesatser. Det skyldes, at CIBOR-satserne ikke kun er baseret på Nationalbankens udlånsrenter, men også på forhold som den enkelte stillerbanks forventninger til kommende ændringer i renten fra Nationalbanken eller Den Europæiske Centralbank, udviklingen i andre pengemarkedssatser som Cita-renten for sikret udlån, EURIBOR-renten for usikret udlån i eurozonen og EONIA-satserne for sikret udlån i eurozonen, likviditetsforhold i banksektoren, vurderingen af niveauet for kreditrisiko og en stillerbanks alternative placeringsmuligheder af likviditet, f.eks. ved køb af obligationer eller placeringer i Nationalbanken.

Disse forhold er baseret på skøn hos den enkelte stillerbank. Der kan derfor ikke opstilles objektive beregninger for, hvad CIBOR-satsen skal være for lån af en bestemt varighed. For at sikre de mest korrekte satser har CIBOR-satserne derfor altid været baseret på et gennemsnit af kvoteringer fra stillerbankerne, og som en yderligere sikkerhed er de højeste og laveste kvoteringer dagligt blevet frasorteret inden gennemsnittet beregnes. Endelig har en komité løbende overvåget den enkelte banks kvoteringer, der løbende offentliggøres for hver stillerbank og for alle løbetider fra 1 uge til 12 måneder.

1. HISTORIK

Referencerenten Copenhagen Interbank Offered Rate (CIBOR) blev etableret i 1988. Etableringen af CIBOR havde til hensigt at skabe en transparent og repræsentativ afspejling af markedsforholdene for usikrede udlån mellem bankerne på interbankmarkedet og skulle muliggøre afregning af forskellige produkter, især de afledte finansielle produkter (derivater), der handles mellem bankerne. CIBOR er således på linje med andre internationale referencerenter blevet et benchmark, som bankerne benytter generelt i deres indbyrdes afregning mellem hinanden, særligt i derivatmarkedet – f.eks. EURIBOR i euroområdet.

Den væsentligste grund til at etablere CIBOR var, at aktørerne i det professionelle pengemarked i Danmark havde et ønske om at kunne handle "Forward Rate Agreement" (F.R.A.)-kontrakter (faste rentekontrakter). Med F.R.A.-kontrakterne fik bankerne et aktivt instrument, som de kunne bruge til at dække deres fremtidige renterisiko af med (hedge). Markedet for F.R.A.-kontrakter blev hurtigt meget stort. Siden er markedet for rente- og valutaswapkontrakter i danske kroner med længere løbetider (2-30 år) ligeledes blevet etableret i det danske marked med CIBOR som referencerente. I dag udgør disse to typer kontrakter langt den største del af omsætningen inden for danske rentekontrakter, og dermed udgør de den største del af de finansielle produkter, der er linket til CIBOR.

Ved CIBOR's etablering i 1988 udgjorde det usikrede pengemarked – altså lån mellem banker uden sikkerhed – en stor del af det danske pengemarked. Siden etableringen er der dog sket en markant strukturel ændring af pengemarkederne ikke kun i Danmark, men også internationalt hen imod sikrede pengemarkedsforretninger. Denne udvikling er sket over en lang årrække, men er accelereret i forbindelse med den finansielle uros begyndelse i august 2007. Udviklingen er blandt andet begrundet i en stigende erkendelse – ikke kun hos banker selv, men også hos lovgivere og tilsynsmyndigheder – om modpartsrisiko (kreditrisiko) ved udlån uden sikkerhed mellem banker. Dette medførte øget kapitalbelastning af udlån uden sikkerhed. Bankerne er således i vid udstrækning overgået til at låne likviditet af hinanden mod sikkerhed i obligationer (repo'er). Lån mod sikkerhed er dog også koncentreret i den korte ende af pengemarkedskurven, hvilket typisk vil sige løbetider under en måned, jf. bilag 5 om solvens.

I takt med, at markedet bag CIBOR-fastsættelsen er blevet mindre, har Finansrådet fundet det hensigtsmæssigt at gøre CIBOR-stillelsen mere transparent og at øge kendskabet til CIBOR. Pr. 26. marts 2001 blev CIBOR offentliggjort på Finansrådets hjemmeside, ligesom det blev muligt at se de faktiske indberetninger fra de enkelte CIBOR-stillere, som ligger til grund for fixingen af CIBOR. Endvidere blev reglerne for, hvorledes CIBOR fastsættes, lagt på hjemmesiden.

Oprindeligt var der kun danske banker med i CIBOR-stillelsen, men pr. 1. april 2005 indtrådte fire internationale

banker i kredsen af CIBOR-stillere. Dette skete efter invitation fra de eksisterende CIBOR-stillere, der havde taget kontakt til en række udenlandske banker, som var meget aktive i det danske pengemarked. Der var således et bagvedliggende ønske om at have flest mulige stillere, som dog samtidig skulle have en indgående indsigt i det danske pengemarked og derved sikre, at referencerenten afspejler det generelle marked. Ønsket om at have mange stillere er begrundet i, at alle banker har forskellige markedsvurderinger, og at deres kvoteringer vil afspejle disse forskelle. Et gennemsnit af disse satser er derfor et udtryk for det samlede marked. I perioden siden 1988 har der været mellem 7 og 12 danske og udenlandske stillere, der har deltaget i den daglige fixing.

Nationalbanken deltog i arbejdet med etablering af CIBOR og påtog sig at stå for de daglige opgaver med at indsamle, beregne og offentliggøre CIBOR-fixingerne. I den forbindelse fik Nationalbanken en plads i den oprindelige CIBOR-komité som observatør. Til brug for møderne i CIBOR-komiteen udarbejdede Nationalbanken statistisk materiale, der dannede udgangspunkt for drøftelserne i komiteen. Med Nationalbankens udtræden af samarbejdet pr. 4. april 2011 blev den daglige indsamling, beregning og offentliggørelse af CIBOR overdraget til Nasdaq OMX. Dette bragte det danske set-up på linje med andre internationale referencerenter, hvor centralbanker heller ikke står for denne opgave. Valget af Nasdaq OMX var naturligt set i nordisk sammenhæng, idet Nasdaq OMX i forvejen varetager arbejdet med Stibor-renten i Stockholm og derudover er en central informationskanal.

For at styrke kontrollen med, at reglerne for CIBOR og Swap¹-referencerenterne blev overholdt efter, at overdragelsen af fixingerne blev overført til Nasdaq OMX, blev såvel CIBOR- som Swap-komiteernes opgaver og kompetencer overført til Pengemarkedskomiteen. Denne nye komité fik pr. 4. april 2011 det overordnede ansvar for, at reglerne for de to referencerenter blev overholdt.

I forbindelse med etableringen af Pengemarkedskomiteen fandt Finansrådet det væsentligt, at komiteens medlemmer ikke var de samme personer, som kvoterer CIBOR og Swap-referencerenterne i det daglige. Det var dog samtidig vigtigt, at de pågældende personer har et indgående kendskab til det danske pengemarked i praksis. Valgbarhed til komiteen forudsætter derfor et indgående kendskab til det danske finansielle marked, uden hvilket det vil være forbundet med store udfordringer at vurdere det samlede billede af CIBOR-fixingerne. Personer med dette kendskab kan vanskeligt findes uden for de banker, der er CIBOR-stillere. Man har i denne proces forsøgt at finde en balance mellem på den ene side uafhængighed af CIBOR-stillelsen og på den anden side muligheden for at kunne forholde sig til CIBOR. Den aktuelle sammensætning vil fremover fremgå af Finansrådets hjemmeside.

¹En renteswap (Interest Rate Swap (IRS)) er en kontrakt på bytte af rentebetalinger i samme valuta – fra variabel til fast rente eller omvendt. På indgåelsestidspunktet aftales en nominal hovedstol samt vilkår for det variable og faste "ben" i swappen. Der sker ingen udveksling af hovedstolen, og det eneste, der fysisk betales mellem de to parter, som har indgået en Swap, er forskellen på den faste og variable rentebetaling på hovedstolen på terminstidspunktet.

Siden etableringen af CIBOR er der blevet udviklet nye produkter med CIBOR som referencerente også uden for interbankmarkedet. I forhold til erhvervs kunder er det nogle steder blevet udbredt at anvende lån med en variabel rente med udgangspunkt i et generelt benchmark i stedet for, at lånerenten blev fastsat af den enkelte bank. Dette gav dem mulighed for at sammenligne bankerne på størrelsen af deres rentetillæg til CIBOR, hvilket stadig er tilfældet. Endvidere begyndte realkreditsektoren så småt i april 2000 og mere udbredt i 2005/2006 at tilbyde låntyper, hvor kuponrenten var baseret på en CIBOR-rentesats (plus/minus et fast tillæg), herunder de såkaldte CIBOR 3- og 6-obligationer med reference til henholdsvis 3- og 6-måneders CIBOR-satsen. Refinansiering af CIBOR-baserede realkreditlån sker normalt ved en auktion, hvor der udstedes nye obligationer til kurs 100. På auktionen byder investorerne det tillæg eller fradrag til CIBOR, de ønsker at modtage/betale for investering i de obligationer, der sælges på auktionen. Låntagers rentebetaling i obligationernes løbetid er identisk med den rentebetaling, som investor modtager.

Markedet for disse realkreditlån er ca. 410 mia. DKK. Selvom det isoleret set er et stort beløb, udgør disse produkter langtfra det samlede marked for CIBOR-relaterede produkter. Til sammenligning må størrelsen af de CIBOR-relaterede, afledte finansielle instrumenter (derivater) på interbankmarkedet antages med et forsigtigt estimat at være mere end ca. 10-15 gange større mellem såvel danske som internationale banker. Da dette marked handles OTC og ikke via en børs, er der ingen markedsstatistik på den samlede omsætning og volumen. Dette kan dog ændre sig fremadrettet med implementeringen af EU-forordningen EMIR, som stiller krav om rapportering af OTC-handler.

Nationalbanken har løbende behandlet CIBOR i sine kvartalsrapporter, jf. f.eks. 1. kvartal 2008, 3. kvartal 2010 og 2. kvartal 2011.

2. HVAD ER CIBOR

CIBOR (Copenhagen Inter Bank Offered Rate) er defineret som den rentesats, hvortil et pengeinstitut er villig til at udlåne danske kroner for en periode af 1 uge, 2 uger, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11 eller 12 måneders løbetid til en primebank på usikret basis.

a) Regelgrundlag

Grundlaget for CIBOR findes i to sæt regler samt i en vejledning om fastsættelse af CIBOR. Der er tale om regler for deltagelse som CIBOR-stiller samt regler for fastsættelse af CIBOR og vejledning hertil.

De gældende regler vedlægges som bilag 1, 2 og 3.

b) Deltagelse

Reglerne er løbende blevet ændret i takt med den strukturelle udvikling på det danske pengemarked samt med antallet af deltagere. En af de største forandringer blev gennemført i forbindelse med, at kredsen af CIBOR-stillere blev udvidet til også at omfatte udenlandske banker.

Oprindeligt indeholdt reglerne for deltagelse som CIBOR-stiller primært en række objektive kriterier, der dannede grundlag for at vise, at de pågældende banker havde indgående kendskab til det danske pengemarked. Det var således en betingelse, at banken var prisstiller i en række pengemarkedsprodukter, ud over at banken også havde været aktiv i det danske pengemarked i en periode på mindst ét år. De banker, der blev optaget gennem disse objektive kriterier, udgjorde CIBOR-komiteen og udgør fortsat gruppe 1.

De objektive betingelser om, at en CIBOR-stiller skulle være prisstiller, kunne ikke bruges i forbindelse med optagelse af de udenlandske banker. Der blev derfor etableret en ny gruppe 2 af CIBOR-stillere, hvor optagelse skete ud fra en vurdering af, om banken havde været aktiv i det danske pengemarked i en periode på mindst ét år. I denne vurdering indgik, at CIBOR-komiteen skulle vurdere, om den potentielle stiller prægede markedet i flere produkter på interbankmarkedet, stillede tilstrækkelige ressourcer til rådighed, og at deres deltagelse ville højne kvaliteten af CIBOR. Derved sikredes, at den enkelte stiller havde de fornødne forudsætninger for at vurdere, hvor CIBOR-renterne burde ligge.

For at gøre reglerne operationelle blev kompetencen til at vurdere nye CIBOR-stillere givet til den oprindelige gruppe af CIBOR-stillere, der opfyldte de objektive krav. Denne gruppe kunne så indstille til Finansrådets bestyrelse, at et nyt medlem burde optages i gruppen af stillere. Denne rolle er efter 4. april 2011 overtaget af Pengemarkedskomiteen.

Kredsen af CIBOR-stillere er faldet til at være syv ved udgangen af august 2012. Dette fald skyldes dels afvikling af og fusioner mellem banker, dels ændringer i og tilpasning af deres forretningsområder. Det sidste gør sig særligt gældende for de udenlandske bankers vedkommende, men har også været tilfældet for nogle af de danske deltagere.

Pengemarkedskomiteen har også løbende undersøgt, om der skulle være potentielle CIBOR-stillere i markedet og har rettet henvendelse til dem af egen drift. Senest i februar 2012 blev der optaget en ny CIBOR-stiller (Spar Nord Bank).

c) Fastsættelse af CIBOR

CIBOR er den rentesats, hvortil et pengeinstitut er villig til at udlåne danske kroner for en periode af 1 uge, 2 uger, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11 eller 12 måneders løbetid til en primebank på usikret basis.

CIBOR adskiller sig grundlæggende i sin kvotering fra LIBOR i London. Når LIBOR fastsættes, skal den enkelte bank vise, hvad den selv kan låne til, det vil sige, at den skal vise sin egen kreditværdighed. I forbindelse med den finansielle uro ultimo 2007 og i 2008 har visse banker, der deltager i LIBOR-stillelsen, således været beskyldt for at sætte deres kvoteringer lavere, end deres aktuelle kreditværdighed tilsagde og dermed signalere, at de havde en bedre kreditværdighed, end tilfældet var.

Dette forhold gør sig ikke gældende for CIBOR. Ved kvotering af CIBOR skal stillerne således vise, hvilken rentesats de ville være villige til at låne ud til til en primebank på usikret basis. CIBOR viser derfor ikke, hvad CIBOR-stillerne selv kan låne til. Denne forskel kan udtrykkes i forskellen mellem bud og udbudspriser. Dette understreger således den fundamentale forskel mellem de to rentesatser.

I forbindelse med den finansielle uro er der blevet usikkerhed om, hvad der skal forstås ved en primebank. Den tidligere CIBOR-komité udarbejdede og offentliggjorde derfor den 1. maj 2009 en vejledning om fastsættelse af CIBOR, hvor det præciseres, at der ved primebank forstås en bank, der under de til enhver tid givne markedsforhold er blandt de mest kreditværdige banker. Det er derfor heller ikke nødvendigvis sådan, at en CIBOR-stiller selv skal være primebank.

Begrebet primebank er således ikke helt entydigt eller absolut, men relativt og relaterer sig til de givne markedsforhold. Graden af kreditværdighed kan således også variere over tid blandt andet afhængig af udviklingen i kreditrattinger.

Ingen CIBOR-stiller er forpligtet til at levere likviditet på sin stillede kvotering til de andre CIBOR-stillere, og det har altid været gældende, også da markedet for usikret udlån var mere likvidt. Det er i øvrigt ikke givet, at CIBOR-stil-

lerne har adgang til at handle med hinanden på usikret basis, f.eks. ud fra betragtninger om modpartsrisiko. Men enhver CIBOR-stiller bør tilstræbe at lade sine CIBOR-satser reflektere et så realistisk renteniveau som muligt. Da CIBOR ikke kan beregnes objektivt, vil der således være en lang række kriterier, som spiller ind i den daglige kvotering og tillægges forskellig vægt i den enkelte bank. Hvilke kriterier, der kan indgå, gennemgås i afsnit f.

Efter den finansielle uro i 2008 blev det sværere for nogle banker at opnå tilstrækkelig funding, og prisen på specielt usikret likviditet var stærkt stigende. For at sikre, at samtlige CIBOR-banker fortsat var istand til at kvotere markeds-konforme priser, blev en "likviditetsbestemmelse" (pr. 1. maj 2009) indført i CIBOR-reglerne. Den enkelte stiller skulle således forudsætte at have den nødvendige overskudslikviditet for perioden og ønske at udlåne på usikret basis til en primebank på et realistisk niveau.

Bestemmelsen betyder, at når der kvoteres, skal den enkelte CIBOR-stiller forudsætte, at denne har den fornødne likviditet til at låne danske kroner ud, uagtet om dette reelt er tilfældet eller ej. CIBOR-stilleren kan således tage højde for de generelle likviditetsforhold mv. i markedet, men ikke at den selv akut skulle mangle likviditet. Det bør således ikke få direkte indvirkning på CIBOR, hvis en CIBOR-stiller kun kan skaffe likviditet ved at betale en usædvanligt høj rente for usikrede lån, f.eks. hvis der er negative rygter i markedet om den pågældende bank.

Såfremt markedet for usikret udlån ikke fungerer, eller der ikke handles i markedet, skal den enkelte CIBOR-stiller fortsat kvotere ud fra en selvstændig vurdering af, hvor rentesatserne skal ligge den pågældende dag. Dette har i stigende grad været nødvendigt i takt med, at markedet for usikrede lån har været vigende.

Reglerne for CIBOR er udarbejdet inden den finansielle uro og har derfor ikke taget tilstrækkelig højde for helt usædvanlige markedsforhold. Pengemarkedskomiteen har derfor besluttet, at der skal ske en præcisering af reglerne for CIBOR. I denne præcisering, vil der skulle skabes en større klarhed over, hvad der til enhver tid forstås ved en primebank, samt hvilken betydning blandt andet likviditetsforhold må have på fastsættelsen.

d) Praktik for indberetning og beregning af CIBOR

CIBOR kvoteres af hver CIBOR-stiller med to decimaler kl. 10.30. Det vil sige, at CIBOR skal afspejle prisen på usikret udlån kl. 10.30.

Beregningen tager udgangspunkt i antallet af CIBOR-stillere.

Ved 12 CIBOR-stillere eller flere udelades de tre højeste og de tre laveste satser, og der beregnes et simpelt gennemsnit af de resterende satser.

Ved mellem 11 og 8 CIBOR-stillere udelades de to højeste og de to laveste satser, og der beregnes et simpelt gennemsnit af de resterende satser.

Hvis der er mellem 7 og 4 CIBOR-stillere, udelades den højeste og den laveste sats, og der beregnes et simpelt gennemsnit af de resterende satser.

Hvis der er 3 eller færre CIBOR-stillere, beregnes der et simpelt gennemsnit af de stillede satser.

Ovenstående frasorteringsregler har været med til at sikre, at den enkelte bank har mindst mulig mulighed for at påvirke fixingen samtidig med, at fixingen skal bestå af et gennemsnit af flest mulige banker.

Der er p.t. følgende CIBOR-stillere: Danske Bank, Deutsche Bank, Jyske Bank, Nordea Bank, Nykredit Bank, Spar Nord Bank og Sydbank. Senest udtrådte Barclays pr. 27. august 2012.

Opgaverne i forbindelse med indsamling, beregning og offentliggørelse varetages som tidligere nævnt af Nasdaq OMX.

Inden fixingen beregnes, tjekkes de stillede satser for åbenbare fejl mv. For det første kontrollerer Nasdaq OMX på vegne af komiteen, om der er kvoteringer, der afviger 0,125 pct. eller mere fra fixingen. Hvis dette er tilfældet, vil den pågældende stiller blive kontaktet af Nasdaq OMX for at be- eller afkræfte sin kvotering.

For det andet kontrolleres det også, om rentekurverne ser normale ud, eller om der er andre forhold, der giver anledning til undren. Det vil sige, om der eventuelt skulle være hop eller knæk i kurven. Skulle dette være tilfældet, vil stilleren også blive kontaktet.

Den beregnede CIBOR-fixing offentliggøres med fire decimaler kl. 11.00.

Idet en retvisende CIBOR har stor betydning, vil det være muligt at rette fejl, der først konstateres efter offentliggørelsen. Den tilrettede CIBOR-fixing vil blive offentliggjort hurtigst muligt, f.eks. hvis fixingen er beregnet forkert. Dette er alene sket enkelte gange siden CIBORs lancering i 1988.

Indsamlingen af de daglige CIBOR-satser foregår via en lukket Reuters-side, som kun den enkelte stiller og Nasdaq OMX har adgang til. Den enkelte stiller kan kun se sine egne satser og har ikke mulighed for at se de øvrige bankers satser før efter offentliggørelsen af de endelige fixinger.

For at sikre mest mulig transparens om de enkelte stilleres daglige satser offentliggøres disse også på Finansrådets hjemmeside umiddelbart efter kl. 11.00. I den forbindelse kan stillerne forvente løbende at blive stillet til ansvar for

deres kvoteringer både af deres kunder og af de øvrige stillere. På Finansrådets hjemmeside findes et historisk arkiv fra 2004 og frem.

e) Pengemarkedskomiteen

I forbindelse med, at indsamling, beregning og offentliggørelse af CIBOR den 4. april 2011 overgik til Nasdaq OMX, blev der etableret en pengemarkedskomiteé, som har det daglige ansvar for såvel CIBOR- og Swap-referencerenten.

Tidligere havde CIBOR-gruppe 1 (i daglig tale CIBOR-komiteen) til opgave at vurdere nye CIBOR-stillere, sikre at reglerne om CIBOR blev overholdt og indstille til Finansrådets bestyrelse, hvis gruppen fandt, at en stiller skulle enten optages eller ekskluderes. Disse opgaver er pr. 4. april 2011 overgået til Pengemarkedskomiteen.

Pengemarkedskomiteens arbejdsopgaver

Pengemarkedskomiteens hovedformål er at sikre kvaliteten af CIBOR- og Swap-referencerentestillerne og deres kvoteringer og udviklingen i markedet generelt. Da der i CIBOR-stillelsen indgår en række individuelle vurderinger hos den enkelte CIBOR-stiller, og fordi CIBOR ikke kan beregnes mekanisk, kan Pengemarkedskomiteen ikke vurdere, om den enkelte stillers daglige sats i den enkelte periode er korrekt eller ej. Pengemarkedskomiteen kan derimod forholde sig til, om reglerne er overholdt. Skulle enkelte stilleres satser give anledning til særlige drøftelser og overvejelser, vil Pengemarkedskomiteen rette henvendelse til den pågældende og anmode om en uddybende forklaring, som derefter vil blive drøftet. Dette vil f.eks. være tilfældet, hvis der er en stor spredning i de stillede satser set over en tidsperiode, hvis stillerens satser varierer meget, uden at der er sket noget nævneværdigt i markedsforholdene, hvis stilleren udviser mangel på indberetningsdisciplin, eller hvis kvoteringerne svinger meget i forhold til fixingen.

Pengemarkedskomiteens medlemmer udpeges af Finansrådets bestyrelse. Valgbarhed forudsætter et ansættelsesforhold hos en CIBOR- eller Swap-referencerentestiller. Ophører ansættelsesforholdet, ophører medlemskabet af komiteen automatisk. Den pågældende CIBOR- eller Swap-referencerentestiller kan derefter vælge at indstille en ny person til medlem af Pengemarkedskomiteen.

Pengemarkedskomiteens arbejdsopgaver vedrørende CIBOR:

- Godkende nye CIBOR-stillere.
- Følge udviklingen i de enkelte CIBOR-stilleres fixing – herunder kan komiteen udbede sig en forklaring, såfremt en CIBOR-stiller ligger 0,125 pct. fra fixingen.
- Tage skridt til sanktioner over for CIBOR-stillere, som ikke overholder “Reglerne for fastsættelse af CIBOR”. Såfremt en CIBOR-stiller ikke overholder “Regler om fastsættelse af CIBOR”, vil CIBOR-stilleren modtage en skriftlig henstilling. Gentagne overtrædelser af “Regler om fastsættelse af CIBOR” kan medføre en indstilling til eksklusion til Finansrådets bestyrelse.

- Drøfte genoptagelse af en CIBOR-stiller. En CIBOR-stiller kan på egen begæring fratræde som CIBOR-stiller med én måneds skriftlig varsel til Finansrådet. Genoptagelse kan kun ske efter en prøveperiode på op til en måned.
- Ved stemmeafgivelse i Pengemarkedskomiteen kræves et 2/3 flertal eller derover.
- Mødes efter behov.

Pengemarkedskomiteen benytter sig såvel af at afholde fysiske møder som telefonmøder. Telefonmøder benyttes ofte i forbindelse med afklaring af enkeltstående emner eller sager, hvor fysiske møder altid indeholder en gennemgang af udviklingen i markedet og i de enkelte stilleres satser samt f.eks. indberetningsdisciplin mv.

Endelig har komiteen eller repræsentanter herfor mulighed for at holde møder med de enkelte stillere. Dette har været benyttet i forbindelse med at opretholde en tæt kontakt med stillerne i gruppe 2.

Pengemarkedskomiteen holder møder efter behov og har siden sin etablering i april 2011 og til og med juni 2012 afholdt i alt otte møder, hvoraf fem blev afholdt som telefonmøder.

Tilsyn med de to fixinger er en løbende proces. Møderne benyttes derfor blandt andet til at samle op på den forgangne periode. Nasdaq OMX udarbejder derfor forskelligt statistisk materiale, som anvendes som udgangspunkt for drøftelserne på møderne. Indtil 4. april 2011 udarbejdede Nationalbanken dette materiale.

f) De enkelte stilleres grundlag for CIBOR-kvoteringen

De enkelte stillere tager udgangspunkt i deres individuelle situation, dog skal de som nævnt ovenfor antage, at de har den fornødne likviditet til rådighed.

Nedenfor er der opstillet en liste over elementer, der typisk kan indgå i de daglige kvoteringer. Det bemærkes i denne forbindelse, at listen ikke er udtømmende, idet udefrakommende begivenheder, specifikke forhold for den enkelte bank og lovgivning kan spille ind.

Alle nedenstående faktorer holdes op mod definitionen af CIBOR, og en eventuel påvirkning af den aktuelle dags kvotering vurderes. Ikke alle elementer vil have en betydning på daglig basis, f.eks. fordi der ikke er aktuelle ændringer.

1. Danske og udenlandske pengepolitiske renter

- Indtrufne ændringer i de pengepolitiske renter

- Den enkelte banks forventninger til kommende renteændringer fra Nationalbanken. I denne vurdering kan indgå elementer som
 - en stærk eller svag DKK-kronkurs i FX-markedet og bevægelser heri
 - valutatilstrømning til valutareserven
- Den enkelte banks forventninger til kommende renteændringer fra toneangivende udenlandske centralbanker
 - nyheder fra markedet, der kan påvirke den fremtidige renteutvikling
 - aktuelle rentespænd til euroområdet.

2. *Udviklingen i pengemarkedsrenterne*

- Udviklingen i EURIBOR og spændet til CIBOR
- Udviklingen i rentespændene mellem henholdsvis CIBOR-satser og CITA-satser og mellem EURIBOR-satser og EONIA-satser
- Signifikante nyheder i markedet, der kan påvirke renterne.

3. *Likviditetsforhold og kreditrisiko i banksektoren samt signifikante nyheder herom*

- Hvis markedet som eksempel flyder i likviditet, vil øvrige likviditetsprodukter være påvirket heraf og dermed kunne påvirke renterne i nedadgående retning
- Likviditetstildeling og/eller ændringer af disse fra Nationalbanken
- Eventuel relevans for danske banker af likviditetstildeling fra ECB
- Repomarkedet – hvad er muligheden for at skaffe likviditet via repomarkedet?
- Den generelle likviditetssituation
- Ændringer i kreditrisikopræmier.

4. *Alternative placeringsmuligheder og disses forskelle i kapitalkrav*

- Som et alternativ til et usikret udlån kan stillerbanken placere likviditet på anden vis, f.eks.
 - indskud på foliokontoen eller køb af indskudsbeviser
 - køb af skatkammerbeviser og statsobligationer
 - køb af RTL-obligationer og andre realkreditobligationer
 - køb af Junior Covered Bonds (JCB'er)
 - andre alternative produkter
- Gældende regler om kapitalkrav og likviditet
 - kapitalkravene og dermed stillerbankens afkastkrav varierer mellem disse placeringsmuligheder, hvor et usikret lån til anden bank er i den absolut øvre ende af skalaen, hvilket afspejler sig i stillerens satser. Se bilag nr. 5
 - alternative placeringsmuligheder kan også have forskellig påvirkning på stillernes likviditetsprocent (lov om finansiel virksomhed § 152).

3. ANALYSE AF CIBOR

Siden starten af den finansielle uro i 2008 har de finansielle markeder været udsat for markedsforhold, der har været markant anderledes end tidligere set. Dette har været med til at påvirke pengemarkedsrenter ikke kun i Danmark, men i hele verden.

De usædvanlige markedsforhold og forskellige pengepolitiske regimer i Danmark og euroområdet er slået igennem på udviklingen i de danske pengemarkedsrenter (CIBOR) og de tilnærmelsesvis sammenlignelige europæiske renter (EURIBOR). Dette har ligeledes medført en stigning i spændet mellem sikrede og usikrede renter, som ikke tidligere har været tilfældet. Helt generelt har man oplevet en udvidelse af en række spænd i de finansielle markeder, som tidligere var meget snævre, herunder blandt andet valutabasis og basis mellem forskellige løbetider som f.eks. 3-, 6- og 12-måneders pengemarkedsrenter (rentebasis²). Med hensyn til rentebasis er dette et udtryk for, at markedsprisen for usikrede udlån i højere grad afhænger af fordringens løbetid. Det vil sige, at markedsdeltagerne kræver en større præmie for at låne ud i f.eks. én 6-måneders periode frem for at låne ud i en 3-måneders periode. Med hensyn til valutabasis³ afspejler stigningen i denne en forøget præference for likviditet i én valuta frem for en anden.

I det efterfølgende gennemgås baggrunden for denne udvikling, ligesom nogle af de grundlæggende forskelle mellem det danske og europæiske pengemarked forklares. En række af de forhold, som dels har været fremhævet i pressen og dels i en analyse udarbejdet af SEB og offentliggjort til bankens kunder den 5. juli 2012, adresseres ligeledes.

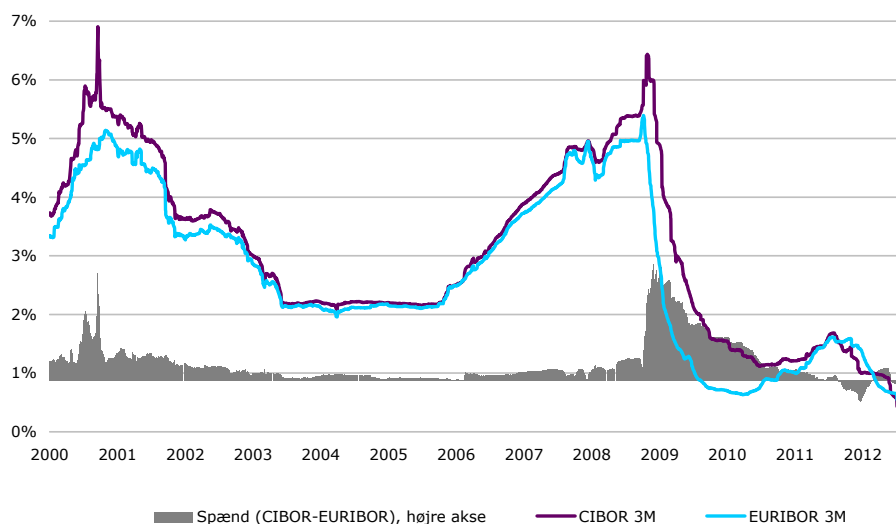
Som det fremgår af figuren på følgende side, har der altid været et spænd mellem CIBOR og EURIBOR. I lange perioder har dette spænd været stabilt og lavt, men i andre perioder har spændet været meget volatilt. Dette er en afspejling af forskelle i pengepolitik, likviditet, kreditværdighed blandt bankerne, stigende risikoaversion i forbindelse med den europæiske gældkrise osv. I efteråret 2011 og i 2012 har spændet i flere perioder været negativt. I denne periode fremkom ligeledes for første gang et negativt spænd mellem de ledende renter fra Nationalbanken og ECB.

Grundlæggende er forskellen i de pengepolitiske regimer mellem Nationalbanken og ECB blandt de primære årsager for variationen i spænd.

²Rentebasis udtrykker en forøget efterspørgsel efter likviditet i én periodelængde frem for en anden (f.eks. 6 måneder frem for 3 måneder). Likviditet i stort set alle valutaer er relativt mere efterspurgt i lange perioder frem for korte. Således er en 6 måneders udlånsrente typisk højere end 2 på hinanden følgende 3 måneders renter

³Valutabasis udtrykker en forøget efterspørgsel efter likviditet i én valuta (f.eks. USD) frem for en anden (f.eks. DKK). Likviditet i USD har været relativt mere efterspurgt end i DKK hvilket er afspejlet i udvidelse i valutabasis.

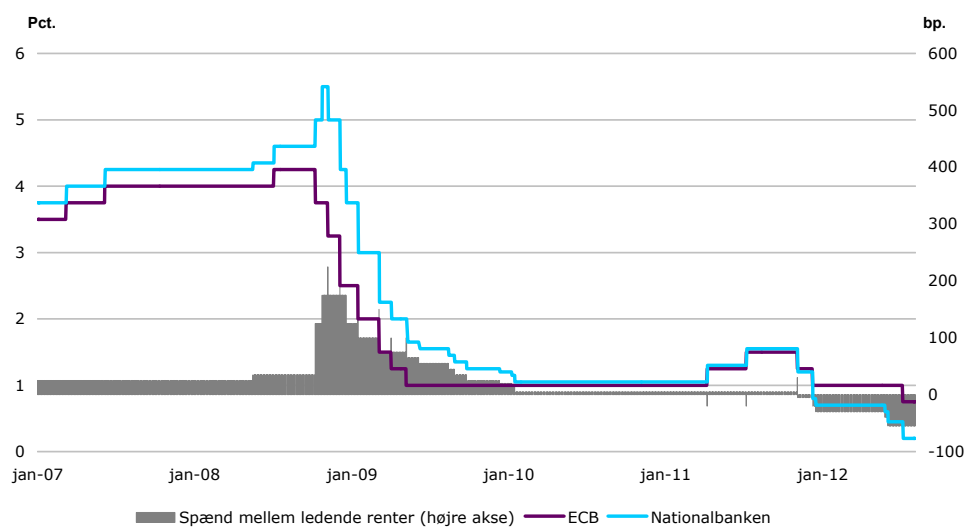
Figur 1. CIBOR 3M, EURIBOR 3M og spænd



Note: Figuren viser udviklingen i CIBOR og EURIBOR målt på venstreaksen. På højreaksen vises spændet mellem de to i basispunkter. Bemærk 100 basispunkter = 1 %.

Hvis der zoomes ind på perioden fra primo 2007, fremgår det, at spændet mellem Nationalbankens og ECB's ledende renter frem til medio 2008 var relativt stabilt. Spændet kan i perioden ses som præmien for fastkurspolitikken, som er positivt, fordi Nationalbanken holder en højere udlånsrente relativt til ECB i denne periode for at sikre denne relation.

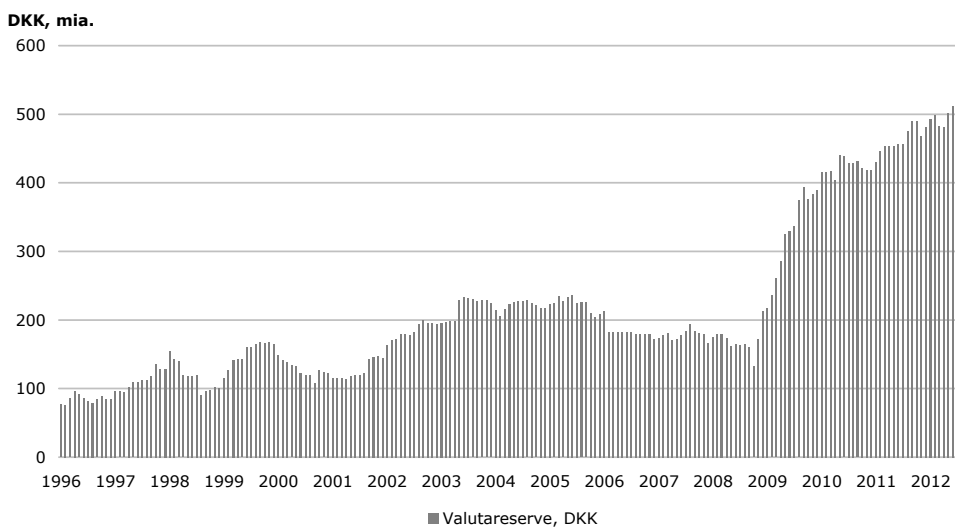
Figur 2. Ledende renter fra ECB og Nationalbanken og spænd



Note: Figuren viser de ledende renter fra ECB og Nationalbanken målt på venstreaksen. På højreaksen vises spændet mellem de to i basispunkter.

I efteråret 2008 kom den danske krone under pres. Den danske bankkrise blusser op (banker som Roskilde Bank og EBH Bank lukker), og valutareserven falder. Nationalbanken hæver som en konsekvens heraf den ledende rente selvstændigt over flere omgange fra oktober 2008.

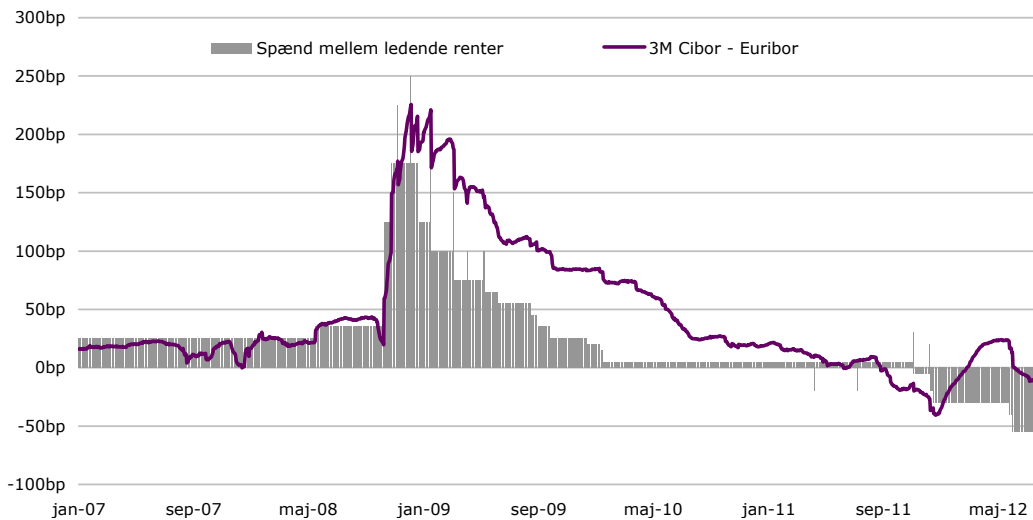
Figur 3. Valutareserven



Note: Figuren viser udviklingen i valutareserven målt i mia. danske kroner.

Spændet til ECB's ledende rente stiger i den samme periode, da ECB sænker renten på grund af risikoen for faldende vækst og inflation i kølvandet på Lehmans kollaps og den finansielle krise. I 2009 steg valutareserven, og Nationalbanken begyndte at normalisere spændet til ECB's ledende rente. Denne normalisering kunne ligeledes observeres i spændet mellem CIBOR og EURIBOR dog med en vis forsinkelse, hvilket er en konsekvens af forskellige pengepolitiske regimer mellem euroområdet og Danmark, herunder hensynet til vurderingen af, hvorvidt Nationalbanken vil fortsætte med at opbygge valutareserven.

Figur 4. 3M CIBOR-EURIBOR og centralbankrenter

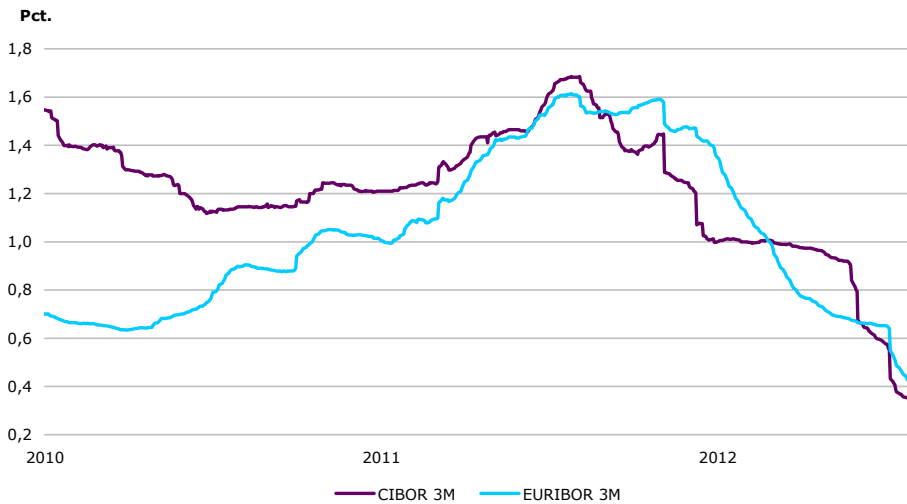


Note: Figuren viser spændet mellem de ledende renter fra Nationalbanken og ECB målt i basispunkter (søjler), mens linjen viser spændet mellem 3-måneders CIBOR og 3-måneders EURIBOR målt i basispunkter.

I 2010 og frem til medio 2011 stiger EURIBOR mere end CIBOR som følge af normaliseringen i de finansielle markeder, jf. beskrivelsen ovenfor. Denne udvikling endte brat i efteråret 2011, da den europæiske gældskrise blussede op igen. Det betydelige fald i EURIBOR fra december 2011 var drevet af de 3-årige likviditetstildelinger (LTRO), der tilførte markedet 1.000 mia. EUR kombineret med rentesænkninger fra ECB. Det efterfølgende større fald, som CIBOR udviste i perioden, var drevet af, at Nationalbanken sænkede renten mere end ECB. Den danske LTRO oversvømmede ikke i samme omfang markedet med likviditet som den europæiske. Forværringen af gældskrisen førte til en markant øget efterspørgsel efter danske kronedenominerede aktiver, som igen styrkede kronen og fik Nationalbanken til at levere selvstændige rentesænkninger for at dæmme op for styrkelsen af kronen.

Nationalbanken understøttede gennem sine handlinger muligheden for eventuelt kommende negative renter, hvilket fik CIBOR til at falde mere end EURIBOR.

Figur 5. 3M CIBOR og EURIBOR fra 2010



Note: Figuren viser niveauet for 3-måneders CIBOR og 3-måneders EURIBOR målt i procent.

I debatten har der ligeledes været fokus på spændet mellem CIBOR og CITA (CITA-renteswap), som har været sammenlignet med EURIBOR-EONIA-spændet. Disse spænd anvendes som en proxy for spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter, da CITA-renten ligger meget tæt på den sikrede reporente.

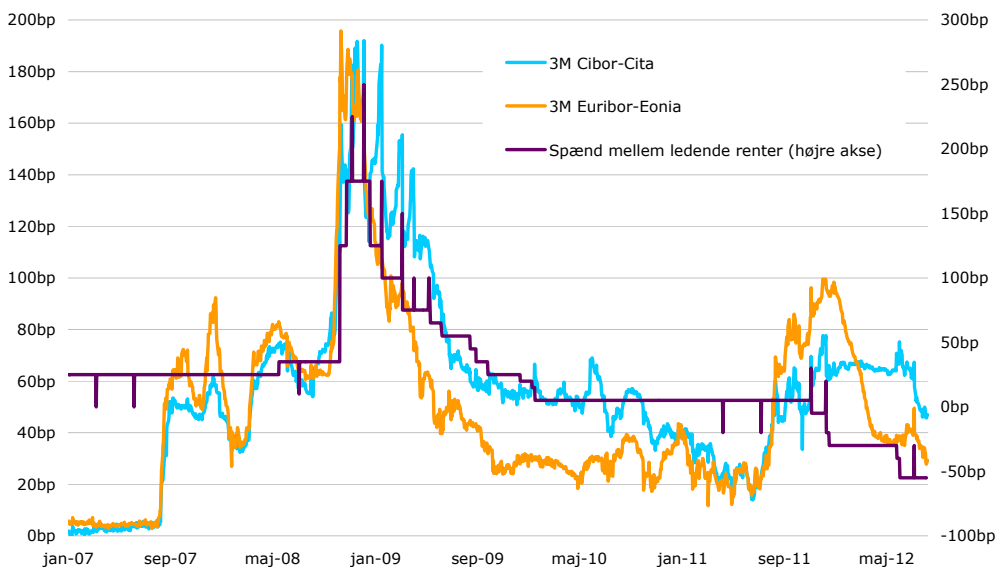
Forskellen mellem CIBOR og CITA er primært, at CIBOR indeholder et betydeligt element af kredit- og likviditetsrisiko, samt at CITA-renteswappen i sig selv ikke indeholder nogen form for likviditet, men alene en rentesikring. I en CITA-renteswap byttes den daglige T/N (Tomorrow/Next)-rente mod en fast rente aftalt ved indgåelse. Den faste rente udtrykker forventningen til gennemsnittet af den usikrede T/N-rente over swappens løbetid. Da T/N-satsen dækker lån i én dag, befinder den sig på det kortest mulige sted på kredit- og likviditetskurven. Dette betyder, at lånet indeholder mindre kredit- og likviditetsrisiko end f.eks. et CIBOR-lån. At CITA-renten generelt er meget tæt på reporenten (rente for sikrede korte lån) understreger det lave niveau af kreditrisiko, da dette principielt udtrykker, at markedet ikke kræver en præmie (eller kun en meget lille præmie) for at låne dag-til-dag.

Som det fremgår af figur 6 på følgende side, falder EURIBOR-EONIA-spændet igennem 2009/2010 blandt andet på grund af, at ECB i andet halvår af 2009 introducerer en række større 1-årige likviditetstildelinger, der tilfører over 600 mia. EUR til markedet. Dette trækker initialt EONIA og siden hen EURIBOR ned. En lignende tilførsel af likviditet sker ikke i Danmark, og de danske banker har begrænset adgang til ECB's likviditetstildelinger. Dette er en væsentlig årsag bag det langsomme fald i det danske pengemarkedsspænd igennem 2010. CIBOR-CITA-spændet stiger fra

september 2011 og har holdt sig oppe frem til slutningen af juni 2012. EURIBOR-EONIA-spændet steg fra september 2011 kraftigere end CIBOR-CITA-spændet på grund af fornyet uro om euroen, men faldt fra december 2011 kraftigt drevet af ECB's lange likviditetstildelinger til et niveau under CIBOR-CITA. EURIBOR-EONIA-spændet falder som tilsigtet, da de fortsat meget høje kredit- og likviditetsrisikopræmier delvist bliver presset ud af europengemarkedet som følge af de lange likviditetstildelinger. I den seneste tid er spændet i såvel euroområdet som Danmark faldet.

Hertil kommer, at selvom Bankpakke I blev vedtaget af Folketinget den 10. oktober 2008 og løb i to år frem til 30. september 2010 og havde til formål at sikre tilliden til danske pengeinstitutter, påvirkede dette ikke umiddelbart CIBOR. Garantien dækkede alle indlån og simple fordringer i de danske pengeinstitutter, som var medlem af Det Private Beredskab. Med vedtagelsen af Bankpakke I blev usikrede pengemarkedslån dækket af en statsgaranti, men effekten på CIBOR er vanskelig direkte at påvise i rentespændet mellem CIBOR og CITA. Teoretisk set skulle spændet falde, men andre forhold bevirkede, at bankerne fortsat ikke ønskede at tage længerelebende kreditrisiko på hinanden. Hensyn til blandt andet omdømme gjorde, at bankerne fortsat ikke ønskede at tage kreditrisici på hinanden i længere perioder. Endvidere ønskede sektoren at øge sit eget likviditetsberedskab. Disse forhold var medvirkende til, at hensigterne med Bankpakke I ikke havde den fuldt tilsigtede virkning på de usikrede pengemarkedsrenter, hvorfor niveauet på CIBOR fortsat reflekterede, at bankerne ikke ønskede at udlåne til hinanden.

Figur 6. CIBOR-OIS -spænd og spænd mellem ledende renter fra ECB og Nationalbanken



Note: Figuren viser spændet mellem 3-måneders CIBOR og 3-måneders CITA (den blå linje) og spændet mellem 3-måneders EURIBOR og 3-måneders EONIA (den orange linje), der er målt i basispunkter på venstreaksen. Disse mål anvendes som proxy for spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter. Den lilla linje viser forskellen mellem de ledende renter fra ECB og Nationalbanken målt på højreaksen og målt i basispunkter.

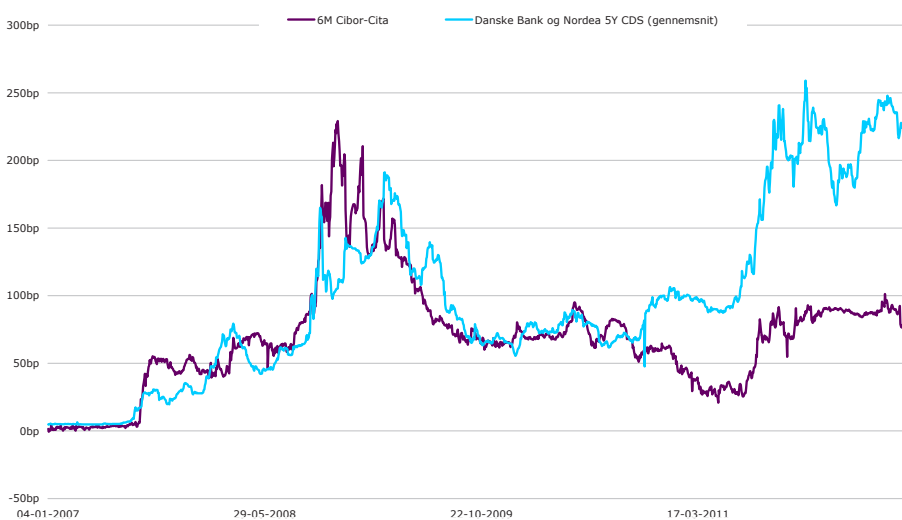
Hvis man ønsker at uddybe forklaringerne af niveauet for CIBOR og CIBOR-CITA-spændet, er det ligeledes relevant at se på udviklingen i panelbankernes CDS (Credit Default Swap)-spænd i forhold til CIBOR-CITA-spændet. Dette giver et indtryk af størrelsen af kreditpræmien, som er indeholdt i CIBOR. Denne tilgang anvendes i en analyse fra Nationalbanken til at forklare CIBOR-CITA i kvartaloversigten fra 2. kvartal 2011. Der vedlægges en nærmere gennemgang af den type internationalt anvendte model, som er anvendt i Nationalbankens analyse i kvartaloversigt fra 2. kvartal 2011, jf. bilag 4.

CDS (Credit Default Swap)

En CDS er en forsikringskontrakt, der forsikrer kreditrisikoen i et specifikt underliggende aktiv – f.eks. en virksomhed. Det vil sige, at køberen af forsikring kompenseres for eventuelle tab i tilfælde af konkurs. Hvis f.eks. tabet på en hovedstol på 100 er 40, modtager den aktør, der har købt forsikring, en tilsvarende betaling fra den aktør, der har skrevet/udstedt forsikringen. Prisen på denne forsikring er det såkaldte CDS-spænd. Hvis CDS-spændet f.eks. er 100bp, skal køber af forsikring således betale en omkostning på 1 pct. årligt af den forsikrede hovedstol. En standardkontrakt løber typisk i fem år, men dette er dog ikke et krav.

I analysen opstilles en række modeller til at forklare CIBOR-CITA-spændet. Der benyttes blandt andet det 1-årige CDS-spænd som et udtryk for kreditrisikopræmien i CIBOR-CITA-spændet. I nedenstående graf vises CDS og CIBOR-CITA, hvor det 5-årige CDS-spænd er anvendt på grund af likviditetshensyn, dog uden at ændre billedet markant. Selvom der kan være stor forskel på individuelle CDS-priser, viser grafen, at stigningen i kreditpræmien ikke fuldt ud er slået igennem til højere CIBOR-fixinger siden medio 2011.

Figur 7. CIBOR-CITA- og CDS-spænd



Note: Den lilla linje viser spændet mellem 6-måneders CIBOR og 6-måneders CITA målt i basispunkter (spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter), mens den blå linje viser gennemsnittet af Credit Default Spændet (CDS) for Danske Bank og Nordea. NB: 5-årige CDS-spænd anvendt, da dette er den mest likvide løbetid. Nationalbanken anvender 1-årige CDS-spænd i sin analyse.

Figur 7 skal dog tages med det forbehold, at både 6M CIBOR-CITA og CDS'en indeholder en likviditetspræmie (der blandt andet udtrykker, at det har en kapitalomkostning at skrive CDS-beskyttelse), og CDS'en kan, jf. Nationalbanken, overvurdere kreditrisikopræmien. Ovenstående viser den signifikante stigning i kreditpræmien, som markedet ser i særdeleshed i danske banker siden 2011, og som ikke er slået fuldt igennem på CIBOR. Dette står i stærk kontrast til f.eks. den danske stat, som finansierer sig på historisk lave niveauer og på renteniveauer, der p.t. er i minus. Som følge af den danske behandling af seniorkreditorer (som tilfældet var ved Amagerbankens konkurs), jf. Bankpakke 3 (herunder usikrede pengemarkedslån), kræver markedet en højere præmie for at eksponere sig mod danske banker, end det er tilfældet i andre dele af Europa.

Beregningerne i bilag 4 viser, at pengemarkedsspændet kan forklares af de markedsrisici, der er forbundet med udlån på usikret basis. Når modellen opdateres med den senere tids udvikling i disse variable, kan det ikke understøttes, at CIBOR-renten har været sat for højt.

De statistiske modeller forklarer udviklingen i pengemarkedsspændet med stor forklaringskraft, og der findes ikke belæg for, at pengemarkedsspændet indeholder et tillæg, der ikke kan forklares af de forskellige risikopræmier.

4. KRITIK AF CIBOR

Hen over sommeren 2012 er der i en række medier – herunder med afsæt i en analyse udarbejdet af SEB af 5. juli 2012 – blevet sat lighedstegn mellem CIBOR og EURIBOR og det sikrede og usikrede pengemarkedsspænd i Danmark og euroområdet. Afvigelserne mellem disse er blevet fortolket, som om dette skulle vise, at CIBOR-fixingerne var fejlbehæftede. Kritikken gik endvidere på, at CIBOR har været for høj, hvilket blandt andet skulle have medført en forhøjet omkostning for kunder med realkreditlån linket til CIBOR. Finansrådet mener hverken, at de fremførte argumenter er retvisende eller viser, at CIBOR er sat for højt. Finansrådet er således uenig i SEB's konklusioner om, at CIBOR kan have været op til 60bps (0,6 pct.) for høj. Hvis man benytter SEB's argumentation ville CIBOR-renten have været negativ på et tidspunkt, hvor Nationalbankens officielle udlånsrenter var positive.

Finansrådet finder også anledning til at bemærke, at SEB's analyse, som ofte er refereret i medierne, er blevet anvendt unuanceret uden at angive de betydelige forbehold og antagelser, som analysen beror på.

Det bemærkes, at CIBOR ikke kan beregnes objektivt, idet der, som det fremgår af afsnit 2 f, er en lang række kriterier, der indgår i fastsættelsen, som vil variere fra stiller til stiller. Dette er hele udgangspunktet for, at CIBOR kvoteres i stedet for at blive beregnet.

De bærende argumenter i kritikken gennemgås i det følgende.

a) Størrelsen af markedet for CIBOR-relaterede produkter

Det har af den offentlige debat om CIBOR hen over sommeren været antydnet, at bankerne skulle have entydig forretningsmæssig interesse i, at CIBOR er høj. Dette er ikke korrekt. De CIBOR-stillende banker har kun interesse i, at CIBOR stilles korrekt og på en måde, som offentligheden opfatter som troværdig.

De fleste større banker har CIBOR-eksponering på såvel aktivsiden som passivsiden. På aktivsiden i form af f.eks. CIBOR-relaterede udlån og beholdninger af CIBOR-obligationer. På passivsiden vil mange indlån være CIBOR-relaterede, og fremmedkapitalen i form af f.eks. seniorgældsudstedelse vil oftest være relateret til en referencerente, som i DKK vil være CIBOR. Samme situation gælder efterstillet gæld. Derudover kommer den CIBOR-eksponering, som findes i derivattransaktioner såsom rente og valutaswaps. Nettopositionen over for CIBOR vil desuden svinge over tid.

I figuren nedenfor er der givet et eksempel på, hvorledes en banks balance kan indeholde forskellige produkter med CIBOR som referencesats på både aktiv- og passivside. Dette eksempel viser, at bankerne har eksponeringer på begge sider af deres balancer.

Figur 8

En banks eksponering med CIBOR som referencesats kunne eksempelvis se således ud: (eksemplificeret på tværs af balancen)

Aktiver		Passiver	
Udlån	10	Indlån og anden gæld	5
Tilgodehavender hos kreditinstitutter	5	Gæld til kreditinstitutter	5
Rentebærende værdipapirer	1	Udstedte værdipapirer	11
-----		-----	
Afledte finansielle instrumenter	85	Afledte finansielle instrumenter	80

Note: Tallene angivet ovenfor skal ses som illustrative

Ovenstående er blot et eksempel, men skal illustrere at banker typisk er eksponeret både direkte og indirekte til referencerenter på både aktiv- og passivside af balancen. Desuden skal det nævnes, at eksponeringen vil variere over tid

Mængden af afledte finansielle kontrakter (derivater), der handles i det globale finansielle marked, hvor CIBOR indgår som referencerente, er langt større end de ca. 410 mia. kr. i CIBOR-relaterede realkreditobligationer, som har været nævnt i debatten om CIBOR. Der er som nævnt tidligere et konservativt estimat af, at volumen i disse produkter er 10-15 gange større end markedet for CIBOR-obligationerne.

Disse produkter, der omfatter renteswapmarkedet, valutaswapmarkedet og Forward Rate Agreement (F.R.A.)-markedet i danske kroner, er alle linket til CIBOR-fixingen. I dette marked er banker både modtagere og betalere af CIBOR, hvorfor banker, der laver f.eks. renteswaps mellem hinanden, har modsatrettede interesser i CIBOR.

På baggrund af dette er der ikke noget entydigt incitament til at ønske, at CIBOR-renten bliver sat for højt, som det ellers har været fremført med henvisning til den store mængde CIBOR-obligationer.

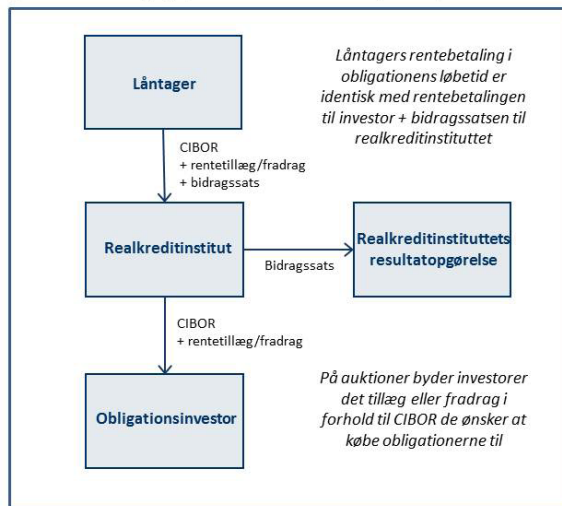
b) CIBOR-obligationer

Det har endvidere været antydnet, at låntagere med realkreditlån, der er linket til CIBOR, har betalt for meget sammenlignet med låntagere med rentetilpasningslån. Det er centralt at slå fast, at de underliggende CIBOR-lån og de sammenlignelige rentetilpasningslån prisfastsættes stort set ens, når de sælges, jf. tabel 1. Det betyder, at låntager ved udstedelsen stort set har samme renteomkostninger, uanset hvilken type obligationslån der vælges.

Udstedelsen af såvel CIBOR-baserede som traditionelle rentetilpasningsobligationer er baseret på efterspørgslen på lån. Der anvendes i Danmark et "balanceprincip", som sikrer en direkte forbindelse mellem låneoptagelse og obligationsudstedelse, mens renten bestemmes af investorenes efterspørgsel på obligationerne.

Figur 9

Balanceprincippet i den danske realkreditmodel (illustreret med udgangspunkt i CIBOR baserede obligationer)



I sagens natur er den effektive rente på CIBOR-obligationer og rentetilpasningsobligationer ikke konstant over lånets løbetid givet forskelligheden i de to produkter, herunder at CIBOR-obligationen har variabel forrentning, mens rentetilpasningsobligationen har fast rente i den periode, låntager har valgt (altså et-årige rentetilpasningslån har konstant rente i et år, toårige rentetilpasningsobligationer i to år osv.)

Såfremt CIBOR skulle være stillet for højt, ville de almindelige markedsmekanismer betyde, at investorerne på udstedelsestidspunktet ville være interesseret i at betale en merpris for CIBOR-obligationer. Låntager ville således blive kompenseret ved at få en lavere restgæld på sit lån og derved ikke være stillet ringere, end hvis CIBOR var fixet lavere. Dette vil generelt være gældende for alle niveauer af CIBOR. Det ses dog ofte, at likviditeten i rentetilpasningsobligationer er større end i CIBOR-obligationer, hvilket kan afspejle sig i kursen.

Tabel 1: Sammenligning mellem CIBOR-obligationer og rentetilpasningsobligationer ved refinansieringsauktionerne siden 2010.

Auktionstidspunkt	Salg af	ASW-spread
Juni 2012	3Y RD Cibor obligation udstedt på	cibor6m+obp
	3Y Nordea Kredit Cibor obligation udstedt på	Cibor6m-7bp
December 2011	Tilsvarende 3Y inkonverterbar obligation handler mellem	Cibor-5bp og Cibor-10bp
	1Y Nykredit Cibor obligation (RO) udstedt på	cibor6m+7bp
	Tilsvarende 1Y inkonverterbar obligation handler	Cibor6m +7bp
Oktober 2011	2Y Nykredit Cibor obligation (kap. H) udstedt på	Cibor3m+8bp
	Tilsvarende 2Y NYK inkonverterbar obligation (kap H) handler på	Cibor3m+14bp
	Tilsvarende 2Y NYK inkonverterbar obligation (kap E) handler på	Cibor3m+7bp
Juni 2011	2Y Nordea Kredit Cibor obligation udstedt på	Cibor6m-8bp
	Tilsvarende 2Y inkonverterbar obligation handler	Cibor6m-7bp
December 2010	2Y Nykredit Cibor obligation udstedt på	Cibor6m-2bp
	Tilsvarende 2Y inkonverterbar obligation handler	Cibor6m-1bp
	2Y RD Cibor obligation udstedt på	Cibor6m-8bp
Juni 2010*	2Y RD Cibor obligation udstedt på	
	Tilsvarende 2Y inkonverterbar obligation handler mellem (afhængig af løbetid)	Cibor6m-3bp og Cibor6m -17bp

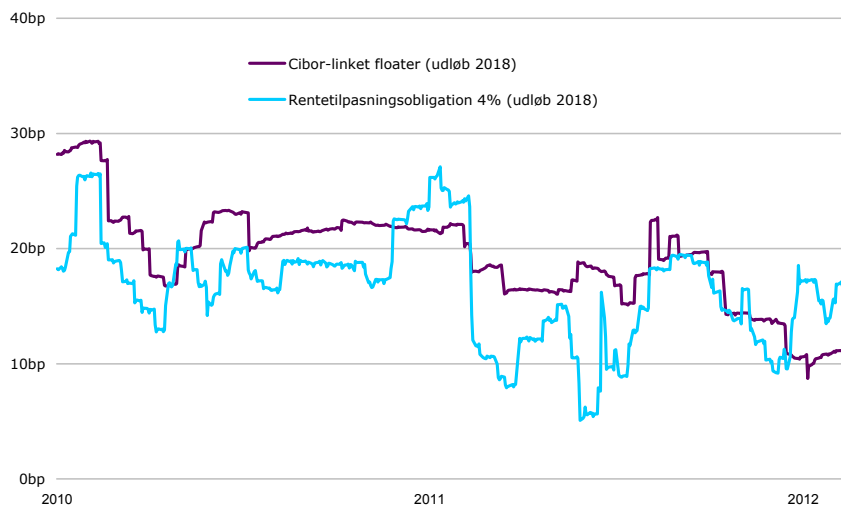
*Note. Den observerede præmie er primært drevet af likviditet. Hvis RD's CIBOR-obligation skulle prises ens med rentetilpasningsobligationer, ville det give 4bp. Dette er likviditetspræmien.

I tabel 1 er vist, hvorledes CIBOR-obligationer er prisfastsat, når de udstedes på refinansieringsauktionerne sammen med de inkonverterbare obligationer (rentetilpasningsobligationer). I tabellen er angivet det ASW-spænd, som CIBOR-obligationen udstedes på. Dette sammenholdes med, hvad en tilsvarende rentetilpasningsobligation handles på samme dato som udstedelsen af CIBOR-obligationen.

Det ses af tabellen, at CIBOR-obligationerne har været prisfastsat stort set ens med tilsvarende inkonverterbare obligationer siden 2010.

I figurene nedenfor ses Asset Swap⁵-spænd for rentetilpasningsobligationer og CIBOR-obligationer med forskellige løbetider. Asset Swap-spændet viser spændet mellem obligationens effektive rente og den danske swapkurve og muliggør dermed sammenligninger på tværs af forskellige obligationer. Det fremgår, at rentetilpasningsobligationer handler meget tæt på CIBOR-obligationer med lignende løbetider, når man sammenligner på samme kurve. Forskellen er p.t., som det fremgår af figurerne, meget lav – under 5/100 af en procent (fem basispunkter).

Figur 10. Asset Swap Spreads på længere rentetilpasningsobligationer og CIBOR-obligationer

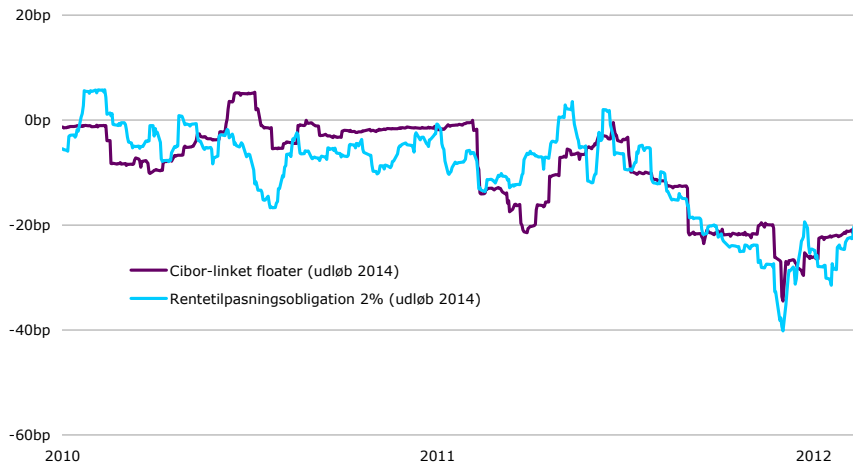


Note: Figuren viser spændet til DKK swapkurven. 1bp = 0,01 pct.

⁵ Asset Swap Spread (ASW-spread)

ASW-spread kan beskrives som forskellen mellem den effektive rente på en obligation og en swaprente med samme løbetid og er et udtryk for den merrente (kan være både positiv og negativ), som investorer kræver for at købe den pågældende obligation. ASW-spread kan derfor tolkes som en form for kreditpræmie for obligationen, og ASW-spread kan yderligere anvendes til at sammenligne flere obligationers relative prisfastsættelse med hinanden. I modsætning til andre mål for relativ værdi på obligationer kan ASW-spreads handles i markedet, hvilket i stor stil anvendes på en række danske obligationer. Der er forskellige udgaver af ASW-spreads, hvor yield-yield ASW-spread (direkte sammenligning af renten for obligationen og swap) er hyppigst anvendt, mens par-par ASW-spread (sammenligning i forhold til samlet værdi på 100) er det mindst anvendte.

Figur 11. Asset Swap Spreads på korte rentetilpasningsobligationer og CIBOR-obligationer



Note: Figuren viser spændet til DKK swapkurven. 1bp = 0,01 pct.

Note: CSX kurser

Forskelle over tid i prisfastsættelsen på CIBOR-obligationerne og rentetilpasningsobligationerne skyldes primært forskelle i cirkulerende mængde for de to obligationstyper.

Konklusionen er, at eftersom de to obligationstyper stort set er prisfastsat ens, har der ikke været tale om, at låntager med lån baseret på CIBOR-obligationer hverken har betalt for meget eller for lidt.

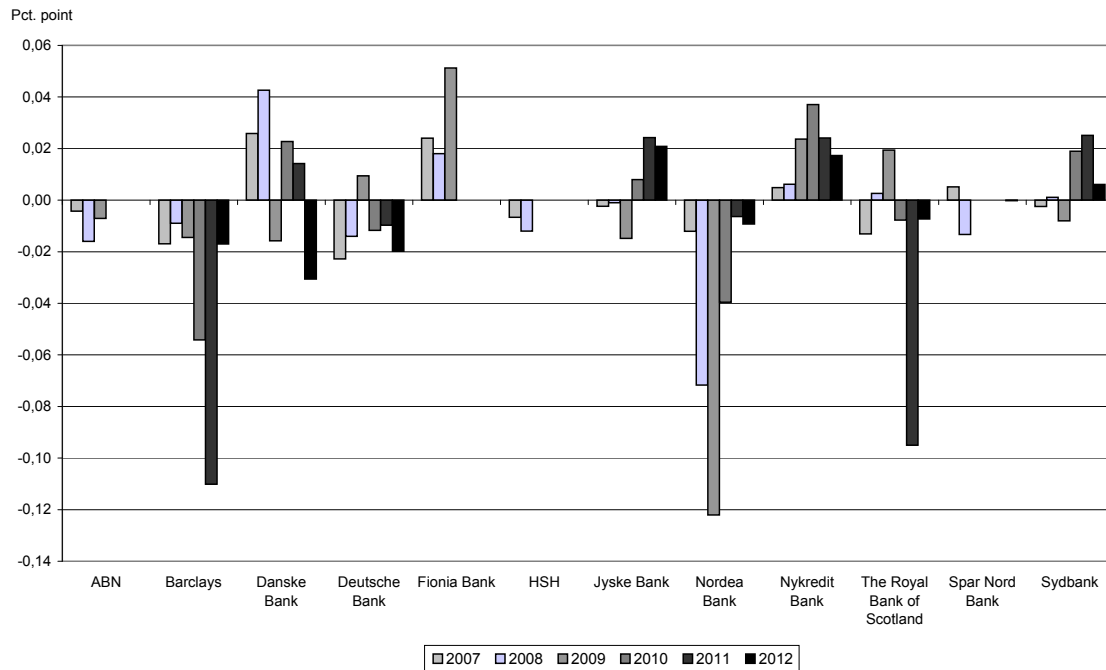
c) De enkelte stilleres kvoteringer

Det har endvidere i medierne været antydnet, at enkelte stillere skulle have ønsket at påvirke fixingen.

Betragtes de enkelte stilleres CIBOR-kvoteringer, tyder intet på, at én eller flere banker systematisk har forsøgt at påvirke fixingen i en bestemt retning.

Ingen banker ligger konsekvent bemærkelsesværdigt højere end andre banker (trods det, at forskelle i likviditetssituation mv. kunne berettige til dette, hvilket f.eks. ses i Fionia Banks indberetning umiddelbart før, den blev afviklet), jf. figur 12.

Figur 12. Gennemsnitlig afvigelse fra den endelige fixing i perioden 2007-2012



En anden indikation på, at en stiller bevidst ville forsøge at påvirke fixingen, kunne være store bevægelser i de enkelte stilleres daglige indberetninger, det vil sige en høj standardafvigelse. Målt på standardafvigelserne på hver af stillernes afvigelse fra CIBOR-fastsættelsen er der ikke noget, der indikerer, at enkelte stillere har ført en sådan praksis, jf. bilag 8. Ingen ligger konsekvent højere end andre.

d) Analyse af CIBOR udarbejdet af SEB

I SEB's analyse af juli 2012 har fire antagelser givet særlig anledning til bemærkninger, da Finansrådet ikke er enig. Disse gennemgås herunder:

For det første har det være antaget, at definitionen af CIBOR og EURIBOR stort set er enslydende. Dette er ikke tilfældet.

Definitionen af EURIBOR er: "What each panel bank believes one prime bank is quoting to another prime bank for interbank term deposits within the euro zone".

Definitionen af CIBOR er: "Den rentesats, hvortil et pengeinstitut er villig til at udlåne danske kroner [i en række løbetider] til en primebank på usikret basis".

Der er en klar forskel, da CIBOR viser, hvad en bank er villig til at låne ud til (til en primebank), mens EURIBOR principielt er bankernes estimat for, hvor de tror, den usikrede rente mellem to primebanker ligger.

Endvidere skal der som nævnt i afsnit 2 c tages højde for, hvad der forstås ved en primebank i henholdsvis CIBOR- og EURIBOR-reglerne samt forskellen i de pengepolitiske regimer i henholdsvis Danmark og euroområdet. I Danmark føres en fastkurspolitik, mens ECB har en inflationsmålsætning. Dermed kan Nationalbanken uafhængigt af ECB ændre på de ledende renter, hvilket generelt betyder, at CIBOR ikke bevæger sig synkront med EURIBOR. Specielt under finanskrisen har dette haft en effekt på markedets opfattelse af CIBOR relativt til EURIBOR.

For det andet beskriver SEB, at spændet mellem 12m CIBOR og et 1-årigt rentetilpasningslån er blevet udvidet og konkluderer på den baggrund, at realkreditlåntagere i CIBOR-obligationer betaler en høj rente relativt til 1-årigt rentetilpasningslån.

Som nævnt ovenfor er den effektive rente på de CIBOR-relaterede obligationer faldet stort set parallelt med rentetilpasningsobligationerne. Den øgede efterspørgsel efter AAA-ratede, sikrede realkreditobligationer (herunder CIBOR-obligationer) koblet med øget aversion mod at placere på usikret basis har helt naturligt medført et øget spænd mellem CIBOR-fixingen og renten på korte realkreditobligationer.

Der er generelt stor efterspørgsel efter korte danske realkreditobligationer som alternativ til f.eks. korte danske statsobligationer samt skatkammerbeviser, som igennem længere tid har handlet med negativ rente. Hertil kommer en efterspørgsel fra USD-baserede investorer, som kan købe rentetilpasningsobligationer og swappe likviditet rundt fra USD og få et merafkast i forhold til f.eks. korte amerikanske statsobligationer. Dette er muligt, da der er en større efterspørgsel efter US-dollar end efter danske kroner, som har medført, at cross-currency swappen USD/DKK er blevet meget negativ.

For det tredje anfører SEB i sin analyse, at CIBOR ligger over Nationalbankens udlånsrente, mens EURIBOR ligger under ECB's reponente. Både Nationalbanken og ECB har udbudt 3-årige LTRO-tildelinger, og således stiller SEB sig undrende over for, at spændet mellem CIBOR og Nationalbankens udlånsrente ligger højt i forhold til spændet mellem EURIBOR og ECB's reponente. I SEB's perspektiv ligger CIBOR-fixinger derfor ca. 45bp for højt.

Der er dog en markant forskel på effekten af Nationalbankens lange likviditetstildeling, hvor der kun blev taget ca. 19 mia. DKK af meget få banker og ECB's LTRO-tildelinger. I ECB's to 3-årige tildelinger blev der taget ca. 1000 mia. EUR af ca. 500 banker, der har adgang til ECB. En lang række danske banker har ikke adgang til ECB og kan derfor ikke låne af ECB. Den markante tilgang af likviditet fra ECB medførte et markant fald i de korte renter i euroområdet, herunder specielt EURIBOR.

Den 3-årige likviditetstildeling fra Nationalbanken medførte ikke et tilsvarende fald i CIBOR, hvilket skyldes, at bankerne ikke benyttede den 3-årige facilitet hos Nationalbanken i samme grad, som de europæiske banker brugte ECB's to LTRO-tildelinger. Hermed blev det danske marked ikke oversvømmet med likviditet. Dette forhold er blandt forklaringerne på, at de korte pengemarkedsrenter (inkl. CIBOR) ikke faldt på samme måde som i euroområdet. Som beskrevet ovenfor førte forværringen af gældskrisen til en markant øget efterspørgsel efter danske kronedominerede aktiver, som igen styrkede kronen og fik Nationalbanken til at levere selvstændige rentesænkninger for at dæmme op for styrkelsen af kronen. I takt med dette faldt CIBOR kraftigere end EURIBOR.

For det fjerde beskriver SEB i sin analyse, at valutamarkedet handler 3M (måneder) usikrede DKK-pengemarkedsrenter hele 60-70bps under usikrede EUR-pengemarkedsrenter. Derfor konkluderes på den baggrund, at CIBOR synes at være i omegnen af 50-60bps for høj.

Dette er ikke en relevant betragtning i forbindelse med fastsættelsen af CIBOR, fordi danske banker i praksis ikke har adgang til EUR-likviditet på de niveauer eller i det omfang, der anvendes i analysen.

Prisen på en FX-valutaswap udtrykker ikke et absolut renteniveau, men en renteforskel imellem to valutaer. FX-swaprenter er blevet trukket skæve af markedet, da danske banker ikke har samme adgang til eurolikviditet som f.eks. de europæiske banker. Danske banker mangler eurolikviditet og betaler en meget høj pris herfor i markedet via dansk kronelikviditet. Dette er illustreret ved, at den implicitte EUR-rente er meget høj. Såfremt danske banker havde adgang til usikret eurolikviditet til EURIBOR+obp i ubegrænsede mængder, kunne dette konverteres til likviditet i danske kroner via et kollateriseret instrument som en FX-swap eller en Cross Currency Swap. Men det er det omvendte, der er tilfældet. Danske banker har ikke adgang til usikret eurolikviditet til EURIBOR+obp i rigelige mængder.

Overføres terminologien i SEB's analyse f.eks. til EUR mod USD-valutamarkedet, skulle EURIBOR-fixingen på daværende tidspunkt ligge 55bp for højt.

De implicitte USD-EUR FX-swaprenter udtrykker ligeledes, at USD er mere efterspurgt end EUR. Her kunne en europæisk bank, der havde adgang til usikret US-dollarfunding til USD LIBOR+obp, opnå billig funding i euro ved at

swappe USD til EUR og reducere fundingomkostningen med 55bp, da det i FX-forwardmarkedet er muligt at swappe USD fra LIBOR +obps til en rente på 55bps under EURIBOR.

Hvis f.eks. 1M CIBOR blev sænket med 50 til 60bp, ville den pr. 29. august 2012 ende 24 til 34bp under Nationalbankens indskudsbevisrente på minus 0,20 pct. (bemærk, at Nationalbanken nedsatte indskudsbevisrenten den 5. juli 2012 fra 0,05 pct. til minus 0,2 pct.) Altså ville 1M CIBOR være minus 44bp til minus 54bp, hvilket for nærværende virker urealistisk.

Nationalbanken har ligeledes berørt, hvorledes FX-swapmarkedet bliver skævvredet i situationer med kraftig efterspørgsel på likviditet i visse valutaer. Ud fra teorien om den dækkede renteparitet⁶ beskrives sammenhængen mellem sikrede og usikrede renter på tværs af pengemarkeder, og det noteres, at ”I praksis kan der opstå afvigelser fra den dækkede renteparitet, og spændet mellem usikrede og sikrede renter er ikke ens på tværs af pengemarkeder som følge af f.eks. transaktionsomkostninger og forskelle i kreditrisiko og likviditetsforhold mellem markederne. Under krisen [Lehman i 2008] opstod der store og vedvarende afvigelser fra den dækkede renteparitet, hvor det var billigere at låne dollar direkte i det amerikanske pengemarked frem for at låne i f.eks. euro, britiske pund, svenske kroner eller kroner og omdanne lånet til et dollarlån via FX-swap.” (jf. Nationalbankens kvartaloversigt 2. kvartal 2011 del 2).

Anvendelsen af valutamarkedet i denne forbindelse giver derfor ikke et retvisende billede af niveauet for CIBOR, da det først og fremmest udtrykker den relative efterspørgsel efter likviditet i forskellige valutaer.

I nedenstående tabel er de relevante CIBOR-niveauer opstillet givet SEB's analyseterminologi og denne terminologi overført til EURIBOR swapped fra USD. Disse niveauer fremstår urealistisk lave (negative) både for så vidt angår CIBOR som EURIBOR. Dette skal sammenholdes med de nuværende centralbankrenter og forventninger hertil.

⁶ Udtrykker, at omkostningen ved at låne direkte i hjemlandets valuta, f.eks. kroner, er den samme som omkostningen ved at optage et lån i valuta, f.eks. dollar, og samtidig indgå en FX-swap, hvor dollareksponeringen afdækkes (omdannes til kroneeksponering)

Tabel 2

5 juli 2012	1m	2m	3m
Cibor	0.245	0.435	0.553
Euribor	0.362	0.462	0.641
Cibor (fratrukket 6obps nævnt af SEB ud fra DKK/EUR spænd)			-0.048
Nationalbankens 7 dages reporente		0.450	
Anvendelse af SEB FX terminologi i DKK/EUR			
Renteforskel DKK/EUR ud fra FX forward markedet	-0.740	-0.700	-0.680
Cibor afvigelse hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.623	-0.673	-0.592
Cibor hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.378	-0.238	-0.039
Anvendelse af SEB FX terminologi i EUR/USD			
Euribor	0.362	0.462	0.641
USD Libor	0.246	0.342	0.460
Renteforskel EUR/USD ud fra FX forward markedet	-0.350	-0.390	-0.410
Euribor afvigelse hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.466	-0.510	-0.591
Euribor hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.104	-0.048	0.050

13 august 2012	1m	2m	3m
Cibor	0.053	0.193	0.310
Euribor	0.135	0.212	0.349
Nationalbankens 7 dages reporente	0.200		
Anvendelse af SEB FX terminologi i DKK/EUR			
Renteforskel DKK/EUR ud fra FX forward markedet	-0.480	-0.460	-0.450
Cibor afvigelse hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.398	-0.441	-0.411
Cibor hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.345	-0.248	-0.101
Anvendelse af SEB FX terminologi i EUR/USD			
Euribor	0.135	0.212	0.349
USD Libor	0.240	0.333	0.435
Renteforskel EUR/USD ud fra FX forward markedet	-0.340	-0.410	-0.440
Euribor afvigelse hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.236	-0.289	-0.355
Euribor hvis SEB's FX terminologi anvendes	-0.101	-0.077	-0.006

Note: Det pointeres, at definitionerne af CIBOR, LIBOR og EURIBOR ikke er ens.

Hertil kommer, at der er en række vigtige elementer, som ikke indgår i analysen, herunder kapitalbelastning.

e) Forholdet til konkurrencelovgivningen

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har i en pressemeddelelse den 2. august 2012 oplyst, at Nationalbanken i marts 2011 orienterede Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen om, at den ville ophøre med at indsamle, beregne og offentliggøre CIBOR-renten.

På baggrund af de foreliggende oplysninger vurderede Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen dengang, at der ikke var grundlag for at formode, at bankerne havde indgået aftaler om fastsættelse af CIBOR-renten i strid med konkurrencereglerne. I den forbindelse oplyste styrelsen endvidere, at der ikke foreligger nye oplysninger i sagen, som ændrer ved styrelsens vurdering.

5. FORBEDRINGSINITIATIVER

I forbindelse med den kritik af CIBOR, der har været hen over sommeren, har Finansrådet undersøgt forskellige muligheder for at forbedre governance i forbindelse med CIBOR yderligere. Det skal i den sammenhæng bemærkes, at Finansrådet altid har haft som mål at have et så robust set-up om CIBOR som muligt. Imidlertid har udviklingen vedrørende LIBOR i London afstedkommet et behov for at diskutere, om elementerne vedrørende CIBOR kan forbedres med henblik på at styrke den generelle tillid til CIBOR.

Finansrådet vil ud over de foreslåede forbedringsinitiativer drøfte indførelse af yderligere tiltag med en kommende tilsynsmyndighed.

Offentligt tilsyn med CIBOR

Finansrådet har derfor med tilfredshed noteret sig, at erhvervs- og vækstministeren undersøger mulighederne for at underlægge CIBOR et offentligt tilsyn.

Vejledning til fastsættelse af CIBOR

Der har vist sig et behov for at tydeliggøre reglerne om fastsættelsen af CIBOR, idet de eksisterende regler ikke er tilstrækkelige til at vise, hvad der kan indgå i CIBOR-stillelsen. De gældende regler er udarbejdet til brug for stillerne, og det tyder på, at de ikke er tilstrækkelige. Finansrådet er derfor gået i gang med at forbedre og udbygge den eksisterende vejledning til fastsættelse af CIBOR, så den er lettere forståelig. Når den reviderede vejledning er klar, vil den ligesom den nuværende blive tilgængelig på Finansrådets hjemmeside.

Øget transparens om regler for fastsættelse af CIBOR

Det er også Finansrådets opfattelse, at der er et generelt behov for mere transparens om regler for og fastsættelse af CIBOR samt om, hvilke banker der har mulighed for at blive optaget som CIBOR-stiller. Hidtil har kun reglerne for fastsættelse været tilgængelige på hjemmesiden, men det er planen, at samtlige regler vil blive lagt på hjemmesiden for derved at bidrage til øget transparens om CIBOR.

Arbejde med at sikre flere CIBOR-stillere

Finansrådet vil ligeledes fortsætte sine undersøgelser af, om der skulle være potentielle nye CIBOR-stillere, der har den fornødne indsigt i DKK-pengemarkedet til at kunne bidrage positivt til den daglige fastsættelse af CIBOR. Finansrådet forsøger til stadighed at sikre, at alle banker – såvel udenlandske som indenlandske – der har tilstrækkelig indsigt i DKK-pengemarkedet deltager som CIBOR-stiller. Den offentlige debat om referencerenter har dog ikke virket befordrende for at tiltrække nye CIBOR-stillere. Finansrådet forudser visse udfordringer med at udvide kredsen af CIBOR-stillere, men vil desuagtet arbejde herfor.

Krav til governance hos de enkelte CIBOR-stillere

Det nuværende regelsæt om CIBOR indeholder ingen specifikke krav til førelse af en logbog og overvågelse af compliance for CIBOR-stillelsen. Pengemarkedskomiteen vil forsøge at udarbejde fælles minimumsregler for intern kontrol hos stillerne, idet der ikke er ensrettet praksis hos de enkelte CIBOR-stillere.

Udviklingen i forbindelse med internationale referencerenter

I flere lande er myndigheder og banker i færd med at vurdere, om set-up'et i forbindelse med referencerenterne kan forbedres. Finansrådet vil følge udviklingen og se, om dette kunne give inspiration til forbedringer af CIBOR, uden at danske forhold tilsidesættes.

Dialog med brugerne af CIBOR

Finansrådet vil også gå i dialog med brugere af CIBOR for at høre, om disse skulle have forslag til yderligere forbedringer af CIBOR samt eventuelle forslag til nye supplerende referencerenter, som ville kunne benyttes i praksis. Finansrådet ser således gerne en løbende dialog med interessenterne, hvilket skal være med til, at alle gode ideer løbende bliver taget i betragtning.

6. EVENTUEL SUPPLERENDE REFERENCERENTE

CITA-renteswapfixing

I 2011 nedsatte Nationalbanken en arbejdsgruppe med deltagelse af Finansrådet, Realkreditrådet og Realkreditforeningen, der skulle undersøge mulighederne for en supplerende referencerente i det danske pengemarked. Konklusionen var, at CITA-kurven var bedst egnet som supplerende kurve til CIBOR, men ikke en erstatning for CIBOR-renten. CIBOR kan således ikke uden videre afskaffes, idet der er kontrakter, som har CIBOR som referencerente, der ikke udløber før om 30 år. Derudover er der typer af risici, som kun et derivat baseret på CIBOR kan afdække.

Baggrunden for at pege på CITA-renten som supplerende referencerente er, at CITA-renteswapmarkedet er mere likvidt, og omsætningen ud ad rentekurven er større end i depositmarkedet. I euroområdet kvoteres også en swaprente, EONIA'en. EONIA anvendes i interbankmarkedet, men er ikke anvendt bredt i forbindelse med EUR-lånedokumentation på samme måde som EURIBOR.

Forskellen mellem CIBOR og CITA er primært, at CIBOR indeholder et betydeligt element af kredit- og likviditetsrisiko, samt at CITA-swappen i sig selv ikke indeholder nogen form for likviditet, men alene en rentesikring. I en CITA-renteswap byttes den daglige T/N (Tomorrow/Next)-rente mod en fast rente aftalt ved indgåelse. Den faste rente udtrykker forventningen til gennemsnittet af den usikrede T/N-rente over swappens løbetid. Da T/N-satsen dækker lån i én dag, befinder den sig på det kortest mulige sted på kredit- og likviditetskurven. Dette betyder, at lånet indeholder mindre kredit- og likviditetsrisiko end f.eks. et CIBOR-lån. At CITA-renten historisk er tæt på reporenten (rente for sikrede korte lån) understreger det lave niveau af kreditrisiko, da dette principielt udtrykker, at markedet ikke kræver en præmie (eller kun en meget lille præmie) for at låne dag-til-dag.

Finansrådet har i efteråret 2011 i overensstemmelse med konklusionerne i rapporten udarbejdet et regelsæt og beregningsmetode for CITA-rente, jf. bilag 9. Det har imidlertid ikke været muligt at finde et passende antal stillere til en CITA-fixing. Det er således vigtigt, at stillerne har et indgående kendskab til markedet for derved at sikre en høj kvalitet i fastsættelsen. Kvalitet sikres også ved, at der er mange stillere med i den daglige fastsættelse.

Realkreditmarkedet anvender i stor stil CIBOR som fixing af renten på realkreditlån. Det er usikkert, om realkreditinstitutterne vil anvende en CITA-renteswapfixing. I givet fald vil det tage tid at sikre likviditet i de obligationer, der finansierer CITA-baserede realkreditlån. Realkreditmarkedet vil blive yderligere segmenteret, da de eksisterende CIBOR-lån ikke umiddelbart kan lægges om til CITA-lån. Det er også væsentligt at understrege, at låntagerne ikke får lavere rentebetalinger med CITA-lån, da prisen på et CITA-lån vil være på samme niveau som på CIBOR-lån. Indtil der kommer likviditet i de CITA-baserede obligationer, vil låntagerne endda kunne få højere låneomkostninger. Even-

tuelle bankudlån baseret på CITA vil heller ikke blive billigere for kunderne end CIBOR-lån, da tillægget til CITA-lån vil indeholde et større kredit- og likviditetstillæg end i de tillæg, der i dag er på CIBOR-baserede udlån.

Finansrådet vil som oplyst tidligere i den kommende tid tage kontakt til interessenter på det danske marked for at få belyst, om der er behov for og opbakning til etablering af en CITA-referencerente. Herudover vil Finansrådet undersøge, om der kan skaffes det nødvendige antal kvalificerede stillere.

BILAG:

- 1) Regler for fastsættelse af CIBOR
- 2) Vejledning til fastsættelse af CIBOR
- 3) Regler for deltagelse i CIBOR
- 4) Analyse af udviklingen i det danske pengemarkedsspænd
- 5) Kapitalbelastning ved CIBOR-lån
- 6) Pengemarkedsspænd og centrale hændelser
- 7) Rammeaftale mellem Finansrådet og Nationalbanken om referencerenter
- 8) Oversigt over de enkelte stilleres standardafvigelser
- 9) Regler for en CITA-renteswapfixing.