Markaðspunktar

Arion banki

Greiningardeild • greining@arionbanki.is • arionbanki.is

Markaðspunktar í dag:

- Libor hneykslið í hnotskurn

Libor hneykslið í hnotskurn

Libor hneykslið svokallaða snýr að kerfisbundnum tilraunum banka á árunum 2005-2009 til að skekkja uppgefna millibankavexti með því að veita vísvitandi rangar upplýsingar um lántökukostnað sinn, ýmist til þess að hagnast á því eða til þess að sýna stöðu bankanna í betra ljósi. Markaðspunktar dagsins fjalla um helstu fleti málsins, aðdraganda þess, afleiðingar og þýðingu hérlendis og erlendis.

Hvað er Libor og hvernig er það reiknað?
Libor stendur fyrir London Interbank Offered Rate, en eins og nafnið bendir til er Libor ætlað að endurspegla millibankavexti í London eins og þeir eru á hverjum tíma.

Libor er reiknað með aðstoð úrtaks 18 alþjóðlegra banka sem hver um sig á að gefa upp lántökukostnað sinn á millibankamarkaði í London í 10 mismunandi myntum til 15 mismunandi lánstíma, allt frá einum degi til eins árs. Þannig er í raun hægt að tala um 150 mismunandi „Libor vexti," t.d. til eins dags í jenum, eða heils árs í pundum. Mikilvægustu vextirnir, og þeir sem oftast er miðað við í viðskiptum, eru þriggja mánaða vextir í dollurum (það eru vextirnir sem sýndir eru á myndum hér að neðan, nema annað sé tekið fram).

Starfsfólk fjárstýringar hjá hverjum banka sendir mat á þessum áætlaða lántökukostnaði eigin banka um klukkan ellefu á degi hverjum til Thomson Reuters, en þar er hæsta og lægsta fjórðungi gildanna í hverjum flokki sleppt, og meðaltal þeirra 10 gilda sem eftir standa reiknað. Þar með fást Libor vextir dagsins í viðkomandi mynt til viðkomandi lánstíma. Þetta ferli er svo endurtekið daglega.

Af hverju skiptir Libor svona miklu máli?
Ógrynni fjármálagerninga nota Libor sem viðmið, þótt þeir hafi ekkert með bankana 18 að gera. Þar getur t.d. verið um framvirka samninga, valrétti og vaxtaskiptasamninga að ræða. Því til viðbótar eru hefðbundnari lánveitingar, t.d. til húsnæðis- og bílakaupa, kreditkortaskuldir og námslán oft tengdar Libor, yfirleitt með þeim hætti að lántakinn greiðir eitthvað fast álag ofan á hina breytilegu viðmiðunarvexti. Samtals er talið að fjármálagjörningar tengdir Libor nemi um 800 billjónum dala (billjón eru þúsund milljarðar). Það er því mikilvægt að hægt sé að treysta stærðinni, og hún veiti upplýsingar um það sem henni er ætlað.

Hvernig er hægt að ráðskast með Libor?
Það er í raun hægur vandi að ráðskast með Libor. Þar sem talan byggir á mati starfsmanna einstakra banka á fjármagnskostnaði, en ekki raunverulegum fjármagnskostnaði, nægir einfaldlega að þeir sem senda matið inn til Thompson Reuters gefi upp hærra eða lægra mat en raunin er. Þar sem fáir bankar eru í úrtakinu er þannig hægt að hreyfa Libor hvers dags um örfáa punkta, eða brot úr punkti, upp eða niður með nægilegri leikni, t.d. með því að gæta þess að innsent mat detti út úr útreikningunum á Libor, án þess þó að það veki athygli.

Ef fleiri en einn banki stunda svo sama leik samtímis, t.d. þegar margir þeirra hafa hagsmuni af því að láta lántökukostnað sinn virðast vera lágan í kreppu til að grafa ekki undan trausti markaðarins, eða

með samstarfi kunningja í tveimur eða fleiri bönkum, verða áhrifin augljóslega meiri.

Þótt bankarnir séu skyldaðir til að gefa réttar upplýsingar samkvæmt bestu samvisku og þeim sé óheimilt að láta eigin hagsmuni ráða uppgefnum lántökukostnaði sínum gæti virst sérstakt að þeir séu ekki einfaldlega skyldaðir til að gefa upp *raunverulegan* lántökukostnað sinn byggðan á viðskiptum sínum þann daginn. Skýringin er sú að viðskipti eiga sér ekki stað daglega með stóran hluta myntanna til allra gjalddaga. Þetta átti t.a.m. sérstaklega við eftir að lánsfjárþurrð varð á mörkuðum eftir fall Lehman Brothers og lítið var lánað nema til einnar nætur, svo markaðsvextir voru hreinlega ekki til – verðmyndunina skorti.

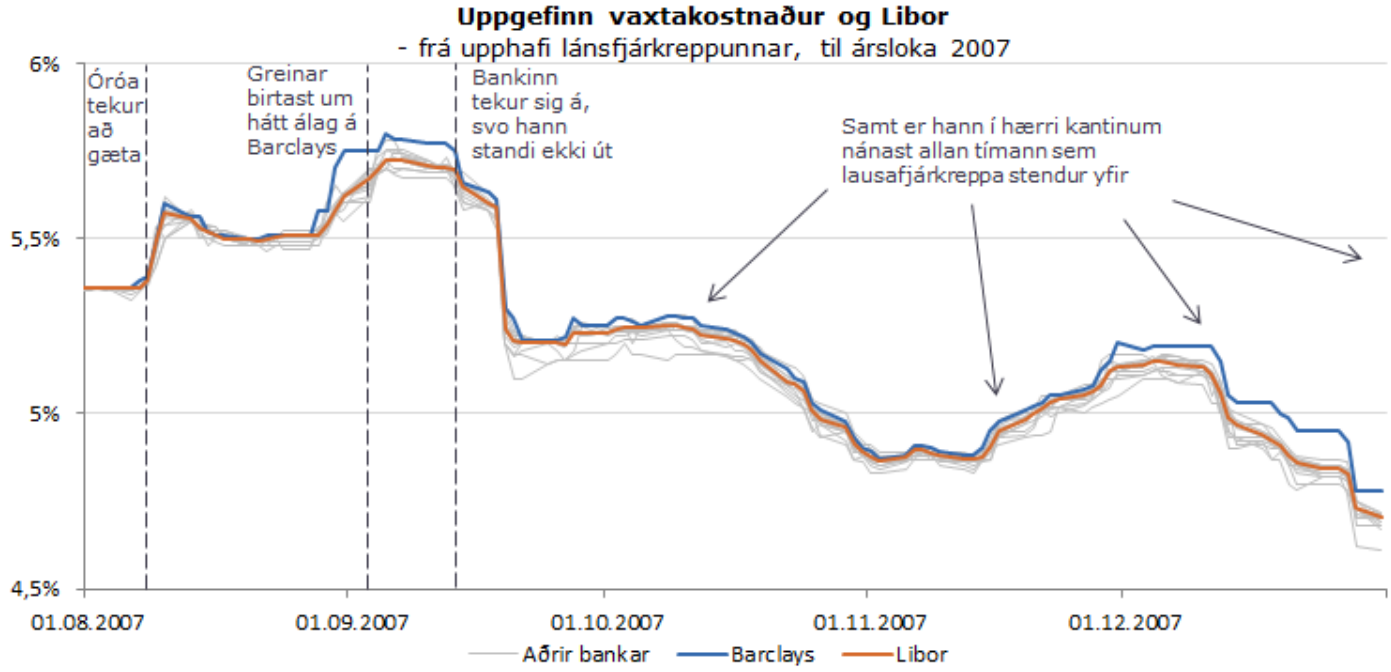
Af hverju ráðskuðust bankar með Libor?
Í nokkuð einfölduðu máli hefur ástæðum þess að bankar ráðskuðust með Libor vextina verið skipt í tvennt; annarsvegar til að auka gróða eða minnka tap af eigin stöðum, og hinsvegar til þess að fegra ástand bankanna gagnvart umheiminum. Upplýsingar sem birst hafa um hegðun starfsmanna eru nánast einvörðungu fengnar upp úr dómsskjölum vegna sekta sem lagðar voru á Barclays beggja vegna Atlantsála í síðasta mánuði, en rannsókn á öðrum bönkum teygir sig um víða veröld.

Í gróðaskyni, 2005-2009:
Starfsmenn á afleiðuborði bankanna gerðu sér far um að auka hagnað af útistandandi afleiðusamningum sem byggðu á Libor með því að reyna að hafa áhrif á stærðina eins og hentaði þeim hverju sinni. Þetta gerðu þeir í samstarfi við þá aðila innan bankans sem sáu um að senda matið á lántökukostnaði til Thomson Reuters, en hagsmunaárekstrar af þessum toga voru eftir á að hyggja augljóslega til staðar frá upphafi.

Yfirleitt var misnotkunin einfaldlega framkvæmd þannig að afleiðuborðið bað um háa eða lága vexti, og samstarfsmaður á hinum endanum sendi inn örlítið hærra eða lægra mat á lántökukostnaði en hann hefði ella gert.

Í fegrunarskyni, 2007-2009:
Þegar lausafé tók að þurrkast upp eftir að órói myndaðist á mörkuðum vegna undirmálslána í Bandaríkjunum á seinni hluta árs 2007 fóru vextir á millibankamarkaði að hækka, og uppgefinn fjármögnunarkostnaður mismunandi banka tók að færast í sundur (greinilegt varð að sumir bankar nutu meira trausts en aðrir þegar skóinn kreppti að).

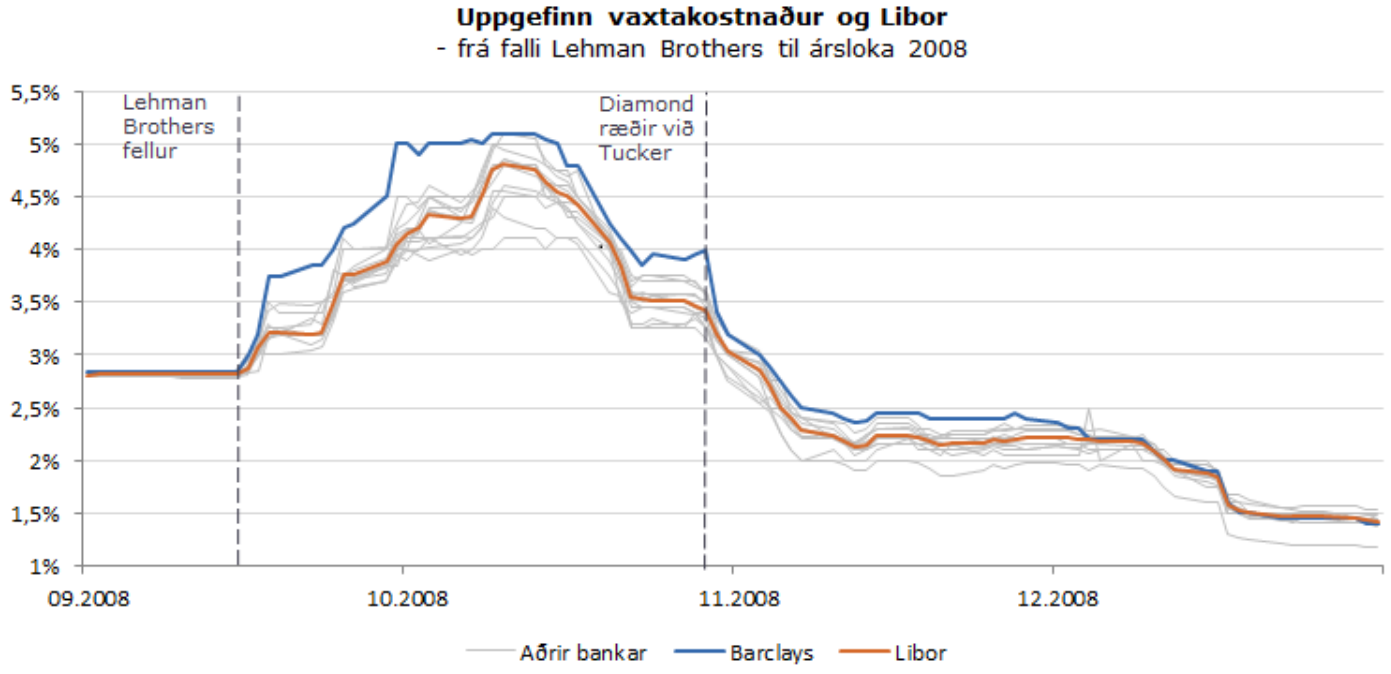
Fjölmiðlar beindu sjónum sínum að Barclays þar sem uppgefnir Libor vextir bankans gáfu kynna að hann væri að fjármagna sig á verulega verri kjörum en aðrir bankar. Þeir spurðu hvað í ósköpunum væri í gangi innan bankans, sem kallaði á svona hátt álag á lánveitingar til hans. Fljótlega eftir það beindu yfirmenn bankans tilmælum til þeirra sem sendu inn fjármagnskostnað Barclays um að gæta þess að hann væri ekki áberandi hæstur í úrtakinu. Þrátt fyrir það var bankinn iðulega í hærra lagi, en starfsmenn hans töldu víst, og vöktu m.a.s. athygli yfirvalda á því, að aðrir bankar væru að stunda sömu iðju af meiri krafti; þ.e. að gefa upp vaxtakostnað sem var óeðlilega lágur til að grafa ekki undan trausti markaða í skjóli þess að lítil sem engin viðskipti áttu sér stað á millibankamarkaðnum.



Með því að láta lántökukostnaðinn virðast lægri en hann var reyndu bankarnir í úrtakinu að koma í veg fyrir óðagot meðal fjárfesta og annarra lánardrottna bankanna.

Á haustmánuðum 2008, fljótlega eftir að Lehman Brothers féll, áttu Bob Diamond, forstjóri fjárfestingarbankasviðs Barclays, og Paul Tucker, aðstoðarseðlabankastjóri Bretlands, m.a.s. samtal sem einhverjir innan bankans túlkuðu á þann veg að starfsfólk hans þyrfti að gæta þess að senda ekki inn of háa vexti til að valda ekki umróti á fjármálamörkuðum. Það er raunar umdeilt hvort Tucker hafi berum orðum hvatt bankann til að falsa vextina, en í það minnsta er ljóst að þeir lækkuðu í kjölfarið. Orðrétt hljóðuðu glósur sem Diamond skrifaði upp úr símtalinu þannig:

> Mr Tucker stated the level of the calls he was receiving from Whitehall were "senior" and that while he was certain that we did not need advice, that it did not always need to be the case that we appeared as high as we have recently.



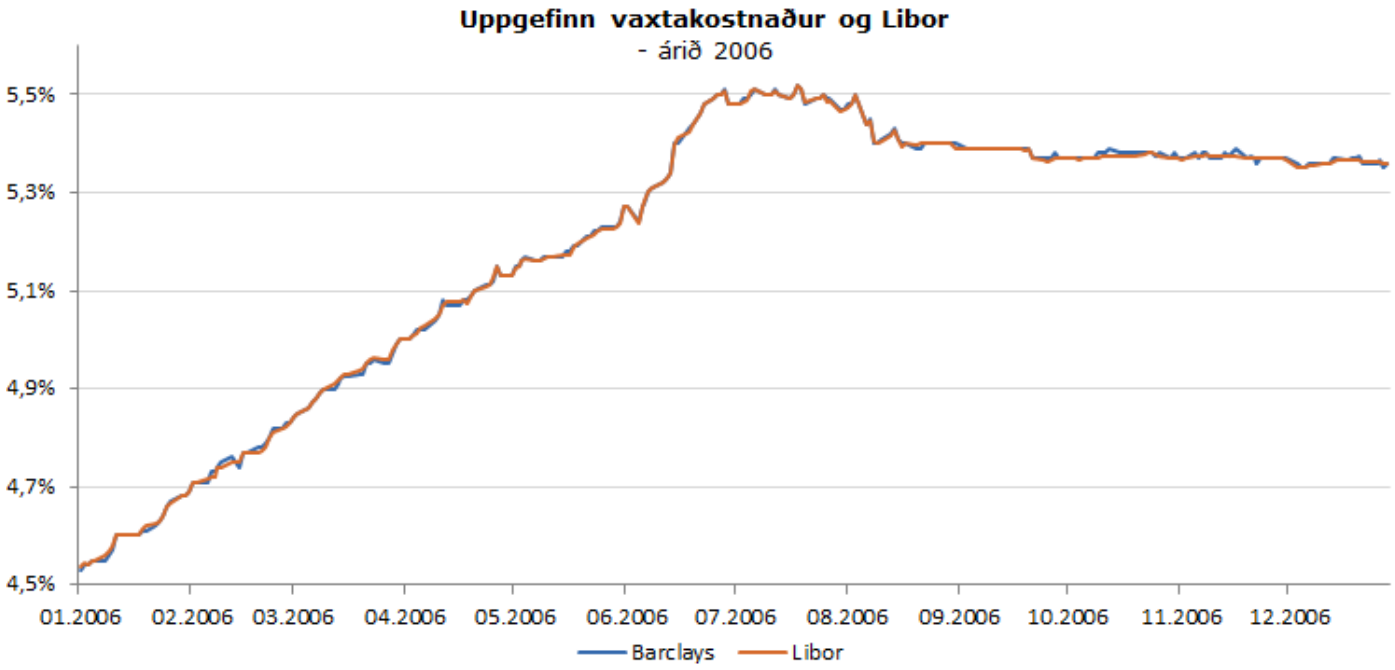
Hvert var umfang svindlsins?

Breska fjármálaeftirlitið telur að á tímabilinu 2005-2009 hafi a.m.k. 14 starfsmenn afleiðuborðs Barclays beðið samstarfsmenn sína a.m.k. 173 sinnum að breyta uppgefnum fjármögnunarkostnaði

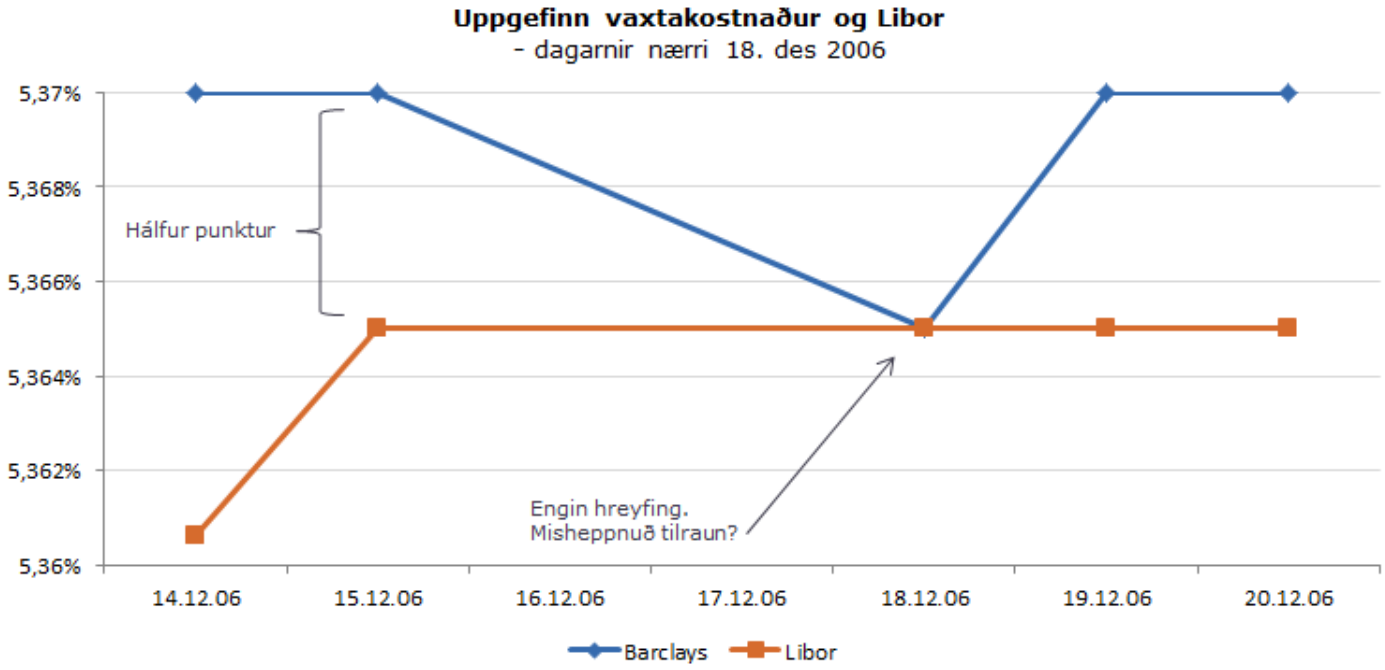
bankans til að hafa áhrif á Libor. Rannsókn eftirlitsins bendir til að þeir hafi brugðist við beiðninni í meirihluta tilvikanna.

Af tölvupóstsamskiptum þeirra má ráða að sumir hinna síðarnefndu hafi smurt einum til tveimur punktum á innsendan lántökukostnað, eða flysjað jafnmikið af, þegar það hentaði hinum fyrrnefndu. Sumir þeirra héldu þó fram að bankinn hefði líklegast getað fjármagnað sig á þeim kjörum sem þeir sendu inn, þótt þau væru ekki í samræmi við ströngustu skilgreiningu Libor.

Eins og sést á myndinni hér að neðan má vart á milli Libor og lántökukostnaðar Barclays sjá, þrátt fyrir að starfsmenn afleiðuborðsins hafi beðið ítrekað um að 3 mánaða dollaravöxtum yrði breytt á árinu 2006.



Það þarf að beita smásjánni til að sjá áhrifin sem þetta hafði, en á grafinu hér fyrir neðan hafa innsendir vextir Barclays verið bornir saman við Libor fyrir 18 desember 2006. Þann dag hafði starfsmaður afleiðuborðsins í New York beðið um að 3 mánaða USD vextirnir yrðu hafðir lágir vegna stöðutöku bankans, en samstarfsmaður á hinum endanum brást snarlega við með því að stilla gagnorða áminningu í rafræna dagatalinu sínu; *„USD 3M LIBOR DOWN*".



Í þetta skiptið var Libor alveg eins daginn á undan og eftir, þrátt fyrir að Barclays hafi keyrt sína uppgefnu vexti niður um hálfan punkt að beiðni afleiðuborðsins. Í öðrum tilvikum má leiða að því líkur að Barclays hafi tekist betur upp við að ráðskast með vextina, en þó yfirleitt ekki meira en um einn til tvo punkta í allra mesta lagi. Af því má ráða að vaxtasvindlið hefur líklegast ekki haft veruleg áhrif á vextina á hverjum tíma.

Þrátt fyrir það er augljóst að þegar upphæðirnar sem um eru að tefla eru farnar að hlaupa á hundruðum og jafnvel þúsundum milljarða bandaríkjadala, þá getur hver þúsundasti úr prósenti skipt miklu máli í peningum talið, þótt áhrifin séu sáralítil á minni upphæðir.

Þá eru nefnd a.m.k. 11 dæmi þess að starfsmenn Barclays hafi átt í samstarfi við starfsmenn annarra banka um að ráðskast með vextina, svo hugsanlega var bjögunin meiri en myndirnar gefa til kynna í einhverjum tilvikum – umfang þess er hins vegar ekki þekkt til hlítar, en rannsókn stendur yfir gagnvart fjölda banka.

Erfiðara er að meta hversu umfangsmikil vaxtafölsunin var í kringum lausafjárkreppuna þar sem hugsanlegt er að hún hafi verið kerfisbundnari, og ekki komið fram eingöngu sem viðbragð við óskum yfirmanna eða samstarfsmanna sem til eru skjalfest. Þó má líklegt telja að Libor hafi vikið talsvert lengra frá raunverulegum lántökukostnaði bankanna vegna þessa, en það gerði á fyrra hluta tímabilsins vegna óska afleiðuborðanna. Rannsókn stendur einnig yfir gagnvart fjölda banka hvað misnotkun af þessu tagi snertir.

Hverjar hafa afleiðingarnar verið fyrir þá sem tóku þátt?
Rannsókn er aðeins lokið á þætti Barclays í málinu. Rannsóknin var gerð með fullum samstarfsvilja bankans, sem meðal annars sýndi fram á brot sem yfirvöld höfðu ekki hugmynd um, en bankinn samdi við yfirvöld beggja vegna atlantsála um að ljúka málinu með sátt. Í henni felst að fyrirtækið greiðir sekt að upphæð alls um 450 milljóna dala, andvirði um 56 milljarða króna, auk þess sem fyrirtækið tekur fulla ábyrgð á gjörðum sínum og viðurkennir sök. Þá er fólgið í sáttinni að bankinn sýni áfram fullan samstarfsvilja við rannsókn þáttar annarra banka í svindlinu, sem nú stendur yfir víða um heim.

Til viðbótar sögðu bæði stjórnarformaður og forstjóri fjárfestingarbankasviðs bankans af sér fyrr í mánuðinum vegna málsins.

Hver voru áhrifin á íslensk heimili og fyrirtæki?
Erlend lán sem veitt voru á árunum fyrir fall íslenska bankakerfisins voru iðulega með breytilegum Libor að viðbættu álagi. Íslensk heimili og fyrirtæki (önnur en fjármálastofnanir og fjárfestingarfélög) voru

líklegast með allt of lág lán til að hreyfingar upp á einn til tvo punkta til eða frá á stökum dögum á fyrri hluta tímabilsins hafi skipt þau nokkru einasta máli.

Ef misnotkunin á síðari hluta tímabilsins hefur verið mjög útbreidd, jafnvel svo mjög að Libor hafi verið meira en tug punkta undir sönnu gildi yfir lengri tíma (t.d. eftir fall Lehman Brothers), þá hefur það verið til einhverra takmarkaðra hagsbóta fyrir íslensk heimili og fyrirtæki, þótt áhrif þess blikni í samanburði við gengisfallið sem varð á árabilinu 2007-2009 og varð til þess að greiðslubyrði lánanna hækkaði mikið í krónum talið.

Íslenskar fjármálastofnanir, sem áttu stór útlánasöfn í erlendri mynt, hefðu hins vegar getað orðið af stærri upphæðum vegna þessa, ef ekki væri fyrir þá staðreynd að margar þeirra fjármögnuðu sig með skuldabréfaútgáfu erlendis á kjörum tengdum Libor, svo áhrifin ættu að hafa nettast út að miklu leyti í reikningum þeirra.

Eru til leiðir til úrbóta? Hvert verður framhaldið
Rannsókn heldur áfram á þætti annarra banka í vaxtasvindlinu víða um heim, en ólíklegt má telja að niðurstöður þeirra birtist fyrr en að nokkrum mánuðum liðnum.

Barclays hefur þegar gert úrbætur á því hvernig fyrirtækið sendir inn lántökukostnað sinn til útreiknings á Libor. Meðal þess sem kveðið er á um í nýjum reglum er að öll samskipti starfsfólks lausafjárstýringar við aðra starfsmenn skuli fara fram í gegnum borðsíma með upptökutækni, það skuli ekki eiga nein samskipti um ákvörðun Libor við neinn utan eigin deildar og tilkynna allar tilraunir til að hafa áhrif á vextina til regluvörslu bankans.

Slíkar reglur eru eflaust til bóta, en eftir stendur vandinn um hvernig skuli bera sig að þegar laust fé er af skornum skammti og lítil sem engin viðskipti á markaði standa að baki „markaðsvöxtunum". Þess vegna er sjónum nú beint að leiðum til að tengja uppgefna vexti nánar við þá vexti sem fyrirtækin greiða raunverulega af lánum sínum. Þá gæti jafnframt hjálpað mikið að fjölga bönkum í úrtakinu. Í nýliðinni viku bárust svo fréttir af því að framkvæmdastjórn Evrópusambandsins hafi lagt til að vaxtafals verði framvegis skilgreint sem innherjasvik.

Líklegt er að málið verði áfram nokkuð í hámæli og það komi til með undirstrika þörfina á umbótum, en nú er þess til dæmis vænst að fjöldi fólks leiti réttar síns vegna svindlsins. Í mörgum tilfellum eru það gagnaðilar bankans sem vilja fá tap sitt greitt.

Í öðrum tilfellum verður úrlausn mála hins vegar mun flóknari. Þá hafa báðir aðilar samnings sem byggði á Libor verið alls ótengdir vaxtasvindlinu, en þeir eru þá yfirleitt að leika núllsummuleik þar sem tap eins er gróði hins. Þar er komin upp erfiðari staða, því sá sem tapaði á of háum eða lágum vöxtum vill að sjálfsögðu fá tap sitt greitt og fer því í mál við þá sem misnotuðu Libor, en það er hæpið að sá sem græddi sé tilbúinn að endurgreiða hagnaðinn, eða honum beri á annað borð skylda til þess. Þannig er áhættan af lögsóknum sem snúa að þátttakendum í svindlinu mjög ósamhverf.

Hvað með hið íslenska Reibor, er það reiknað eins og Libor?
Þótt Reibor eigi að endurspegla millibankavexti, rétt eins og Libor, er blæbrigðamunur á hvernig stærðirnar eru reiknaðar. Aðilum á millibankamarkaði með krónur á Íslandi (nú stóru bankarnir þrír) er skylt að gefa upp *bindandi* inn- og útlánstilboð til 10 mismunandi lánstíma, allt frá einum degi upp í ár. Fyrir hvern lánstíma eru bankarnir skuldbundnir til að eiga viðskipti með a.m.k. 50-300 milljónir króna á grundvelli tilboðanna.

Á hverjum degi, skömmu fyrir hádegi, reiknar Seðlabankinn meðaltal innláns- og útlánsvaxtatilboða bankanna og birtir millibankavexti á þeim grundvelli. Ef aðilar á markaði eru 4 eða fleiri sleppir hann hæsta og lægsta gildinu og reiknar meðaltal þeirra sem eftir standa, en þegar aðilar eru 3 eins og nú, ákvarðar Seðlabankinn hvort hann sleppir hæsta og lægsta gildinu og notar þannig miðgildið til grundvallar útreikninganna, eða hvort millibankavextirnir séu einfalt meðaltal tilboða bankanna.

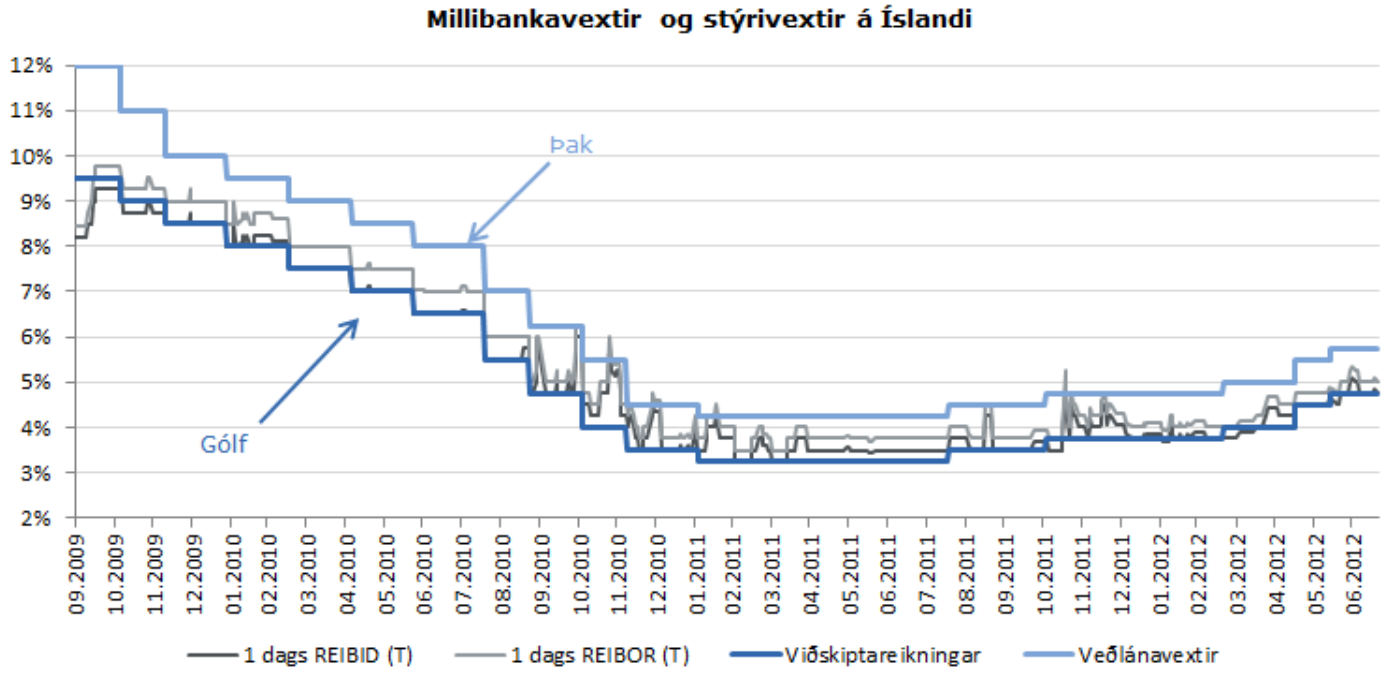
Ef aðili hefur neitað að taka við innláni eða veita lán á grundvelli eigin tilboðs er tilboðið ekki tekið með í útreikningum á millibankavöxtum.

Er þá munur á Reibor og Libor?
Það er ákveðinn eðlismunur á Reibor og Libor, þar sem fyrrnefndu vextirnir byggja á raunverulegum viðskiptum, eða a.m.k. skulbindandi vilja til að eiga raunveruleg viðskipti á uppgefnum vöxtum, á meðan þeir síðarnefndu byggja á huglægu mati. Þannig er Reibor áþreifanlegri stærð, og hlýtur nánast samkvæmt skilgreiningu alltaf að endurspegla vexti á millibankamarkaði eins og henni er ætlað að gera.

Í ofanálag þarf aðili, sem tekur við innlánum eða veitir útlán á á grundvelli uppgefinna vaxta, að tilkynna Seðlabankanum um viðskiptin og gefa upp allar upplýsingar um mótaðilann, fjárhæð lánsins, lánstíma og vexti.

Óheimilt er að verðleggja sig út af markaðnum, og einnig að neita að eiga viðskipti á uppgefnum vöxtum, en Seðlabankinn getur svipt þátttakendur aðild að markaðnum ef hann telur brotið á reglunum.

Að lokum er vert að minnast á að vextir Seðlabankans á veðlánum og viðskiptareikningum er ætlað að mynda þak og gólf á vexti á millibankamarkaði á tiltölulega þröngu bili, en millibankavextir hafa að mestu haldist innan þeirra marka á síðustu misserum.



Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og

starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is