

DNR 2012-412-AFS



Marknadsaktörers syn på risker och den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt

ENKÄT VÅREN 2012

■ Marknadsaktörers syn på risker och den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt¹

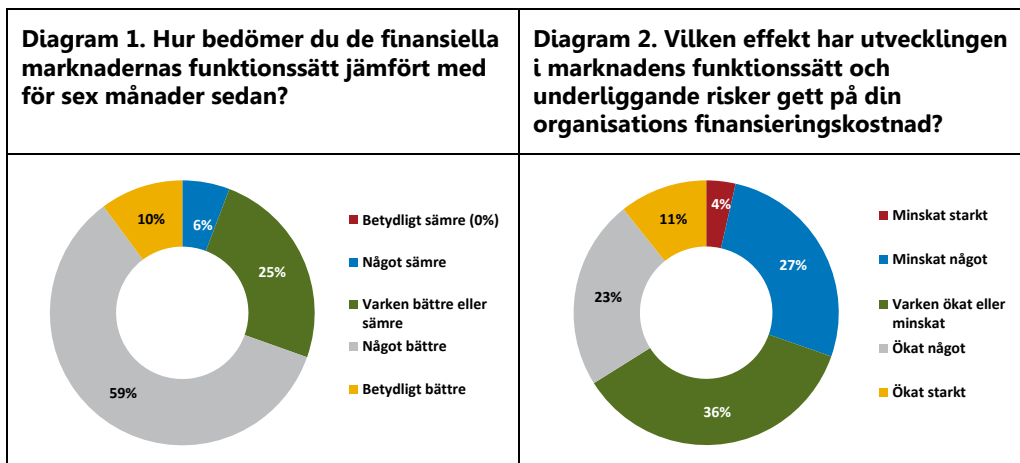
De svenska finansiella marknaderna fungerar bättre än i höstas enligt de marknadsaktörer som svarade på Riksbankens riskenkät i mars och april 2012. Aktörerna bedömer att likviditeten har förbättrats i de flesta instrumenten på den svenska ränte- och valutamarknaden. Den europeiska centralbankens (ECB) omfattande utlåning och de finanspolitiska åtgärderna i euroområdet skuldyngda länder anses generellt ha lett till ökad likviditet och vilja att ta risk på marknaderna. Samtidigt tror ett flertal aktörer att effekterna av ECB:s utlåning kan vara tillfällig och att de långsiktiga problemen i euroområdets skuldyngda länder kvarstår. Därför tror majoriteten av aktörerna att deras vilja att ta risk kommer att vara oförändrad framöver.

DE SVENSKA FINANSIELLA MARKNADERNA FUNGERAR BÄTTRE MEN LÅNGSIKTIGA PROBLEM I EUROOMRÅDET KVARSTÅR

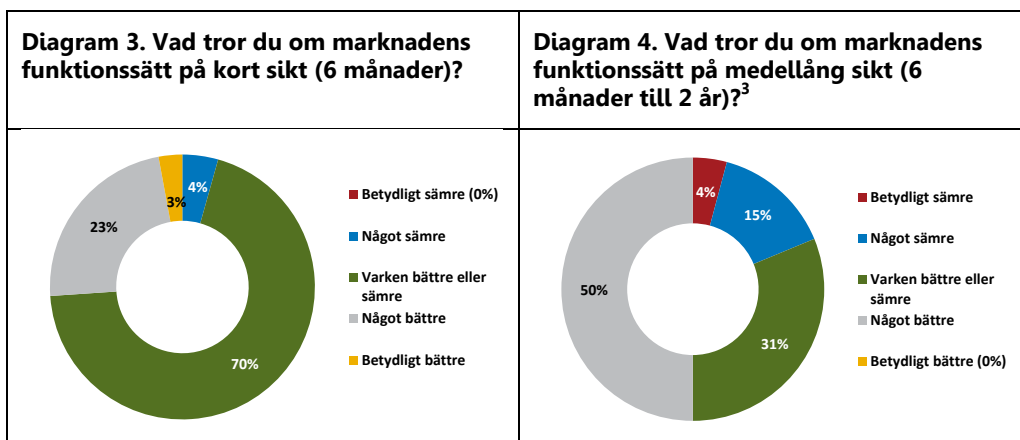
En majoritet av aktörerna anser att de svenska finansiella marknaderna fungerar bättre än för sex månader sedan (diagram 1).² En huvudsaklig orsak till detta anses vara ECB:s lån med tre års löptid till det europeiska banksystemet som sägs ha minskat osäkerheten på de europeiska marknaderna vilket också har spridit sig till de svenska marknaderna. De finanspolitiska åtgärderna i euroområdets skuldyngda länder sägs också ha bidragit till att marknaderna har fungerat bättre. Utvecklingen av marknadernas sätt att fungera bedöms dock ha gett olika effekt på aktörernas finansieringskostnader (diagram 2).

¹ Sedan våren 2008 skickar Riksbanken ut en riskenkät två gånger per år till aktörer på den svenska ränte- och valutamarknaden. Syftet med enkäten är att få en samlad bild av synen på riskerna på de svenska finansiella marknaderna samt att få en uppfattning om synen på de svenska finansiella marknadernas funktionssätt. Enkäten gäller uteslutande det svenska finansiella systemet. I denna rapport redovisas resultaten från Riksbankens riskenkät som besvarades mellan den 23 mars och den 23 april 2012. Utrednings- och undersökningsföretaget Markör Marknad och Kommunikation AB genomförde enkätutskicket på Riksbankens uppdrag. Riskenkäten kompletterar de årliga samtal som Riksbanken för med sina penning- och valutapolitiska motparter kring utvecklingen på de finansiella marknaderna, samt de löpande kontakterna med marknadens aktörer. Vårens enkät skickades ut till 79 aktörer på den svenska ränte- och valutamarknaden. De tillfrågade är dels Riksbankens penning- och valutapolitiska motparter (marknadsgaranter), dels andra aktörer på dessa marknader, såväl investerare som låntagare. Svarsfrekvensen uppgick till 89 procent.

² Med de senaste sex månaderna och det senaste halvåret avses genomgående perioden oktober 2011 till mars-april 2012.



Samtidigt tror många aktörer att förbättringarna kan vara tillfälliga eftersom de långsiktiga problemen bland euroområdets skuldtyngha länder kvarstår. De menar att det därför återstår en hel del arbete med att förbättra statsfinanserna i många av dessa länder. Några aktörer ser också svaga utsikter för tillväxten i Europa inom den närmsta framtiden. Eftersom utvecklingen i Europa anses sprida sig till Sverige säger majoriteten av aktörerna att de svenska finansiella marknadernas funktionssätt varken väntas bli bättre eller sämre under de kommande sex månaderna (diagram 3). Vissa aktörer har dock en ljusare syn på utsikterna för euroländernas statsfinanser och bedömer att de finansiella marknadernas funktionssätt kommer att förbättras. På längre sikt tror en stor andel på fortsatt stabilisering med trovärdiga finanspolitiska åtgärder i euroområdet och ett förbättrat funktionssätt på de finansiella marknaderna (diagram 4).

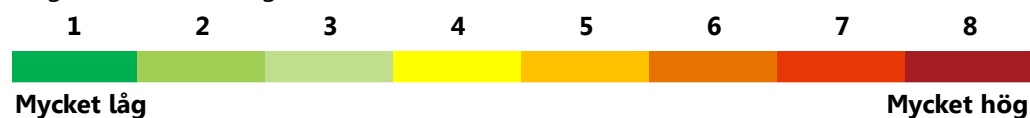


³ Svaret på denna fråga inkluderar inte marknadsgaranterna eftersom frågan inte ställdes till dem.

STÖRST RISK ATT UTVECKLINGEN I OMVÄRLDEN FÅR NEGATIVA KONSEKVENSER PÅ DET SVENSKA FINANSIELLA SYSTEMET

Aktörerna har värderat ett antal risker som kan ge negativa konsekvenser på det svenska finansiella systemet inom det kommande halvåret om de realiseras.⁴ Överlag anser marknadsaktörerna att de risker som kan relateras till omvärlden har minskat sedan den föregående riskenkäten.⁵ Det gäller för risker relaterade till den ekonomiska politiken i omvärlden, tillväxtrelaterade makrorisker, statsfinansiell risk och makrorisker relaterade till stora över- eller underskott i bytesbalanser. Även sannolikheten för att den ekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna ska ha negativ påverkan på det svenska finansiella systemet bedöms ha minskat (tabell 1).

Färgkod för värderingsskalan från 1 till 8:



Tabell 1. Aktörernas bedömning av utvalda risker som kan påverka det svenska finansiella Systemet

Risikfaktor	Sannolikhet	Konsekvens
Risker relaterade till ekonomisk politik i omvärlden	5,1	4,7
Tillväxtrelaterade makrorisker	4,8	4,8
Statsfinansiell risk	4,8	5,0
Makrorisker relaterade till stora över- eller underskott i bytesbalanser	4,8	4,5
Kreditrisker bland svenska hushåll	3,3	5,7
Risker relaterade till den ekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna	3,0	4,0
Risker relaterade till ekonomisk politik i Sverige	2,9	4,7

Sannolikheten för att den ekonomiska politiken i Sverige ska få negativa konsekvenser för det svenska finansiella systemet bedöms som låg. Däremot bedöms de potentiella konsekvenserna vara lika stora som eventuella konsekvenser av den ekonomiska politiken i omvärlden.

Ett scenario där svenska hushåll inte kan betala tillbaka sina lån skulle, enligt aktörerna, ge störst konsekvenser på det svenska finansiella systemet. Däremot bedöms sannolikheten för ett sådant scenario som relativt låg. I den senaste riskenkäten bedömdes sannolikheten för detta som något högre, samtidigt som konsekvenserna ansågs vara mindre. Vissa aktörer påpekar att de svenska hushållen har en hög skuldsättning men att Sverige har goda förutsättningar för att hantera en finansiell kris. Någon aktör påpekar särskilt att bolånetaket som Finansinspektionen införde 2010 har minskat kreditrisken hos hushållen.⁶

⁴ Frågan är till viss del omformulerad i vårens riskenkät. De risker som är inkluderade i tabell 1 har en något bredare formulering och innefattar en eller flera av riskerna från motsvarande fråga i den föregående riskenkäten. Exempelvis inkluderar kreditrisker bland svenska hushåll tre risker från den föregående riskenkäten. Svaren är därför inte helt jämförbara.

⁵ Med den föregående, senaste eller höstens riskenkät avses genomgående den riskenkät som Riksbanken genomförde i oktober 2011 och som avsåg perioden maj till oktober 2011.

⁶ Bolånetaket innebär att nya bostadslån inte får överstiga 85 procent av bostadens marknadsvärde. Reglerna började gälla den 1 oktober 2010.

MARKNADSAKTÖRERNA UPPLEVER EN OSÄKERHET KRING EFFEKTERNA AV KOMMANDE REGLERINGAR AV DEN FINANSIELLA SEKTORN

Riksbanken frågade aktörerna hur de förväntar sig att kommande regleringar kommer att påverka deras affärsverksamhet och de finansiella marknadernas sätt att fungera. Frågan ställdes mot bakgrund av kommande regleringar såsom Basel III, Solvens 2 och central motpartsclearing.^{7,8,9}

De ökade kapitalkraven i det kommande kapitaltäckningsregelverket Basel III förväntas leda till högre finansieringskostnader för bankerna, enligt ett flertal aktörer. Detta tror aktörerna kommer att innebära att det blir dyrare för privatpersoner och företag att låna pengar från bankerna. Därför förväntar sig många aktörer att icke-finansiella företag allt mer kommer att behöva finansiera sig genom att emittera obligationer istället för att låna från bankerna. Företagen kommer därmed att bli mer beroende av tillgång till finansiering via kapitalmarknaden.

Det kommande regelverket för försäkringsbolagen, Solvens 2, förväntas minska försäkringsbolagens möjlighet att ta risker, enligt flera aktörer. Detta eftersom försäkringsbolagen genom regleringen kommer att behöva ha mer kapital för sitt risktagande. Ett flertal aktörer tror också att försäkringsbolagen kommer att kräva en högre avkastning för att vilja investera i obligationer.

DELADE MENINGAR OM CENTRAL MOTPARTSCLEARING VID HANDEL MED DERIVAT

Vissa aktörer uttryckte en oro kring de kommande kraven på obligatorisk central motpartsclearing. Vid derivathandel skulle detta innebära ökade krav på aktörerna på de finansiella marknaderna att ställa säkerheter, vilket flera tror kommer att innebära ökade kostnader för de som handlar. Att ansluta sig till en central motpart innebär också en kostnad i sig. Någon respondent uppger att höga kostnader är anledningen till att en del aktörer i dagsläget väljer att inte använda centrala motparter och istället betraktar dem som en reservfacilitet som kan användas när marknaden inte fungerar väl.

En annan åsikt är att den centrala motpartsclearingen kan leda till att handeln på derivatmarknaden koncentreras till ett mindre antal standardiserade kontraktstyper. En sådan utveckling kan ge positiva effekter då en ökad koncentration skulle kunna leda till en bättre likviditet i dessa kontrakt och en mer korrekt prissättning. Å andra sidan säger några aktörer att en ökad koncentration till ett mindre antal instrument kan innebära sämre möjligheter att skraddarsy kontrakt för specifika behov.

Några aktörer tar även upp EU-kommissionens förslag om en skatt på finansiella transaktioner som en reglering som kan få effekter på marknadernas sätt att fungera. De menar att en sådan skatt skulle leda till högre transaktionskostnader och försämrade likviditet på de finansiella marknaderna.

⁷ Basel III är ett internationellt regelverk för finansiella institut som huvudsakligen reglerar bankernas kapitaltäckning, det vill säga hur mycket kapital en bank måste hålla i förhållande till den risk den tar, och deras sätt att hantera likviditet. Basel III ska implementeras gradvis fram till 2019.

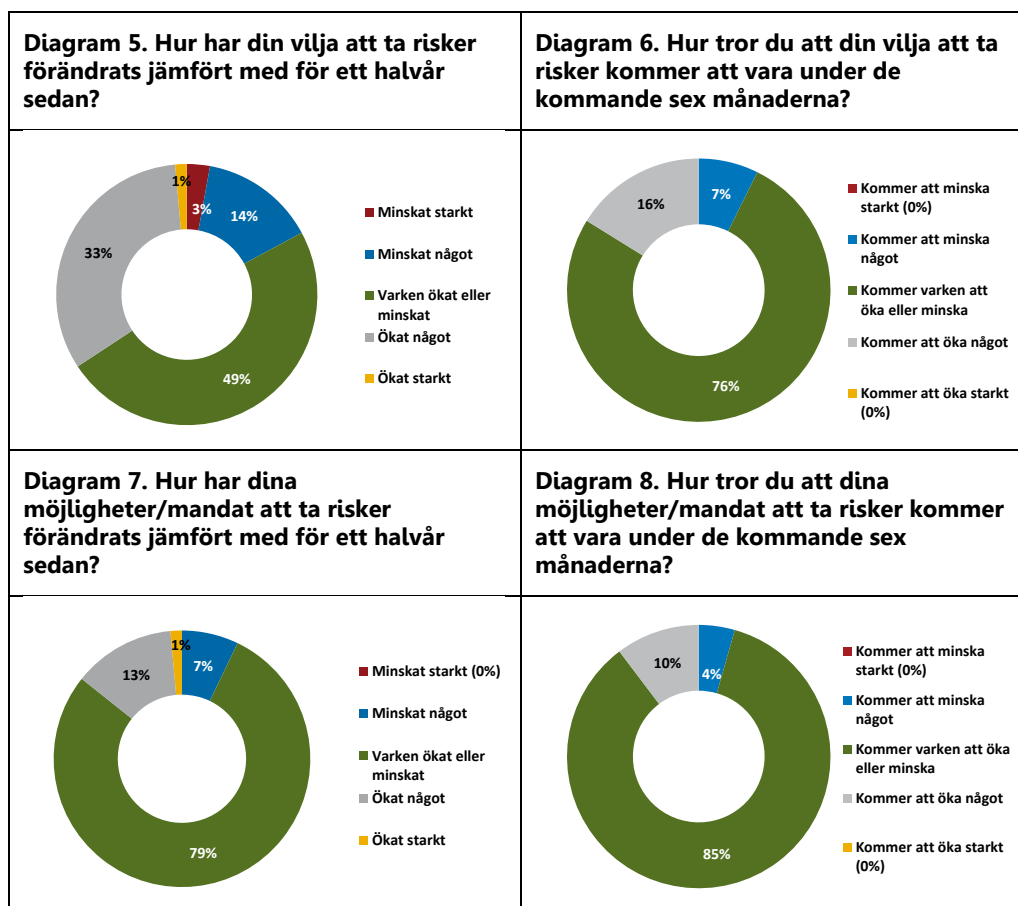
⁸ Solvens 2 är ett EU-direktiv för försäkringsbolag med en riskjusterad kapitaltäckningsberäkning. Huvudsyftet är att stärka konsumentskyddet och öka konkurrensen mellan försäkringsbolagen.

⁹ Central motpartsclearing (CCP-clearing) innebär att det vid handel med derivat ska finnas en central motpart, en clearing-organisation, som agerar motpart till både köpare och säljare. Genom detta får både köpare och säljare en motpartsrisk gentemot den centrala motparten istället för gentemot varandra. Obligatorisk central motpartsclearing ingår i den nya EU-förordningen EMIR.

OFÖRÄNDRAD VILJA ATT TA RISKER FÖR MAJORITETEN AV AKTÖRERNA

Trots att aktörerna anser att de svenska finansiella marknadernas funktionssätt har förbättrats bedömer nästan hälften av aktörerna att deras vilja att ta risker har varit oförändrad under de senaste sex månaderna (diagram 5). Majoriteten säger också att deras mandat att ta risker inte har förändrats (diagram 7). Som orsak till detta anges i stor utsträckning osäkerheten på de finansiella marknaderna till följd av skuldcrisen i euroområdet. Mot bakgrund av osäkerheten tror majoriteten av aktörerna inte heller att deras vilja eller möjlighet att ta risker kommer att förändras under de kommande sex månaderna (diagram 6 och 8).

Den tredjedel av aktörerna som menar att deras vilja att ta risker har ökat anger positiva effekter av ECB:s omfattande utlåning, finanspolitiska åtgärder inom euroområdet och förbättrade ekonomiska utsikter i USA som orsaker. I den föregående riskenkäten ansåg 60 procent av aktörerna att deras vilja att ta risker hade minskat.



KREDITRISK ÄR SVÅRAST FÖR AKTÖRERNA ATT HANTERA

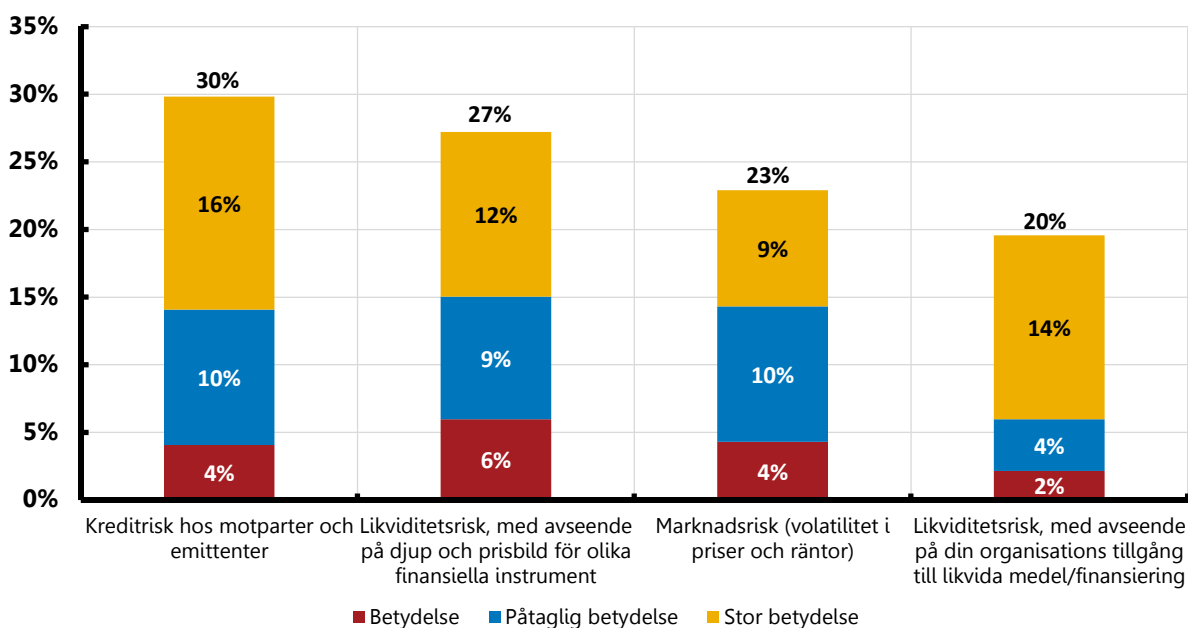
Kreditrisk hos motparter och emittenter är den risk som flest aktörer, cirka en tredjedel, anger som svår för den egna organisationen att hantera (diagram 9). Det är också den risk som flest aktörer anser skulle få allvarligast konsekvenser om den skulle realiseras.

Likviditetsrisk med avseende på orderdjup och prisbild för olika finansiella instrument är den risk som näst flest aktörer uppger som en svår risk att hantera. Orderdjupet avspeglar hur många köpare och säljare det finns på marknaden. Prisbilden har i sin tur att göra med avståndet mellan köp- och säljpriserna på marknaden. Tillsammans påverkar dessa möjligheten för marknadsaktörerna att snabbt omsätta finansiella instrument på marknaden. Av aktörernas svar att döma upplever de det alltså som ett allvarligt problem om de inte snabbt kan omsätta finansiella instrument på marknaden.

En annan typ av likviditetsrisk uppstår om organisationens tillgång till finansiering minskar. Bland dem som svarade på enkäten är det en femtedel som anser att denna risk är svårast att hantera. Det är också den risk, efter kreditrisk hos motparter och emittenter, som flest aktörer anser har störst betydelse för institutet.

Marknadsgaranternas svar skiljer sig något från de övriga aktörernas svar på frågorna om risker. De anser att de två likviditetsriskerna är svårast att hantera. Detta beror troligtvis på att marknadsgaranter är särskilt utsatta för likviditetsrisk i sin verksamhet. Särskilt utmärkande är att nästan en fjärdedel av marknadsgaranterna anser att likviditetsrisken som är kopplad till den egna organisationens tillgång till likvida medel och finansiering har stor betydelse.

Diagram 9. Aktörernas bedömning av risker som skulle vara svåra för deras organisationer att hantera, procentuell andel av svaren efter viktning¹⁰



¹⁰ Aktörerna ombads att ange upp till tre risker som skulle vara svåra för deras organisation att hantera. De ombads att rangordna dessa risker mellan ett och tre där ett innebar att risken skulle ha stor betydelse och tre innebar att den inte skulle ha fullt så stor betydelse för organisationen. När en risk rangordnats som att den har stor betydelse har den tilldelats större vikt än om den rangordnats som att den har mindre betydelse.

Öppna frågor relaterade till de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt

Riksbanken ställde ett antal öppna frågor till aktörerna. Frågorna var av tillfällig art och rörde ämnen som var av särskilt intresse.

ETT FLERTAL AKTÖRER ANSER ATT DET FINNS PROBLEM MED STIBOR

Riksbanken frågade aktörerna hur de ser på prissättningen av Stibor.^{11,12} Vissa aktörer menar att det inte finns några problem med referensräntan. Ett flertal uppfattar dock att det finns problem. Ett sådant anses vara incitamenten för bankerna att sätta Stibor på rättvisande nivåer. Vissa aktörer menar dessutom att det är för få banker som bestämmer referensräntan. Ett antal aktörer menar också att det råder bristande transparens kring Stibor. Överlag menar de att det bör finnas fullgod information om Stibor tillgänglig för allmänheten.

MINSKAT UTBUD AV STATSPAPPER KAN LEDA TILL ÖPPNINGAR FÖR ANDRA MARKNADER

På frågan om eventuella konsekvenser av ett minskat utbud av statspapper svarar vissa aktörer att det minskade utbudet inte utgör något problem.¹³ Flera aktörer svarar dock att likviditeten på andrahandsmarknaden för statspapper kommer att försämrats. Det minskade utbudet väntas även kunna leda till lägre räntor på statspapper bland annat eftersom många investerare och förvaltare är bundna att ha ett visst innehav av statspapper.

Flera aktörer tror att detta skulle leda till att försäkringsbolag och andra investerare söker andra, mer riskfyllda investeringsalternativ som säkerställda obligationer, företagsobligationer eller andra länders statspapper. Vissa aktörer säger att detta kan leda till bättre likviditet på marknaderna för svenska säkerställda obligationer och företagsobligationer. Det riskerar dock också att leda till att utländska investerare väljer att inte investera i svenska statspapper.

DELADE MENINGAR KRING MARKNADSGARANTERNAS VILJA ATT TA RISKER

Riksbanken frågade hur aktörerna har upplevt att de svenska marknadsgaranternas vilja att ta risker har förändrats under det senaste halvåret och om utvecklingen har påverkat de finansiella marknadernas sätt att fungera. Vissa aktörer upplever att marknadsgaranterna har börjat ta mindre risker, både på ränte- och på valutamarknaden. Denna bedömning görs både av marknadsgaranter och av övriga aktörer. De menar att detta kan påverka marknadens sätt att fungera genom att leda till lägre likviditet på de finansiella marknaderna. Aktörerna nämner osäkerheten på marknaden samt kommande regelverk som anledningar till marknadsgaranternas minskade vilja att ta risk.

¹¹ STIBOR (Stockholm Interbank Offered Rate) är en daglig referensränta baserad på de räntesatser för osäkrade lån som banker erbjuder till andra banker. STIBOR används som referens för räntesättning eller prissättning av derivat- och obligationskontrakt.

¹² Denna fråga har besvarats av de aktörer som är aktiva på räntemarknaden samt av de aktörer som är aktiva på både ränte- och valutamarknaden.

¹³ Se föregående fotnot.

STARK SVENSK EKONOMI SKAPAR EFTERFRÅGAN PÅ DEN SVENSKA KRONAN

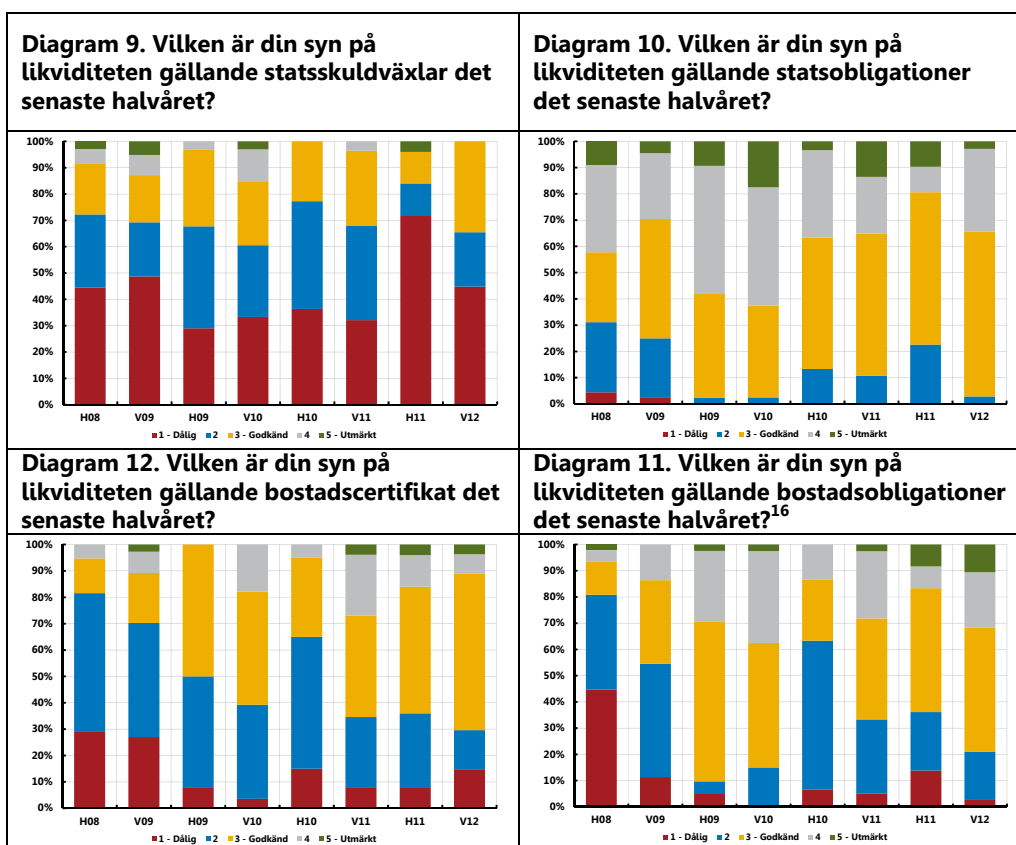
Riksbanken frågade aktörerna som är aktiva på valutamarknaden för svenska kronor vilka de viktigaste förändringarna eller trenderna varit under det senaste halvåret. Några aktörer menar att Sverige nuförtiden ofta ses som ett säkert land att investera i och att kronan börjar ses som en så kallad "safe-haven".¹⁴ Detta anses bero på den förhållandevis starka svenska ekonomin vilken anses öka efterfrågan på tillgångar i svenska kronor.

¹⁴ En "safe-haven" valuta är en valuta som är kopplad till ett land där investerare väljer att investera sina pengar i tider av oro. En ökad vilja att investera i landet gör att efterfrågan på dess valuta ökar.

Den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt

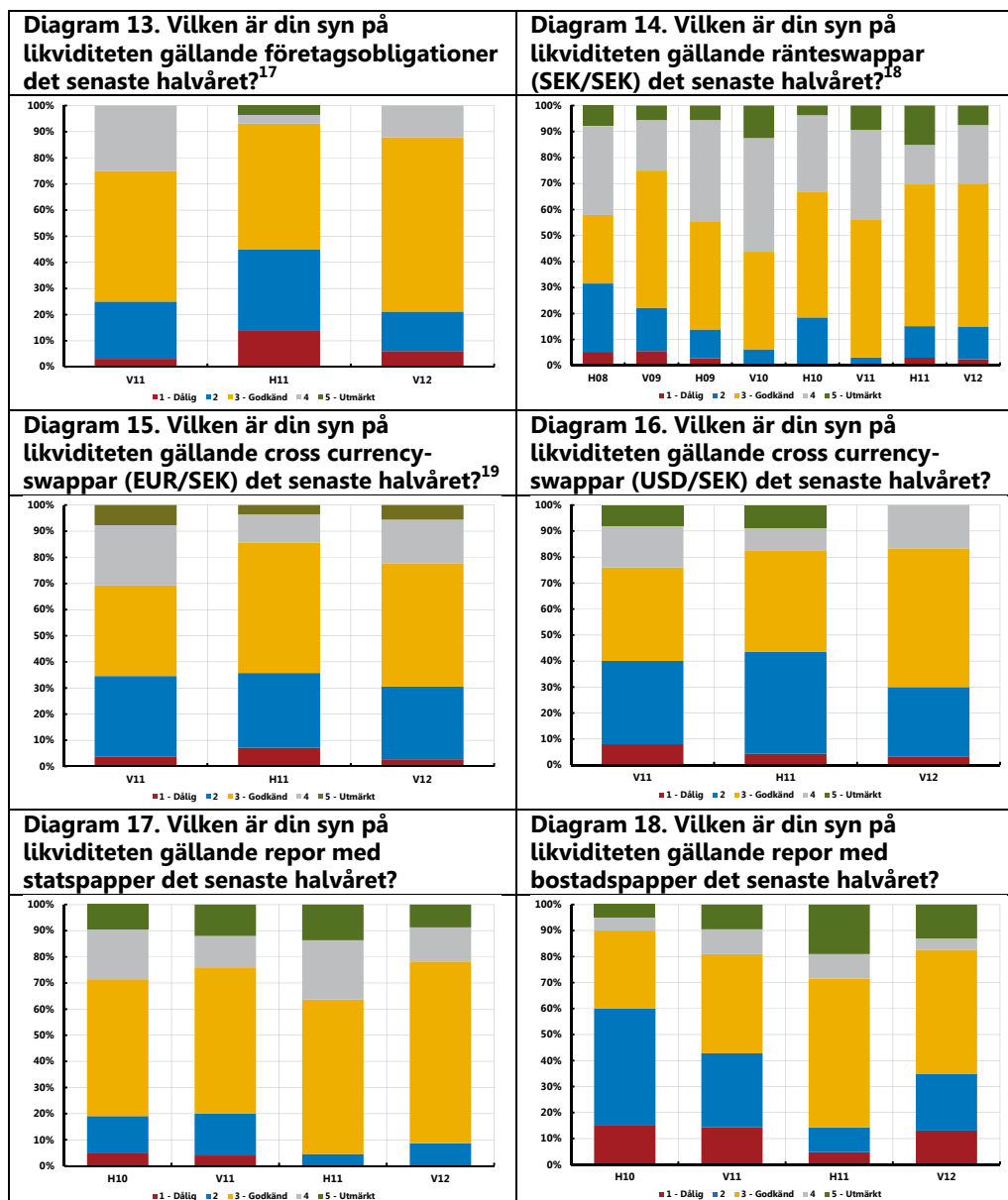
Aktörerna bedömer att likviditeten i flertalet instrument på den svenska ränte- och valutamarknaden har förbättrats under det senaste halvåret. Vid tolkningen av aktörernas svar i diagrammen 9 till 28 är det viktigt att tänka på att marknaderna och instrumenten inte nödvändigtvis är jämförbara. Det beror på att de ofta har strukturella skillnader. Det är därför mer lämpligt att analysera förändringar över tiden för enskilda instrument än att jämföra olika instrument.

AKTÖRERNAS BEDÖMNING AV LIKVIDITETEN I INSTRUMENT PÅ DEN SVENSKA RÄNTEMARKNADEN¹⁵



¹⁵ Denna del av enkäten har besvarats av de aktörer som är aktiva på räntemarknaden samt av de aktörer som är aktiva på både ränte- och valutamarknaden. I diagrammen ingår endast de som varit aktiva i det specifika segmentet.

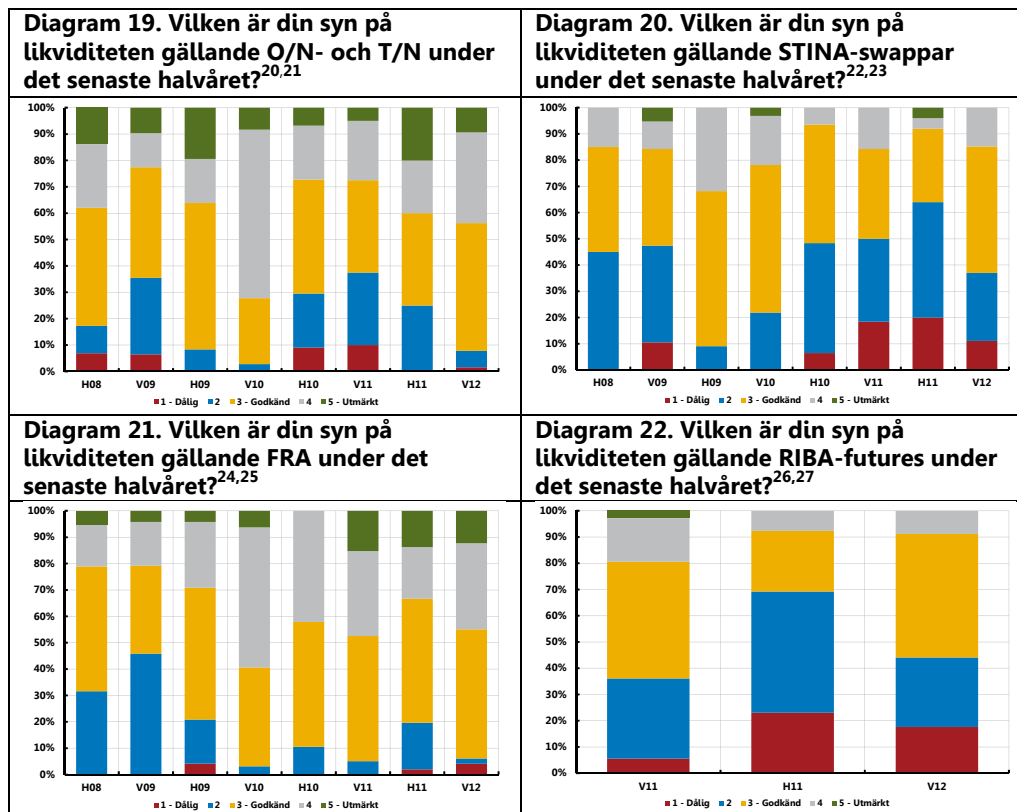
¹⁶ Marknadsgaranterna är inte lika positiva till likviditeten i bostadsobligationer då samtliga bedömer likviditeten som godkänd eller sämre än godkänd. Se även fotnot 17.



¹⁷ Bland marknadsgaranterna bedöms dock likviditeten i företagsobligationer som relativt svag. Samtliga marknadsgaranter anser att likviditeten varit godkänd eller mindre än godkänd. Att marknadsgaranternas åsikt kring likviditeten i bostads- och företagsobligationer skiljer sig från övriga aktörers beror sannolikt på deras roll på marknaden, det vill säga att garantera att kunderna kan köpa eller sälja dessa obligationer. Vid tider av oro när investerare vill sälja sina obligationsinnehav riskerar marknadsgaranterna att tvingas köpa dessa och sälja dem vidare med förlust.

¹⁸ Ett avtal mellan två parter att utbyta en viss ränta mot en annan ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

¹⁹ En cross currency-swap är ett derivat med vilket en marknadsaktör kan omvandla en tillgång eller en skuld till en annan valuta än vad den ursprungligen är uttryckt i.



²⁰ Det ska dock noteras att den förra enkäten endast innehöll svar från Riksbankens motparter på den här frågan.

²¹ Svaret inkluderar aktörernas syn på likviditeten i swappar och osäkrade lån mellan banker på löptiderna idag till imorgon och imorgon till i övermorgon. Vilken instrumenttyp frågan har avsett har varierat något över tiden.

²² Här inkluderas enbart svar från marknadsgaranter som är aktiva på både ränte- och valutamarknaden.

²³ STINA står för STIBOR T/N Average. Ett STINA-kontrakt innebär en överenskommelse om att, under en löptid om högst ett år, betala eller erhålla skillnaden mellan en fast avtalad ränta och en rörlig dagslåneränta (STIBOR T/N).

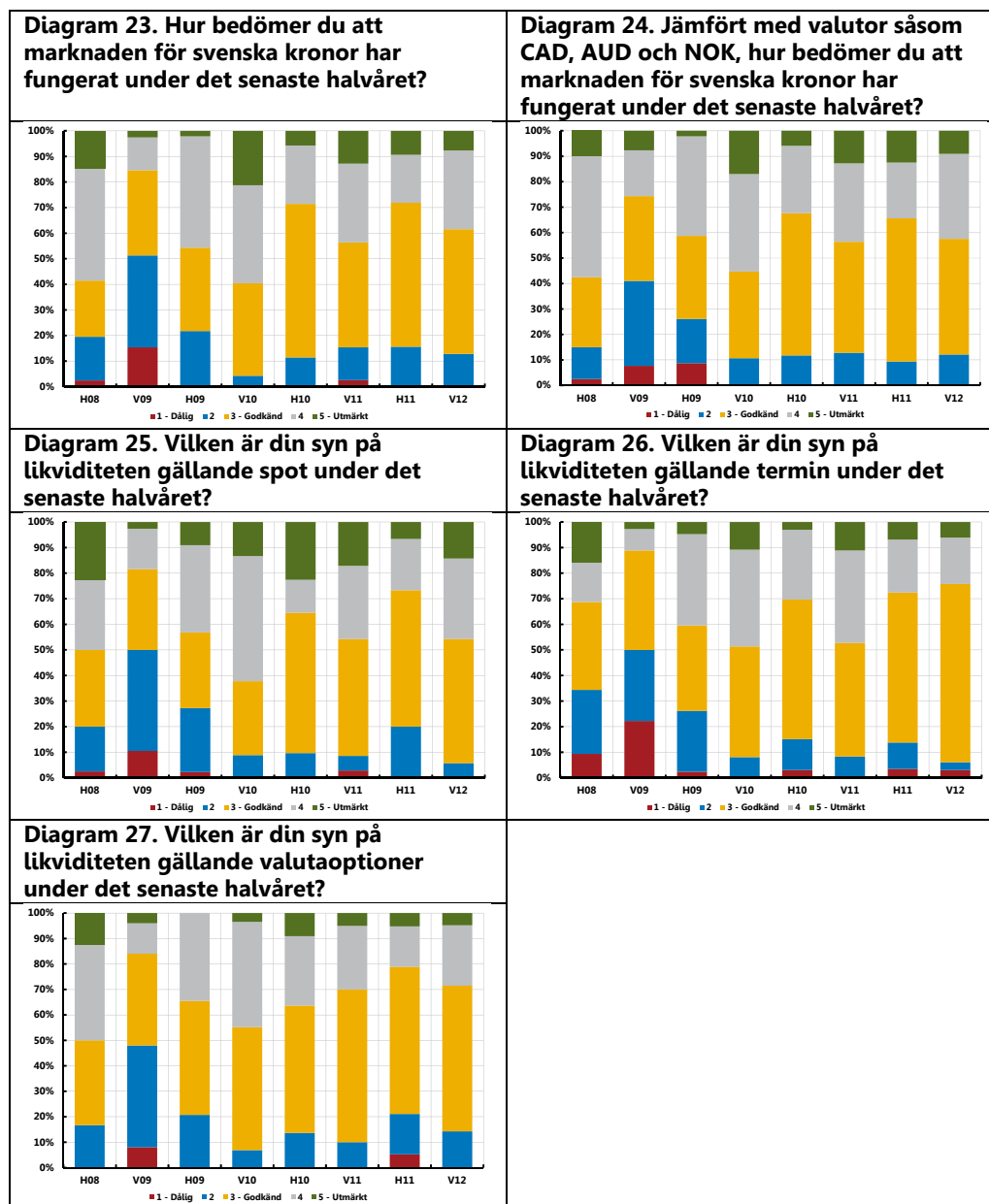
²⁴ Här inkluderas svar från aktörer som är aktiva på både ränte- och valutamarknaden.

²⁵ FRA är en förkortning av det engelska begreppet Forward Rate Agreement. Ett FRA-kontrakt är en överenskommelse om att vid ett visst datum i framtiden betala eller erhålla skillnaden mellan en i förhand bestämd ränta och den ränta som faktiskt gäller vid det framtida datumet.

²⁶ Här inkluderas svar från aktörer som är aktiva på både ränte- och valutamarknaden.

²⁷ RIBA-futures är ett standardiserat terminskontrakt som baseras på utfallet av Riksbankens reporänta. Parterna förbinder sig att vid en given framtida tidpunkt köpa respektive sälja en tillgång till ett i förväg fastställt pris. Kontraktbasen är ett fiktivt lån, vilket innebär att det underliggande lånebeloppet inte levereras. Löptiden motsvarar perioden mellan två IMM-datum och kontraktet slutavräknas mot den genomsnittliga reporäntan för aktuell period.

AKTÖRERNAS BEDÖMNING AV LIKVIDITETEN I INSTRUMENT PÅ DEN SVENSKA VALUTAMARKNADEN²⁸



²⁸ Denna del av enkäten har besvarats av de aktörer som är aktiva på valutamarknaden samt av de aktörer som är aktiva på både ränte- och valutamarknaden. I diagrammen ingår endast de som varit aktiva i det specifika segmentet.



Avdelningen för Finansiell stabilitet
Sveriges riksbank, 2012