



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-12-04
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nasdaq OMX

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Värdepappersmarknader i förändring

Motpartsrisiker och funktionssätt

Mycket händer på de finansiella marknaderna idag. Förutom den kris vi står mitt i sker stora funktionella förändringar på värdepappersmarknaden. Dessa förändringar kan förbättra marknadens funktionssätt, vilket är särskilt viktigt i tider av finansiell turbulens. Men förändringarna ställer också större krav på samarbete över landsgränserna. En förändring som har pågått en tid är att de svenska systemen för värdepappershantering integreras allt mer med utländska system. Samtidigt sker förändringar som minskar de finansiella aktörernas motpartsrisiker och som ökar genomlysningen av värdepappershandeln. När man pratar om de förändringar som sker på värdepappersmarknaden är det viktigt att komma ihåg att en väl fungerande räntemarknad också är en förutsättning för att vi ska kunna föra en effektiv penningpolitik.

I min diskussion om dessa förändringar och om hur viktigt det är med en väl fungerande räntemarknad kommer jag att använda mig av en ganska teknisk vokabulär. Framförallt gäller det de delar som rör integration och motpartsrisiker. Men med er som publik ser jag inte att det kommer vara ett problem. Många av er sysslar ju med just dessa frågor.

Förändringar på värdepappersmarknaderna

Låt mig först kort redogöra för den finansiella infrastrukturen. Den består av olika rutiner, instrument och system som tillsammans skapar förutsättningar för att betalningar och värdepapperstransaktioner ska kunna genomföras säkert och effektivt. Om den finansiella infrastrukturen inte fungerar kan betalningar och värdepapperstransaktioner inte genomföras – det blir i så fall mer eller mindre tvärstopp i ekonomin. Det innebär också att Riksbankens räntesättning inte får genomslag i ekonomin.

Detta betyder att den finansiella infrastrukturen och de förändringar som sker på värdepappersmarknaderna har relevans för Riksbankens båda huvuduppgifter, det vill säga att värna om den finansiella stabiliteten och om prisstabiliteten. Det är därför viktigt att vi noga följer utvecklingen på dessa områden.

■ Ökad integration

Som många av er redan känner till genomgår värdepappersmarknaderna och den finansiella infrastrukturen just nu stora förändringar. Vi har under senare år kunnat bevittna ett antal tendenser till ökad integration inom *handeln* med finansiella instrument. På senare tid har vi också sett sådana tendenser inom *clearing och avveckling*, det vill säga den hantering av värdepapperstransaktioner som sker efter att själva handeln har skett.¹

I en värld som kännetecknas av ökad globalisering, ökad konkurrens och teknisk utveckling är fusioner och förvärv ett sätt för företag att anpassa sig. När det gäller handeln med finansiella instrument har börserna i Norden, Baltikum och USA blivit allt starkare sammankopplade genom att NASDAQ OMX Group bildades i februari 2008. Drivkraften bakom denna börssammanslagning är främst av ekonomisk karaktär eftersom den skapar betydande stordriftsfördelar.

Men även regleringar ligger bakom förändringarna på värdepappersmarknaderna. EU-direktivet MiFID är en reglering som syftar till att öka konkurrensen, förbättra konsumentskyddet och främja integrationen på de europeiska värdepappersmarknaderna. I och med detta direktiv har nya typer av handelsplatser börjat etableras i Europa.² Mot denna bakgrund är det rimligt att tro att kartan för aktiehandeln i Europa kommer att förändras framöver. Aktiehandeln kommer att styras till de handelsplatser som erbjuder de bästa kurserna och lägsta avgifterna, alltså där likviditeten är god.

Det finns också tydliga utvecklingstendenser vad gäller clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner, det vill säga det led som kommer efter själva handeln. Här är Euroclear ett exempel på långtgående integration. Euroclear avvecklar värdepapper på fem marknader i Europa och har dessutom alldeles nyligen förvärvat svenska VPC AB. I Euroclears nya system kommer gränsöverskridande värdepapperstransaktioner att kunna avvecklas lika smidigt som nationella transaktioner avvecklas idag. Vid sidan av marknadens egna lösningar avser den europeiska centralbanken att starta ett helt nytt system som ska koppla ihop de nationella systemen för värdepappersavveckling.

Sedan ett antal år ökar dessutom användningen av clearingtjänster hos centrala motparter vid värdepapperstransaktioner. Centrala motparter är ett högaktuellt ämne i både Europa och USA. Inte minst för att fördelarna med centrala motparter har kommit alltmer i fokus i samband med den globala finansiella krisen. Jag återkommer till detta lite senare.

I Europa finns redan flera centrala motparter i clearing av såväl derivat som aktier och räntebärande värdepapper. I Sverige har vi en central motpart – NASDAQ OMX Derivatives Markets – för de derivatinstrument som handlas på OMX. Det har fram tills nyligen inte funnits någon central motpart för transaktioner i svenska aktier och räntebärande papper som handlas avista. Men i takt med att nya handelsplattformar etableras i Europa finns numera möjligheten

¹ Clearing betyder betalningsutjämning, det vill säga kvittning av ömsesidiga fordringar. Avveckling betyder slutlig reglering av ett skuldförhållande, det vill säga överföring av pengar och värdepapper från en part till en annan.

² Multilateral Trading Facility. Dessa handelsplatser kan organisera handel utan att vara traditionella börser.

■ att cleara svenska aktier genom en central motpart.³ I oktober annonserades även att en central motpartstjänst kommer att erbjudas framöver för de aktietransaktioner som handlas avista på OMX Nordiska börs Stockholm.

De tendenser jag just har nämnt tyder på en explosionsartad utveckling. Vad får det för konsekvenser för den svenska finansiella infrastrukturen? Jo, att de svenska systemen helt eller delvis kommer att ersättas av eller kopplas ihop med utländska system. Det innebär att handel, clearing och avveckling av värdepapper i allt större utsträckning kommer att ske utanför Sveriges gränser.

Den ökade integrationen innebär att länders värdepappersmarknader och finansiella infrastrukturer flätas samman allt tätare. För Riksbankens del är det viktigt att systemen i den svenska finansiella infrastrukturen fungerar säkert och effektivt – även om systemen ägs av utländska aktörer och finns på utländsk mark.

För att möta den ökade integrationen ställs nya och högre krav på gemensamma lösningar och samarbete över landgränserna. På alla dessa områden finns det mycket att göra. För att övervaka de utländska system som berör den svenska infrastrukturen kommer Riksbanken att samarbeta med andra centralbanker.

Motpartsrisiker och bristande genomlysning av marknaden

Mot bakgrund av det jag just beskrivit är det lätt att konstatera att handel, clearing och avveckling förändras snabbt. Dessa förändringar är viktiga för oss som centralbank att förstå. Men det är också så att den finansiella krisen har fått oss att inse att det finns områden inom handel, clearing och avveckling där förbättringar behöver komma till stånd.

I USA har två problem i handeln med amerikanska kreditderivat blivit särskilt tydliga. Problemen gäller de kreditderivat som handlas på den så kallade "over-the-counter"-marknaden.⁴ Det första problemet är *motpartsriskerna*. I handeln med kreditderivat har motparterna nämligen varit exponerade för kreditrisk mot varandra, det vill säga risken för att en motpart förlorar hela det underliggande värdet i en affär. Motpartsriskerna har varit svåra att förstå och därför svåra att värdera. Det andra problemet är *bristen på genomlysning* av marknaden, vilket har orsakat problem med prissättning och bristande likviditet på marknaden för kreditderivat.

Frågan hur man skulle kunna minska motpartsriskerna i derivat som handlas "over-the-counter" har lyfts fram av både den amerikanska och den europeiska centralbanken. Ett sätt att minska motpartsriskerna skulle vara att kreditderivaten clearas hos en central motpart.

Hur skulle då en central motpart kunna förbättra läget? Jo, den centrala motparten, som är en känd aktör, blir motpart i värdepapperstransaktionen. Säljaren och köparen får då en fordran respektive skuld på den centrala motparten istället för på varandra.

³ Ett exempel är EMCF (European Multilateral Trading Facility N.V.) som är central motpart i clearing av svenska aktier som handlas på Chi-X och NASDAQ OMX Europe. Ett annat exempel är EuroCCP som är central motpart i clearing av aktier som handlas på Turquoise.

⁴ Värdepapper kan handlas på en etablerad handelsplats eller "over-the-counter". Handeln "over-the-counter" innebär att deltagarna själva gör upp värdepappersaffären på tu man hand.

Fördelarna med en central motpart är att den kan bidra till både *effektivare* och *säkrare* värdepappersavveckling. Transaktionerna kan nettas⁵ mot varandra och motparten är känd. Själva motpartsriskerna kan hanteras genom att den centrala motparten tar in säkerheter. Dessutom har den centrala motparten egna finansiella resurser. Nackdelen med en central motpart är däremot att den kan innebära att riskerna på marknaden koncentreras till en aktör; riskkoncentrationen blir alltså stor. Detta är dock inget problem så länge verksamheten är välorganiserad. Riskkoncentrationen gör att centrala motparter ofta blir systemviktiga aktörer. Tillsyn och övervakning är därför av stor vikt.⁶

Låt mig lämna motpartsriskerna en stund och gå vidare till problemet i USA med bristande genomlysning av marknaden. När det gäller amerikanska kreditderivat utgörs dessa ofta av icke-standardiserade produkter, vilket betyder att de till sin natur varit svåra att förstå och värdera. Om man ändå försökte sig på att hantera den bristande genomlysningen skulle ett sätt vara att handeln sker elektroniskt. Elektronisk handel ökar nämligen genomlysningen av marknaden och minskar risken för att olika aktörer har olika information. En annan viktig effekt av elektronisk handel är att prisbildningen kan fungera bättre när handeln centraliseras till en plattform. Varje order kan då matchas mot det bästa priset. Möjligheterna för nya aktörer att få tillträde till marknaden kan också förbättras, vilket kan medföra bättre marknadslikviditet och ökad konkurrens.⁷

Hur ser det då ut i Sverige? Svenska aktörer har inte ägt amerikanska kreditderivat i någon nämnvärd utsträckning. Vi har inte heller någon svensk kreditderivatmarknad att tala om. Det beror i första hand på att vår marknad för företagsobligationer är liten. Och utan företagsobligationer är det svårt att handla i kreditderivat. Problemen med de amerikanska kreditderivaten som handlas "over-the-counter" finns således inte i Sverige. Det hindrar ändå inte att vi ser över den svenska värdepappersmarknaden mot bakgrund av de problem som har konstaterats på den amerikanska marknaden.

I Sverige liksom i de flesta andra länder tillämpas principen om "Delivery versus Payment" (DvP) för alla värdepapper – alltså aktier, räntebärande papper och derivat – som avvecklas i VPC. Det betyder att det inte finns någon kreditrisk. Den motpartsrisk som återstår är den så kallade ersättningskostnadsrisken, det vill säga risken att en ersättningsaffär blir dyrare än den ursprungliga. Denna risk är normalt bara en bråkdel av kreditrisken, men den kan vara stor vid hög volatilitet i prissättningen.

Handeln i aktie- och räntebärande värdepapper i Sverige avvecklas ju normalt inom tre dagar efter avslutad affär. Ersättningskostnadsrisken för en sådan värdepappersaffär beror till stor del på marknadsklimatet. Om kursrörelserna på marknaden är kraftiga kan en utebliven leverans innebära en betydande ersättningskostnadsrisk. Genom införandet av en central motpartstjänst nästa år kommer motpartsriskerna i aktiehandeln att kunna hanteras på den svenska marknaden. Dessutom finns nu möjligheten att handla svenska aktier på de nya europeiska handelsplattformarna som är kopplade till central motpartsclearing.

⁵ Att transaktionerna nettas mot varandra betyder att man kvittar transaktioner så att de helt eller delvis tar ut varandra.

⁶ Riksbanken och Finansinspektionen utvärderar NASDAQ OMX Derivatives Markets utifrån de internationella standarderna i "Recommendations for Central Counterparties", utgivna av CPSS och IOSCO.

⁷ Läs mer om elektronisk handel i rapporten "The implications of electronic trading in financial markets", Report by a working group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries, Bank for International Settlements, 2001.

■ Det betyder att motpartsriskerna kan minska i handeln med svenska aktier framöver.

Jämfört med avistamarknaden är motpartsrisker betydligt större och svårare att hantera på derivatmarknaden. Det beror på att riskexponeringen sträcker sig över en längre tidsperiod på derivatmarknaden, ofta upp till flera månader. På den svenska derivatmarknaden finns redan möjligheten att hantera motpartsriskerna genom en central motpart.

När det gäller genomlysningen av marknaden – hur ser det då ut i Sverige? I och med MiFID införs regler för genomlysning före och efter handeln med aktier. Kravet gäller för alla handelsplatser och innebär att priser och volymer ska offentliggöras. När det gäller genomlysningen av aktier finns därför inga sådana brister. Däremot kan det finnas brister i den handel som sker i räntebärande papper och i derivat som handlas "over-the-counter". I Sverige genomförs en stor del av räntehandeln över telefon utanför en handelsplats. Även derivatinstrument kan handlas utanför en handelsplats.⁸ Om handeln istället sker på en elektronisk plattform matchas ju varje order mot det bästa priset och möjligheterna för nya aktörer att få tillträde till marknaderna kan förbättras. Det kan dock finnas marknadsplatser där ökad genomlysning inte förbättrar marknadsfunktionssätt. Det bör därför vara upp till varje marknadsplats att bedöma det mest lämpliga upplägget.

Vad kan vi dra för lärdomar av det här resonemanget? Jo, att i tider som dessa, som präglas av osäkerhet på de finansiella marknaderna, minskar benägenheten att ta risker drastiskt. De finansiella aktörerna efterfrågar i högre utsträckning tillgångar med låg risk, på marknader med låg risk, och vill ha motparter som är kända och säkra. I ett allvarligt läge kan detta innebära att handeln i vissa fall helt upphör därför att även små risker upplevs vara för stora. Det beror på att problemen kopplade till motpartsrisker och bristande genomlysning av marknaden blir mer påtagliga vid finansiell turbulens.

Alla åtgärder som leder till att de finansiella marknaderna fungerar även i turbulenta tider välkomnas. Några av dem som avstår från att handla vid marknadsturbulens skulle sannolikt fortsätta sin handel om de hade en känd och säker motpart att handla med på en marknad som är väl genomlyst. Då finns förutsättningar för att värdepapperstransaktioner kan ske på ett säkert och effektivt sätt så att den finansiella stabiliteten kan bli mer tillfredsställande.

Räntemarknaden

Jag ska nu gå över till att prata om räntemarknaden. Den svenska räntemarknaden skiljer sig från de större europeiska räntemarknaderna. Antalet aktörer är betydligt färre samtidigt som djupet i marknaden är mindre – marknaden är mindre likvid. Det medför rimligen att kostnaderna för att göra affärer av samma storlek blir högre och att relationerna mellan aktörerna blir närmare. Särskilt i tider med oro riskerar detta att påverka marknads sätt att fungera. Benägenheten att ta på sig risk minskar och när aktörerna är få kan marknads likviditet lätt urholkas.

Handeln på den svenska obligations- och penningmarknaden sker fortfarande till stor del över telefon, "over-the-counter", även om det förekommer en begränsad elektronisk handel sedan 2001. Den elektroniska handeln omfattar tre

⁸ Här avses de derivat som inte handlas på börsen, exempelvis swappar, terminer och optioner.

■ benchmark-obligationer. Om den elektroniska handeln ska fungera effektivt krävs en hög grad av standardisering av produkterna. Dessutom ska likviditeten vara relativt hög. I Europa utförs ungefär 75 procent av alla affärer elektroniskt. Det motsvarar dock bara cirka 50 procent av volymen. Stora order handlas fortfarande per telefon.

Hur räntemarknaden fungerar är viktigt för oss som centralbank. Den gör det möjligt för oss att bedriva penningpolitik och således uppfylla vårt andra uppdrag: att hålla inflationen i schack. Vi försöker påverka den ekonomiska aktiviteten och därmed inflationen genom att styra priset på krediter: räntorna. Men för att vi ska kunna göra det måste betalningssystemet och kreditmarknaderna fungera så att Riksbankens räntebeslut slår igenom på övriga räntor i ekonomin. Vilka krav ställer detta på räntemarknaden?

För att kunna diskutera vilka egenskaper räntemarknaden bör ha för att penningpolitiken ska kunna bedrivas på ett så bra sätt som möjligt måste man börja med att förhålla sig till två frågor. Vad vill man uppnå med penningpolitiken? Vilka instrument, eller styrmedel, finns att tillgå?

I båda dessa avseenden – det vill säga penningpolitikens mål respektive styrsystem – kan det se lite olika ut i olika länder. Jag koncentrerar mig förstås på hur Riksbankens penningpolitiska mål och styrmedel ser ut

Penningpolitikens mål och styrsystemet

Målet för Riksbankens penningpolitik har vi preciserat som att den årliga inflationen ska vara 2 procent plus/minus en procentenhet. När vi fastställer räntans nivå är det för att inflationen ska utvecklas på ett sådant sätt att målet uppfylls. När direktionen fattat sitt beslut om vad reporäntan ska vara är det sedan upp till det penningpolitiska styrsystemet att se till att detta beslut syns i marknadsräntorna.

Riksbankens styrsystem är konstruerat för att styra den allra kortaste marknadsräntan, dagslåneräntan. Detta är den ränta till vilken bankerna utjämnar sina dagliga likviditetsöverskott och underskott med varandra. Räntor med något längre löptider bestäms som bekant till stor del av förväntningar om framtida korta räntor. Tanken är att vi genom att styra dagslåneräntan även kan påverka räntorna längre ut på avkastningskurvan.

Hur går vi tillväga rent praktiskt för att styra dagslåneräntan? För det första bestämmer vi en övre och en undre gräns – en räntekorridor – inom vilken dagslåneräntan kan röra sig. Det gör vi genom våra stående faciliteter där bankerna får låna eller placera medel över natten till reporäntan plus/minus 75 räntepunkter.

För att se till att dagslåneräntan hamnar nära reporäntan genomför vi dessutom varje dag, om det behövs, en finjusterande operation. Det betyder att vi vid slutet av varje bankdag står redo att låna ut medel till reporäntan plus 10 räntepunkter eller ta emot inlåning till reporäntan minus 10 räntepunkter. Vi siktar på att banksystemet som helhet ska vara i balans efter finjusteringen. Detta innebär att vi endast lånar ut medel motsvarande banksystemets nettolånebehov, alternativt tar emot medel motsvarande banksystemets nettoplaceringsbehov. Styrsystemet har varit framgångsrikt i den meningen att dagslånen mellan bankerna som regel handlas till reporäntan.

■ En potentiell nackdel med de finjusterande operationerna är att ju större volymerna i dessa är desto större blir de operationella riskerna. Därför erbjuder vi en gång i veckan riksbankscertifikat med en veckas löptid till reporäntan. På detta sätt drar vi in likviditet och finjusteringarna behöver därmed inte bli så stora.

Vårt sätt att genomföra penningpolitiken innebär alltså att vi är verksamma på två olika tidshorisonter, eller som vi brukar säga på två punkter på avkastningskurvan. Dels för lån eller placeringar över natten där våra finjusteringar bidrar till att dagslåneräntan sätts till reporäntan, dels för certifikat med en veckas löptid, också till reporäntan. Eftersom vi endast är aktiva på marknaden en gång i veckan, med certifikat med löptid på en vecka, kan vi inte styra enveckasräntan lika effektivt som dagslåneräntan där vi agerar varje dag. Och det är inte heller meningen. Vårt operationella mål är just att styra dagslåneräntan.

Vilka åtgärder bör räknas som åtgärder för att genomföra penningpolitiken? Och vilka åtgärder bör istället betraktas mer som åtgärder för att underlätta marknadernas sätt att fungera och främja den finansiella stabiliteten? Det går inte att ge ett enkelt svar på de här frågorna. Under en finansiell kris blir samspelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet tydligare. Det blir uppenbart att den ena inte fungerar utan den andra. Om man inte vidtar kraftfulla åtgärder för att komma till rätta med den finansiella krisen, och upprätthålla finansiell stabilitet, riskerar man att krisen slår hårt också mot inflationen och tillväxten. Nedgången i produktion och sysselsättning kan då bli både djup och långdragen, vilket i sin tur kan förvärra den finansiella krisen.

En väl fungerande räntemarknad en förutsättning för en effektiv penningpolitik

Det penningpolitiska maskineriet, som jag har beskrivit det, består med andra ord av två delar. Först gäller det att se till att reporäntan verkligen får genomslag i dagslånemarknaden. Sedan ska denna mycket korta ränta fortplanta sig till längre och för samhällsekonomin viktigare räntor. Här räcker det inte med ett väl fungerande penningpolitiskt styrsystem på plats, vi måste även ha en räntemarknad som fungerar väl. Vilken är då räntemarknadens funktion?

Räntemarknaden fungerar som en marknadsplats å ena sidan för aktörer som behöver finansiera sin verksamhet och å andra sidan för aktörer som behöver placera medel under en viss tidsperiod. Placeringar på marknaden är dock inte riskfria. En av marknadens viktigaste uppgifter är därmed att sätta ett korrekt pris på risk. Detta leder i sin tur till en optimal omfördelning av risk mellan aktörerna på marknaden. På detta vis bidrar marknaden till en effektiv resursfördelning i samhällsekonomin. De krav som en centralbank ställer på räntemarknaden skiljer sig därmed inte så mycket från de krav samhället i stort ställer.

Men för att räntemarknaden ska kunna fullgöra sin viktiga funktion måste det finnas inte bara aktörer som sätter priser på de olika tillgångarna. Det måste även finnas aktörer som aktivt handlar till de priser som sätts. Motpartsriskerna får inte heller uppfattas som för höga eftersom det kan göra att aktörerna avstår från att handla. Marknaden ska också kunna hantera stora volymer utan att detta i sig påverkar priset nämnvärt. Med andra ord – marknaden bör kännetecknas av god likviditet.

Varför är likviditeten av betydelse för penningpolitiken? Jo, på en likvid marknad reflekteras relevanta nyheter snabbt i räntorna. Till exempel får en förändring av Riksbankens reporänta ett snabbt genomslag på de korta marknadsräntorna och även på räntor med något längre löptid. Detta gäller naturligtvis i den utsträckning förändringen av reporäntan överraskar marknaden. Om marknadsaktörerna däremot förstår hur Riksbanken tolkar ny information, i form av makroekonomiska utfall, kan de dra slutsatser om Riksbankens framtida agerande. Nyheter reflekteras då i räntebildningen redan när de relevanta makroekonomiska utfallen publiceras. Även olika former av information från Riksbanken syns snabbt i de relevanta räntorna. Räntor med något längre löptid kan t.ex. påverkas av att vi publicerar en prognos för reporäntan, en så kallad räntebana, som visar hur Riksbanken ser på ränteutvecklingen framöver.

Förutsättningarna för att man ska få god likviditet på en marknad är bland annat att transaktionskostnaderna är låga, att motpartsriskerna hanteras i den finansiella infrastrukturen och att marknaden är väl genomlyst. Nu är det så med de flesta marknader, och kreditmarknaden är inget undantag, att köpare och säljare oftast har tillgång till olika information. Man brukar prata om asymmetrisk information, det vill säga att säljaren av en vara har mer information om varan än vad köparen har. Det mest slående exemplet är väl när man köper en begagnad bil. På kreditmarknaden är det vanligen låntagaren som har mer information om sin egen situation än vad långgivaren har. Ett sätt att försöka komma till rätta med detta problem är att använda fristående organisationer som bedömer hur kreditvärdigt ett företag är. En kreditrating kan underlätta för en placerare eftersom det skulle vara alltför kostsamt för denne att själv genomföra kreditanalyser av alla företag vars värdepapper man kan vara intresserad av att köpa. En aktör som är beroende av marknaden för att finansiera sin verksamhet kan dessutom själv bidra till en fungerande marknad genom att skaffa sig ett gott renommé för att ge fullständig och korrekt information.

Men det är svårt att försäkra sig om att marknaderna är likvida under alla tänkbara förutsättningar. Om aktörerna plötsligt blir osäkra på hur mycket olika slags tillgångar är värda och om motparterna är okända kan en marknad plötsligt bli mindre likvid med åtföljande höga riskpremier. Det har vi sett exempel på under den pågående finansiella krisen. Investerarna vill inte gärna placera sina pengar i tillgångar vilkas värden är mycket osäkra. Då väljer de hellre att placera sina pengar i de allra säkraste värdepapperen. Investerarna vill inte gärna göra affärer med okända motparter, utan föredrar motpartsrisker som kan hanteras. Om marknaderna inte är likvida får det även konsekvenser för penningpolitiken eftersom förändringar i reporäntan inte får det genomslag på marknaderna som var avsett. Det för mig över till utvecklingen på de finansiella marknaderna under hösten.

Höstens händelser och åtgärder från svenska myndigheter

I mitten av september uppstod allvarliga störningar på de svenska finansiella marknaderna och svenska banker fick allt större problem med sin finansiering. En växande andel av bankernas finansiering kom att ske på mycket korta löptider. Och i den mån det överhuvudtaget gick att finna finansiering på längre löptider blev den betydligt dyrare än normalt för bankerna.

Tidigare, under 2007 och 2008, hade det för Riksbankens del inte funnits någon anledning att vidta några särskilda åtgärder. Till skillnad från i flera andra länder

■ låg den svenska dagslåneräntan stabilt nära reporäntan, vilket innebar att penningpolitikens intentioner syntes i marknaden. Dessutom hade svenska banker alltså goda möjligheter att finansiera sig, även om det hade blivit dyrare än tidigare.⁹ Men efter det att Lehman Brothers ansökte om konkurs fördjupades den internationella finansiella krisen. I detta läge vidtog Riksbanken och andra svenska myndigheter en rad åtgärder för att få marknaden att fungera bättre.

Riksbankens åtgärder på detta område har handlat om att göra det lättare för bankerna att finansiera sig och därmed underlätta för bankerna att ge krediter till företag utanför den finansiella sektorn. För att underlätta för företagen att finansiera sig har Riksbanken under hösten lånat ut över 200 miljarder kronor och 25 miljarder US-dollar.

Utöver dessa åtgärder – som syftar till att få kreditmarknaden att fungera bättre – har Riksbanken även vidtagit penningpolitiska åtgärder i mer vanlig bemärkelse. Reporäntan har under hösten sänkts med sammanlagt en procentenhet – först med 0,5 procentenheter den 8 oktober i en gemensam aktion med Federal Reserve, Bank of England, ECB, Swiss National Bank och Bank of Canada, och därefter med ytterligare 0,5 procentenheter i samband med ett ordinarie penningpolitiskt möte den 22 oktober. Syftet med dessa räntesänkningar har varit att mildra effekterna av den pågående finansiella krisen på produktion och sysselsättning i Sverige och samtidigt klara inflationsmålet på 2 procent. Men de allvarliga störningar som under hösten uppstått på de finansiella marknaderna innebär att vi sannolikt inte kan förvänta oss att förändringar i styrräntan får de vanliga effekterna. Marknadsräntorna har inte påverkats av förändringarna i reporäntan på samma sätt som under mer normala omständigheter.

Avslutning

Låt mig nu avsluta.

Det pågår nu stora förändringar på värdepappersmarknaderna och i den finansiella infrastrukturen. Systemen för värdepappershantering i den svenska finansiella infrastrukturen integreras i allt högre utsträckning med utländska system. Därmed ställs nya krav på samarbete över landgränserna.

I infrastrukturen har vidare två problem aktualiserats under hösten – motpartsrisiker och bristande genomlysning av marknaden. Om det finns en säker motpart att handla med och marknaden är väl genomlyst finns förutsättningar för att värdepapperstransaktioner kan ske säkert och effektivt. Som centralbank välkomnar vi naturligtvis alla åtgärder som leder till att de finansiella marknaderna fungerar även i turbulenta tider.

Slutligen har den finansiella krisen gjort att samspelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet har blivit tydligare – utan den ena fungerar inte den andra. För att vi ska kunna bedriva en effektiv penningpolitik är det därför nödvändigt att vi har en väl fungerande värdepappershandel med låga transaktionskostnader, hanterade motpartsrisiker och väl genomlyst marknad.

Tack för ordet!

⁹ "Styrsystemet, styrräntan och penningpolitiken", tal av riksbankschef Stefan Ingves vid Handelsbanken den 28 april 2008.