Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

TISDAG DEN 8 MAJ 2001

Utmaningar för svensk räntemarknad

RäntEvent, Moderna Museet, Stockholm

Den svenska räntemarknaden har under de senaste 20 åren genomgått en fantastisk utveckling. Det gäller både i handlade volymer och sofistikeringsgrad. Men det har ingalunda varit en spikrak resa. Periodvis har både lönsamhet och aktivitet varit ganska låg.

Idag står marknaden inför nya utmaningar. Lönsamheten förefaller ha sjunkit och med den både antalet aktörer och handlade volymer. I större utsträckning använder nu svenska aktörer utländska marknader, t.ex. den större tyska marknaden, för att minska sina riskexponeringar. Relativt andra länder har alltså den svenska räntemarknaden tappat mark. Även i tekniskt avseende förefaller den svenska marknaden ha halkat efter. För något år sedan gjordes försök att introducera ett nytt instrument, en svensk räntefuture, i syfte att öka marknadens attraktionskraft. Detta försök infriade inte de förhoppningar som ställts. Idag är vi samlade här bl.a. med anledning av ett nytt initiativ, en plattform för elektronisk räntehandel.

Låt mig börja med att säga ett par ord om hur jag ser på Riksbankens roll i detta sammanhang. Våra grundläggande uppgifter är att värna ett fast penningvärde och att främja ett stabilt och effektivt betalningsväsende. I båda dessa avseenden finns det kopplingar till räntemarknaden. Men det betyder inte att vi har synpunkter på vilka systemlösningar marknaden väljer så länge de uppfyller rimliga krav på säkerhet och effektivitet. Det ligger utanför våra huvuduppgifter. Därför höll vi oss också utanför diskussionen om räntefuturen för några år sedan.

Mot denna bakgrund tänker jag redogöra för några korta reflektioner. Först ska jag gå igenom de fördelar som finns med elektronisk handel. Synpunkterna är i

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

denna del i huvudsak principiella. Därefter avser jag att kort kommentera några aspekter rörande den svenska räntemarknaden idag och i detta sammanhang säga något om de konsekvenser som den elektroniska handeln kan tänkas få. Slutligen tänker jag ta upp en mer specifik fråga, avvecklingen på räntemarkanden. Den tycker vi inte fungerar tillräckligt väl ur ett stabilitetsperspektiv.

Elektronisk handel, en möjlighet

Låt mig börja med att konstatera att elektroniska handelssystem används i allt större utsträckning i världen. Rimligen avspeglar detta att de har tydliga fördelar, annars skulle knappast privata aktörer investera i dem. Men som myndighet på det här området har man naturligtvis också skäl att fundera över om de medför risker av något slag. Mot denna bakgrund togs det nyligen fram en studie inom ramen för centralbankssamarbetet inom G10 om just elektroniska handelssystem. [1]

Rapporten lyfter fram ett antal fördelar:

- Elektroniska handelssystem gör det möjligt att hantera stora mängder handelsrelaterad information. Alla handelsrelaterade processer i de finansiella företagen kan därmed integreras. Detta innebär ökade möjligheter att länka samman hela transaktionskedjan (affärsavslut, bekräftelse, clearing och avveckling), så kallad straight-through-processing (STP).
- Elektronisk handel gör det också möjligt att öka genomlysningen av marknaden. Det kan i sin tur göra det möjligt att minska eventuella informationsasymmetrier mellan olika aktörer. Det är naturligtvis till nackdel för de som tidigare dragit nytta av skevheterna, men normalt sett till gagn för systemet som helhet.
- En annan viktig aspekt är att elektronisk handel möjliggör anonymitet i handeln. Också detta har i många fall en positiv inverkan på marknadernas sätt att fungera och därmed på deras effektivitet. Det kan t.ex. göra det lättare att avveckla större positioner.
- Tillträdesmöjligheterna till marknaden kan också förbättras, om man så önskar. Det gäller både ur ett geografiskt perspektiv och för olika typer av aktörer. Därmed erbjuds i sin tur en möjlighet att påverka marknadens struktur genom att fler aktörer med olika behov kan vara aktiva i många olika marknader. Det kan medföra en bättre likviditet och ökad konkurrens. Enligt rapporten kan det på sikt leda till att intermediärernas traditionella roll behöver förändras. Exempelvis kan de välja att koncentrera sig på de segment som de bedömer som mest lönsamma.
- Ytterligare en viktig effekt är att prisbildningen kan förbättras när all handel centraliseras till en plattform, det kan underlätta för marknadsdeltagarna att hitta ett jämviktspris. Ny information slår snabbt igenom på priserna med hjälp

[1] Bank for International Settlements:, [2001], ”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.

av den nya tekniken. Det kan i sin tur leda till att så kallade ränteskillnader eller räntespreader mellan köp- och säljpriser minskar.

Samtidigt pekar rapporten på risker som följer med elektroniska handelssystem. En uppenbar risk, som kan verka trivial, men som i realiteten kan ha stor betydelse, hänger ihop med tekniken som sådan. Den måste helt enkelt fungera och detta även i situationer med marknadsoro. Kunskapen om de traditionella handelssätten, som tex. telefonhandel, minskar naturligtvis också över tiden. Därmed blir det antagligen allt svårare att handla med alternativa metoder vid systemstörningar. Låt mig därför understryka betydelsen av att systemen är tillförlitliga och att fungerande reservrutiner tas fram.

Elektroniska handelssystem leder inte heller nödvändigtvis till alla de fördelar jag nyss talade om. Tvärtom kan de utnyttjas av ägarna, som i många fall är en del eller hela marknadskollektivet i utgångsläget, för att samla på sig exklusiv och värdefull information om exempelvis marknadens beteende. Mot denna bakgrund är det ingalunda överraskande att ägarfrågorna ofta är viktiga i dessa sammanhang.

Ytterligare ett problem – och det ska jag återkomma till lite mer utförligt – är att den ökade anonyma handeln – som innebär fördelar – också har den nackdelen att det kan bli svårare för de inblandade aktörerna att kontrollera sina motpartsrisker.

Dagens svenska marknad

Inledningsvis nämnde jag några av de problem som idag finns på den svenska räntemarknaden. Delvis hänger de samman med att statsskulden har sjunkit radikalt. Under 1990-talet ökade skulden årligen med i genomsnitt 80 miljarder kr. Bara för några år sedan, närmare bestämt 1997, uppgick statsskulden till 1 420 miljarder kr, eller nästan 80 procent av BNP. Det ska jämföras med idag, då skulden uppgår till 1 280 miljarder kr eller cirka 60 procent av BNP. Enligt finansdepartementet kommer statsskulden att ha reducerats med ytterligare 140 miljarder kr t.o.m. år 2004. Den framgångsrika budgetsaneringen har alltså skurit ner på affärsmöjligheterna genom att volymerna reducerats. Men framförallt har marknaden blivit mer stabil med mindre ränterörelser.

Till det senare har också Riksbanken bidragit genom att vara med och etablera en trovärdig regim med låg inflation. Vi har också strävat efter att göra penningpolitiken öppen och tydlig, bl.a. just med syftet att reducera onödiga svängningar på marknaden.

Det är samtidigt viktigt att påminna om att statens allt bättre finanser i grunden är något mycket bra ur samhällsekonomisk synvinkel. Inte ens på denna marknad som levt gott på de statsfinansiella bekymren borde egentligen oron vara alltför stor. De fallande volymerna av statspapper innebär nya möjligheter för andra låntagare. ”Crowding out” ersätts nu med ”crowding in”. Det borde kunna öppna för en ökad företagsfinansiering med obligationer, ett område vi haft goda traditioner på. Vidare verkar ett ökat byggande kunna skapa större finansieringsbehov. Det borde också vara möjligt att utvidga den del av räntemarknaden som vänder sig till hushåll. Att inte aktiemarknaden enbart erbjuder välsignelser har ju utvecklingen under det senaste året åskådliggjort

tydligt. Ett enkelt och praktiskt system för obligationer till hushållen borde t.ex. kunna vara ett bra alternativ till både aktieägande och räntefonder.

Det är i sig knappast förvånande att den svenska marknaden skiljer sig påtagligt från t.ex. Tresury-marknaden i USA eller Bund-marknaden i Europa. Antalet aktörer är betydligt färre samtidigt som djupet i marknaden är mindre. 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 marknadens funktionssätt. Då minskar naturligtvis benägenheten att ta på sig risk och med få aktörer och problem med spelsituationer har det hänt att marknaden mer eller mindre gått i stå.

Huruvida denna typ av problem går att lösa eller lindra med hjälp av elektronisk handel finns det som ni vet olika uppfattningar om. Jag tänker inte ge mig in i den diskussionen. En del av de positiva effekter med elektronisk handel som jag nyss berörde på ett mer principiellt plan blir rimligen också mindre i en marknad som den svenska än för större marknader. Även i termer av direkta driftskostnader blir naturligtvis besparingarna i kronor räknat lägre.

Samtidigt är det klart att elektronisk handel medför möjligheter. Framför allt får vi hoppas att den medför ett ökat intresse från både svenska och utländska aktörer att agera och göra affärer på den svenska marknaden. Hur det blir med detta kommer säkert att bl.a. bero på hur de som från början är inne i systemet agerar. Väljer de att begränsa eller försvåra tillträdet för nya aktörer är risken stor att de samhällsekonomiska poängerna med den nya plattformen inte blir så stora.

Avvecklingen viktig

Låt mig avsluta med att några ord om avvecklingen av affärer. Detta är en fråga som i sig inte har så mycket med valet mellan elektronisk handel eller inte att göra. Alla affärer ska avvecklas vare sig de görs upp i ett traditionellt market-maker system eller genom elektronisk handel. De som köper ett ränteinstrument vill ju vara säkra på att de i slutändan får vad de köpt och de som säljer vill ha de pengar de blivit förespeglade oberoende av handelssystem. Däremot är det klart att det vore önskvärt att passa på att utforma ett nytt system så att det på ett bra sätt hanterar avvecklingen. Det gäller särskilt som de ökade volymer man eftersträvar, och den anonymitet, som är en poäng med det nya systemet, skapar ökade risker från avvecklingssynpunkt.

Idag sker avvecklingen på räntemarknaden genom s.k. nettoavveckling i VPC. Detta fungerar i många avseenden bra och rutinerna upplevs, efter vad jag förstår, som hanterbara av marknadens aktörer. Men systemet är inte desto mindre föråldrat och förenat med risker. Om någon av de ingående parterna inte skulle klara sina åtaganden vid den dagliga avvecklingen, t.ex. om en part tvingats till betalningsinställelse eller helt enkelt inte har tillräckligt med likvida medel, kan situationen bli besvärande. De rutiner som finns kan ifrågasättas. Man kan tänka sig situationer när avvecklingen inte kommer till stånd, vilket kan få konsekvenser för likviditeten i banksystemet. Från stabilitetssynpunkt är detta inte en tillfredställande ordning.

Det krav som brukar ställas på ett avvecklingssystem är att avveckling kan genomföras även om den största motparten skulle fallera. Detta krav uppfylls inte i Sverige och säkerheten i det svenska betalningssystemet skulle inte på denna punkt anses som tillfredställande vid en internationell utvärdering.

VPC:s ägare, dvs. bankerna, har i samband med köpet av VPC från staten, förbundit sig att åtgärda problemet. Det var våren 1999 och än har ingenting skett vad jag vet.

Gemensamt för alla metoder är dessvärre att de kostar pengar att genomföra och dessa pengar måste på ett eller annat sätt komma från marknadens aktörer. Men det borde vara ett gemensamt intresse för marknadsaktörerna att något görs. I längden är det inte troligt att bankernas internationella motparter finner sig i att avvecklingen i Sverige sker i system som är sämre än i övriga Europa och där säkerheten kan ifrågasättas. Vi bör rimligen leva upp till de internationella standards som nu växer fram. Det vore onekligen ett nederlag om statsmakterna skulle behöva framtvinga lösningar på det här området lagstiftningsvägen därför att branschen själv inte förmår komma överens om en långsiktig effektiv lösning.

Startpunkt för en renässans

Av de här korta kommentarerna har framgått att det finns utmaningar för er som arbetar på den svenska räntemarknaden. Även om den elektroniska plattform som lanseras idag ingalunda kommer att kunna lösa alla dessa, är det ändå min förhoppning att den ska visa sig vara startpunkten för något nytt och bidra till att den svenska räntehandeln får en efterlängtad renässans.

Lycka till!