

Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

ONSDAGEN DEN 9 MAJ 2001

Riksbankens motpartssystem

Anförande i samband med Riksbankens årliga Primary Dealer-middag

Hej och välkomna till Riksbankens årliga Primary Dealer-middag. I år är det lite extra festligt, eftersom vårt penningpolitiska motpartssystem fyller jämt. Det är nämligen tio år sedan det sjösattes. För mig personligen är det också ett speciellt tillfälle, eftersom jag var en av varvsarbetarna som var med och byggde PD-båten. Tio år är kanske inte så mycket att yvas över, men då ska man komma ihåg att just den här tioårsperioden har varit en mycket händelserik tid på de finansiella marknaderna. Vi som har samlats här idag är också levande exempel att det hänt en del sedan 1991. Ja nu tänker jag inte på oss personligen, att vi blivit tio år äldre, utan på PD-kretsen. Under den första halvan av 1990-talet hade vi tecknat kontrakt med hela 14 institut som därmed blev penningpolitiska motparter. I dag finns det sju stycken. På valutasidan har utvecklingen varit den motsatta.

En annan värld

I dag är de svenska finansmarknaderna öppna mot omvärlden, vilket vi inte minst fått erfa i form av kronans och Ericssonsaktiens utveckling den senaste tiden. Vårt penningpolitiska PD-system föddes i en annan värld. Då låg växelkursen fast, sista delen av valutaregleringen hade relativt nyligen tagits bort, avregleringen av den inhemska marknaden hade just firat femårsjubileum och valpskattens negativa effekter fanns färskt i minnet. Riksbanken hade i början av den marknadskonforma penningpolitiken samma motparter som Riksgälden i dess återförsäljningssystem, vilket kanske inte var så konstigt eftersom boskillnaden mellan penningpolitiken och statsskuldsförvaltningen inte var lika tydlig som i dag.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Mot bakgrund av de förändringar som hade skett kändes det angeläget för oss på Riksbanken att, tillsammans med marknadsaktörerna, hjälpa till att utveckla marknads funktionssätt. Därför började vi utarbeta ett eget penningpolitiskt motpartssystem. Vi hade naturligtvis ett egenintresse i detta, eftersom effektiva marknader är en förutsättning för att de kanaler genom vilka penningpolitiken påverkar ekonomin i övrigt ska fungera på ett önskvärt sätt. Dessutom skulle bättre fungerande finansiella marknader bidra till att öka den ekonomiska tillväxten genom att koppla samman sparare och låntagare på ett effektivare sätt.

Riskhanteringen var ett tydligt exempel där vi kunde bidra till att stärka marknads funktionssätt. Valpskatten, som jag nämnde tidigare, hade haft en mycket negativ påverkan på avista- och derivathandeln i svenska räntepapper och därmed försvårat riskhanteringen. Med ett tydligare market maker-system underlättades denna hantering. Ett annat exempel på hur Riksbanken bidrog till marknads effektivitet var att vi ställde delar av vår portfölj till förfogande för repor för att utveckla repomarknaden.

Förebilder för vårt regelverk hämtade vi som bekant främst från USA och England, vilket också satte sina spår i namngivningen av systemet. Primary Dealer kanske inte fullt ut avspeglar den roll ni som motparter spelar i Sverige, men vi kunde inte komma på något bra svenskt namn. Återförsäljare var ju sedan flera år namnet på Riksgäldens motparter.

Tydligare spelregler

Med ett eget motpartssystem fick vi också en möjlighet att skapa tydligare spelregler för verksamheten. Fram till halvårsskiftet 1991 genomförde vi, som sagt, våra penningpolitiska marknadsoperationer via Riksgäldskontorets återförsäljare. Att det rörde sig om en ganska lös förbindelse visade det faktum att det enda skriftliga avtal som bekräftade relationen var en paragraf i avtalet mellan Riksgälden och återförsäljaren. Där stod det att Riksbanken i princip skulle genomföra sina marknadsoperationer med Riksgäldens återförsäljare. Det var allt. Avsaknaden av tydliga krav på vad som förväntades av motparterna, eller av Riksbanken för den delen, gav problem. En del motparter var exempelvis väldigt blygsamma i sitt agerande på marknaden och klev av så fort det blåste lite. Det var naturligtvis varken bra för de övriga marknadsaktörerna eller för Riksbanken. Dessutom var Riksgäldens återförsäljarkrets vald utifrån det statsskuldspolitiska intresset, som i princip handlade om att ha en stor primärmarknad. För penningpolitiken var det viktigare att motparterna var viktiga aktörer på sekundärmarknaden. Därför kom vi också att ställa delvis andra krav på instituten än de som fanns i återförsäljaravtalen när primary dealer-avtalet presenterades vid halvårsskiftet 1991.

Enligt avtalet skulle motparten vara aktiv i Riksbankens marknadsoperationer och lämna anbud på reporna, ställa marknadsmässiga priser i statsskuldsväxlar och -obligationer på sekundärmarknaden och bedriva en bred verksamhet i övrigt. På det viset ville vi bidra till att det fanns en prissatt avkastningskurva. Vi stöttade också Riksgäldens arbete med att koncentrera emissionerna till benchmarkobligationer. Kravet på bred verksamhet tillkom eftersom vi ansåg att en sådan var en förutsättning för att Riksbankens marknadsoperationer skulle få ett snabbt och

brett genomslag på penningmarknaden. På grund av den viktiga roll som marknaden för bostadspapper spelade krävde vi därför också att motparterna skulle vara aktiva och ställa marknadsmässiga priser även i handeln med något av bostadsinstitutens papper. Vi ville dessutom att motparterna skulle vara återförsäljare åt Riksgälden.

För att bygga upp stabiliteten och förtroendet för den svenska finansmarknaden, ställde vi krav på hur motparterna skulle agera. I avtalet tog det sig uttryck i att handeln skulle bedrivas på ett stabilt, säkert och förtroendeskapande sätt. Det skulle finnas bra system för bedömning, uppföljning och kontroll av de risker som är förenade med handel i räntebärande papper. Motparterna skulle också ha en skriftligt dokumenterad policy för verksamheten och dess risker. De skulle även leverera statistik över omsättningen.

En tydlig avtalsrelation skulle göra det lättare att vid behov diskutera problem och brister i relationen mellan Riksbanken och motparterna. Det skulle även underlätta för oss att få information om viktigare förändringar på de finansiella marknaderna. Och det är ju inte minst viktigt för vårt penningpolitiska beslutsunderlag. Därför förväntades motparterna löpande informera och föra en konstruktiv dialog med oss om viktiga utvecklingstendenser i marknaden. Minst en gång om året skulle vi träffas för att mer systematiskt ge varandra synpunkter och diskutera eventuella problem.

Ett par år efter PD-systemets införande på räntesidan infördes ett liknande system på valutasidan, som redan tidigare omfattades av ett relativt väl fungerande marknadsgarantssystem. Kraven i och motiven bakom avtalet på valutasidan är i stort desamma som på den penningpolitiska sidan.

Förändringar i motparts-kretsen

Innehållet i de avtal vi formulerade i början av 1990-talet är i princip detsamma idag som för tio år sedan. 1998 tog vi visserligen bort kraven på att vara återförsäljare åt Riksgälden och att ställa tvåvägspriser i stats- och bostadspapper. Det senare kravet ersattes med ett omsättningskrav, som innebar att motparterna skulle bidra till god likviditet på sekundärmarknaden. Dessutom införde vi kravet att motparten ska stå under tillsyn av tillsynsmyndighet. Men trots dessa ändringar går det inte att komma ifrån att avtalsstrukturen nu har några år på nacken. Samtidigt har det ju hänt en del på de finansiella marknaderna som har påverkat motparts-kretsen. Jag tänker då främst på de faktorer som lett till ett minskat antal motparter på räntesidan, d.v.s. ekonomins internationalisering, den minskade lönsamheten i handeln, förändringarna i den ekonomiska politiken och det ökade risktänkandet.

Det ökade konkurrenstrycket som följt med den ekonomiska internationaliseringen har lett till en våg av fusioner där SEB och Föreningssparbanken sannolikt bara utgör det senaste exemplet. Det har gjort att våra motparter har blivit större, men färre.

Det ökade konkurrenstrycket har också bidragit till att sätta press på lönsamheten i den svenska räntehandeln, en utveckling som fått stark hjälp av förändringarna i den ekonomiska politiken. 1993 infördes en ny penningpolitisk regim inriktad på

prisstabilitet med ett inflationsmål och ett par år senare inleddes saneringen av statsfinanserna. Tack vare denna omläggning av politiken är Sverige inte längre något "high yield-land". Vi ser också hur inflationsförväntningarna numera ligger relativt fast förankrade runt inflationsmålet. Den minskade lönsamheten och ökade stabiliteten på den svenska räntemarknaden har nog bidragit till att handeln ändrat inriktning och att de mer spekulativt inriktade affärerna minskat. Dessutom har händelser som Baringbankens och LTCM:s fallissemang och vår egen bankkris lett till att riskhanteringen stramats upp och riskmandaten krympt. Guldruschdagarna har ersatts av mer normala tider.

I samband med riskhanteringen nämns också ofta det misslyckade försöket att införa en räntefuture för svenska statsobligationer. När den infördes 1998 försvann market maker-kravet i Riksgäldens återförsäljningsavtal. Riksbanken hade redan innan dess tagit bort detta krav i sina motpartsavtal för att locka fler aktörer till den svenska räntemarknaden. Futures införande var ett försök att i samma anda öka den svenska marknadens attraktionskraft. Tanken var inte dum, futuren skulle ha inneburit en anpassning till de system som gäller på de större internationella marknaderna. Men vi vet alla hur det gick. Efter det misslyckade försöket återskapades inte market maker-systemet, vilket försvårade institutens riskhantering. Denna funktion har delvis ersatts av ett ökat inslag av broker-handel. I det perspektivet ska det bli spännande se vad introduktionen av OM:s nya elektroniska plattform för räntehandel kommer att innebära för den svenska marknaden.

Avslutning

Jag ska avslutningsvis säga något kort om de trender jag tror kommer att påverka den svenska räntemarknaden framöver. Jag har redan berört internationaliseringen av ekonomin. Denna kommer naturligtvis att fortsätta med tilltagande konkurrens, såväl mellan aktörer som mellan olika marknadsplatser. Eurons införande driver på denna strukturomvandling ytterligare. Redan så här två år efter EMU-starten har det skett stora förändringar på penning- och obligationsmarknaderna i euroområdet. Inte minst har vi sett en snabb tillväxt av företagsobligationer. Det är tydligt att finansiering på värdepappersmarknaderna i Euroområdet har ökat och att likheterna med USA blivit större, men fortfarande utgör skilda nationella regelverk ett stort hinder. Med förverkligandet av EU:s handlingsplan för finansiella tjänster och den så kallade Lamfalussy-kommitténs förslag kommer dock dessa hinder successivt att rivas. Sverige påverkas naturligtvis av denna utveckling även om vi tills vidare valt att stå utanför valutaunionen. Ska vi behålla en fungerande handel med obligationer inom landets gränser, krävs sannolikt fortsatta effektiviseringar av marknadsplatsen.

I likhet med de flesta övriga länderna i EU har Sverige arbetat hårt för att sanera statsfinanserna. Om trenden håller i sig och statsskulden minskar kommer utbudet av statspapper att minska. Det finns många som knyter en förhoppning till att detta utrymme ska fyllas av företags- och bostadspapper på det sätt vi nu ser tecken på i Euroländerna. En blick i historieboken visar också att det skulle vara fullt möjligt. I slutet av 1980-talet tillhörde Sverige de bästa marknaderna i världen för sådana papper. Vi skulle mycket väl kunna få se en renässans, men det är långt ifrån säkert.

Med eurons införande har vi fått en hård konkurrent. Den svenska marknadens litenhet har gjort att stora volymer företagsobligationer har emitterats på euromarknaden i stället. Antagligen kommer den lokala kännedomen fortsätta att vara en konkurrensfördel för svenska aktörer, men kronmarknadens storlek gör att osäkerheten är stor om vad ett ökat inslag av privat upplåning via marknaderna kommer att innebära för räntehandeln.

På lite längre sikt är det nog ändå den tekniska utvecklingen som har störst betydelse för utvecklingen av räntehandeln. Internationellt har elektroniska plattformar fått ett stort genomslag. På valutasidan dominerar plattformar som EBS redan handeln och på räntesidan är motsvarande system på väg i stor skala. I Europa har vi exempelvis EuroMTS. Sverige verkar ligga något efter utvecklingen på de större marknaderna.

När vi skapade vårt nuvarande motpartssystem tittade vi på hur handeln och marknadsplatsen såg ut i länder som hade välfungerande marknader. Detta tillvägagångssätt äger samma giltighet i dag. Det är mot sådana marknader, där det finns både räntefutures och elektroniska plattformar, vi ska rikta våra ögon när vi funderar på hur vi vill att det ska fungera i Sverige. Just därför är den elektroniska plattform som OM lanserar den 15 maj av stort intresse. Möjligen kan de krav som ställs för att delta i handeln utgöra en onödigt stor barriär, men detta kan komma att förändras efter hand så att systemet blir öppnare. Samtidigt ska man komma ihåg att det knappast finns något enskilt handelssystem som är bäst för alla, eftersom olika aktörer har olika intressen.

Mot bakgrund av de förändringar på finansmarknaderna som obönhörligen drivs framåt av internationaliseringen, EMU, saneringen av statsfinanserna och den snabba tekniska utvecklingen finns det all anledning att fortlöpande se över vårt motpartssystem och innehållet i PD-avtalen så att de motsvara de krav som omvärlden ställer.

Tack för ordet!