DNR 2012-412-AFS

SVERIGES RIKSBANK

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

HÖSTEN 2012

Marknadsaktörers syn på risker och den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt[1]

De svenska finansiella marknaderna fungerar förhållandevis bra, men präglas fortfarande av osäkerheten i omvärlden enligt de marknadsaktörer som svarade på Riksbankens riskenkät i oktober 2012. Aktörerna bedömer att likviditeten har förbättrats något på räntemarknaden men försämrats något på valutamarknaden. De centralbanksåtgärder som under sommaren och början av hösten presenterades av ECB, Federal Reserve och Bank of England upplevs ha haft en lugnande effekt på marknaderna. Samtidigt menar aktörerna att osäkerheten kvarstår kring de strukturella problemen i euroområdets skuldtyngda länder. Majoriteten av dem tror därför att deras vilja att ta risk kommer att vara oförändrad framöver. Många tror också att kommande regleringar kan leda till ökade kostnader och minskad likviditet på de finansiella marknaderna. En del menar även att osäkerheten om hur de nya reglerna kommer att utformas har gjort marknaderna avvaktande, och att effekterna av vissa av de kommande regleringarna redan har påverkat prissättningen.

DE SVENSKA FINANSIELLA MARKNADERNA FUNGERAR FÖRHÅLLANDEVIS BRA MEN PRÄGLAS FORTFARANDE AV OSÄKERHETEN I OMVÄRLDEN

De flesta aktörerna anser att det inte skett några större förändringar i de svenska finansiella marknadernas sätt att fungera sedan den förra enkäten i våras (diagram 1).[2] Knappt en tredjedel av aktörerna, framför allt aktörer på räntemarknaden, menar dock att marknaderna fungerar något bättre än för ett halvår sedan. Detta uppges främst vara en följd av centralbanksåtgärder[3], som enligt aktörerna har haft en lugnande effekt på marknaderna. Effekten beror bland annat på att de skuldtyngda länderna därmed fått mer tid att hantera sina statsfinansiella problem. Samtidigt menar andra aktörer att kommande regleringar och lägre riskaptit har fått marknaden att fungera sämre. Detta märks främst i handeln med derivat på valutamarknaden, där aktörerna menar att mängden transaktioner har minskat och att kostnaderna för att genomföra handel har ökat.

[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 8 oktober och den 23 oktober 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. Höstens enkät skickades ut till 77 aktörer på den svenska ränte- och valutamarknaden. De tillfrågade är dels Riksbankens penning- och valutapolitiska motparter (marknadsgaranter), dels andra aktörer på dessa marknader, såväl placerare som låntagare. Svarsfrekvensen uppgick till 87 procent.

[2] Med den förra, föregående, senaste eller vårens riskenkät avses genomgående den riskenkät som Riksbanken genomförde i mars och april 2012 och som avsåg perioden oktober 2011 till mars 2012.

[3] Framförallt ECB:s besked om stödköp av statsobligationer (OMT), men även utökade stimulansåtgärder i USA och Storbritannien.

Enligt aktörerna har kredit- och likviditetsrisker varit mest avgörande för utvecklingen på de svenska finansiella marknaderna (diagram 2). De uppger dock att det inte skett några större förändringar i dessa risker under det senaste halvåret. Aktörerna anser att handeln på marknaderna fortsatt präglas av en relativt låg riskaptit och stundtals begränsad likviditet. Detta har bland annat yttrat sig i vissa svårigheter att omsätta större volymer utan att priserna påverkas för mycket.

Diagram 1. Hur bedömer du den svenska finansiella marknadens funktionssätt jämfört med för sex månader sedan?

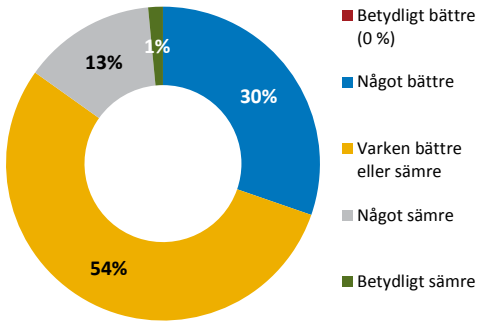
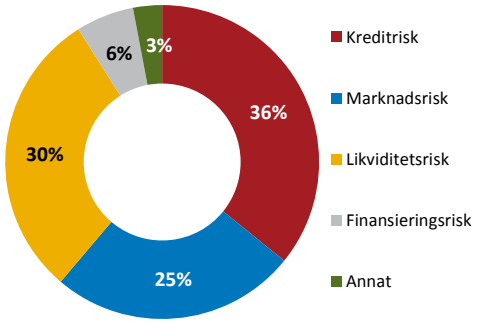


Diagram 2. Vilken av följande risker har varit mest drivande för utvecklingen i den svenska marknadens funktionssätt?[4]



Aktörerna förväntar sig inga stora förändringar i marknadernas funktionssätt, vare sig på kort (diagram 3) eller medellång (diagram 4) sikt. Överlag räknar de med att den stabilisering som skett under året kommer att hålla i sig framöver. På längre sikt anser de att riskaptiten långsamt kommer att öka i takt med att de ekonomiska problemen i euroområdet löses och att avkastningskraven ökar. Samtidigt menar flera aktörer att de kommande förändringarna i de finansiella regelverken kommer att kräva en anpassning som kan innebära att aktiviteten på de finansiella marknaderna minskar. Några aktörer varnar även för att det fortfarande finns en påtaglig risk för att situationen i euroområdet förvärras. Om detta sker så menar de att även den svenska finansiella marknaden kan drabbas negativt.

Diagram 3. Vad tror du om den svenska marknadens funktionssätt på kort sikt (6 månader)?

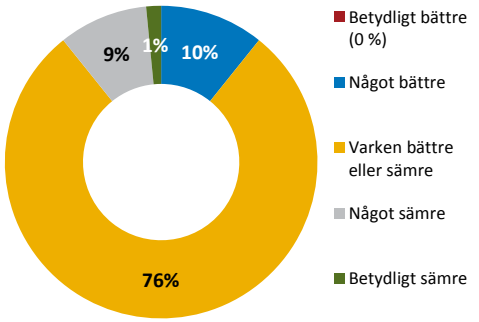
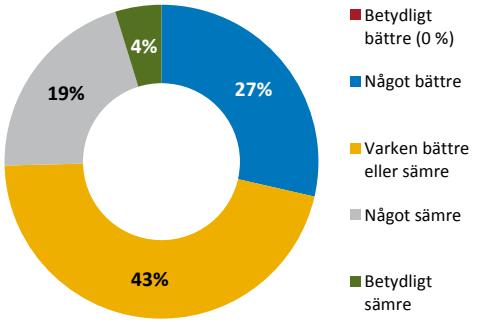


Diagram 4. Vad tror du om den svenska marknadens funktionssätt på medellång sikt (6 månader till 2 år)?



[4] Med kreditrisk avses kreditrisk hos motparter och emittenter, med marknadsrisk avses volatilitet i priser och räntor, likviditetsrisk avser djup och prisbild för olika finansiella instrument och finansieringsrisk avser den egna organisationens tillgång till likvida medel/finansiering.

UTVECKLINGEN I EUROOMRÅDET ÄR ENLIGT AKTÖRERNA DEN STÖRSTA RISKEN FÖR DET SVENSKA FINANSIELLA SYSTEMET

Aktörerna har värderat ett antal risker som kan innebära negativa konsekvenser för det svenska finansiella systemet om de realiseras det kommande halvåret (tabell 1). Överlag anser de att den statsfinansiella oron och den ekonomiska politiken i euroområdet utgör de största riskerna. Dessa risker bedöms ha ökat sedan den föregående riskenkäten.[5] Aktörerna menar att det framför allt är indirekt, genom en svagare ekonomisk utveckling, som Sverige riskerar att drabbas om problemen i euroområdet förvärras. De ser även allvarligt på risker kopplade till global tillväxt och global ekonomisk politik. Sannolikheten för att dessa kommer realiseras bedöms ha ökat det senaste halvåret, framförallt för risker relaterade till den globala tillväxten.

Färgkod för värderingsskalan från 1 till 8:

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

Riskfaktor	Sannolikhet	Konsekvens
Statsfinansiell risk i euroområdet	6,1	6,2
Statsfinansiell risk i övriga länder	4,6	5,3
Tillväxtrelaterade makrorisker i de baltiska länderna	3,5	4,2
Tillväxtrelaterade makrorisker globalt	5,2	5,2
Risker relaterade till ekonomisk politik i Sverige	3,0	5,2
Risker relaterade till ekonomisk politik i euroområdet	6,1	5,7
Risker relaterade till ekonomisk politik globalt	5,1	5,0
Makrorisker relaterade till stora över- eller underskott i bytesbalanser	4,9	4,7
Kreditrisker bland svenska hushåll	4,1	6,0

Aktörerna ser fortsatt allvarligt på konsekvenserna om svenska hushåll skulle få problem med att betala tillbaka sina lån. Sannolikheten för att detta kommer inträffa uppskattas dock vara relativt låg. Sannolikheten för att den svenska ekonomiska politiken ska orsaka problem i det svenska finansiella systemet är fortsatt låg enligt marknadsaktörerna. Detsamma gäller för risker kopplade till den ekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna.

[5] Frågan är till viss del omformulerad från vårens riskenkät. Skillnaden är att riskerna fått en tydligare geografisk uppdelning. Detta gör att svaren inte är helt jämförbara.

OFÖRÄNDRAD VILJA OCH MÖJLIGHET ATT TA RISK FÖR MAJORITETEN AV AKTÖRERNA

Hälften av aktörerna bedömer att deras vilja att ta risk har varit oförändrad under de senaste sex månaderna (diagram 5). Majoriteten uppger även att deras mandat att ta risk varit konstant under perioden (diagram 7). Detta förklaras av aktörerna främst med att de övergripande ekonomiska problemen i euroområdet kvarstår, vilket innebär att marknadsläget inte förändrats. De aktörer som ökat sin vilja att ta risk (främst placerare) nämner som anledning framför allt att marknaden nu fungerar något bättre än tidigare. Några aktörer nämner även den låga avkastningen på säkra tillgångar som anledning, vilket gör att de måste ta mer risk för att nå sina avkastningsmål. De aktörer som uppgett att riskviljan minskat (främst låntagare) menar i stället att försämrade tillväxtutsikter varit den främst bidragande faktorn.

De flesta aktörerna väntar sig inte någon förändring i vare sig riskvilja (diagram 6) eller riskmandat (diagram 8) under de kommande sex månaderna. De förväntar sig att osäkerheten om de ekonomiska problemen i euroområdet ska fortsätta att prägla de finansiella marknaderna under en längre tid. Knappt en fjärdedel av aktörerna tror dock på en något ökad riskvilja de kommande sex månaderna. Merparten av dessa aktörer framhåller att det beror på att de förväntar sig vissa framsteg med de statsfinansiella problemen i euroområdet och USA framöver.

Diagram 5. Hur har din vilja att ta risk förändrats jämfört med för ett halvår sedan?

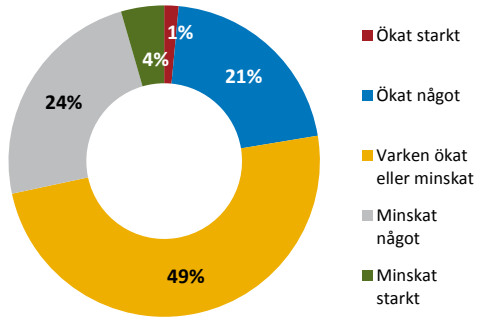


Diagram 6. Hur tror du att din vilja att ta risk kommer att vara under de kommande sex månaderna?

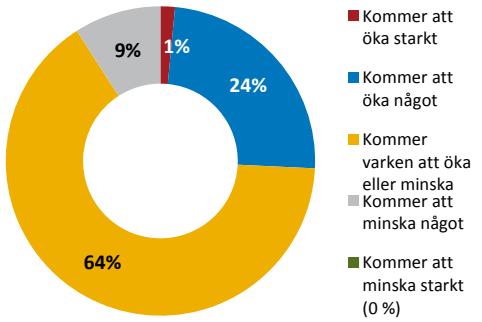


Diagram 7. Hur har dina möjligheter/mandat att ta risk förändrats jämfört med för ett halvår sedan?

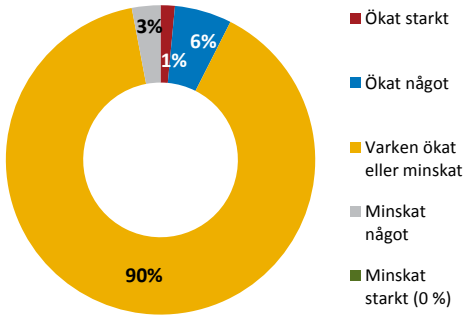
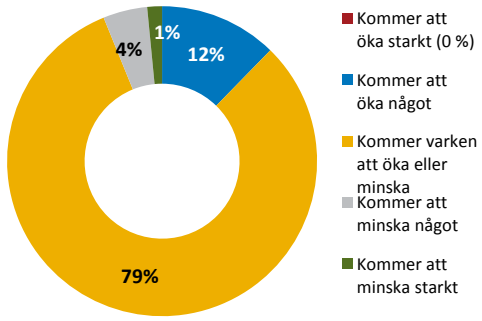


Diagram 8. Hur tror du att dina möjligheter/mandat att ta risk kommer att vara under de kommande sex månaderna?



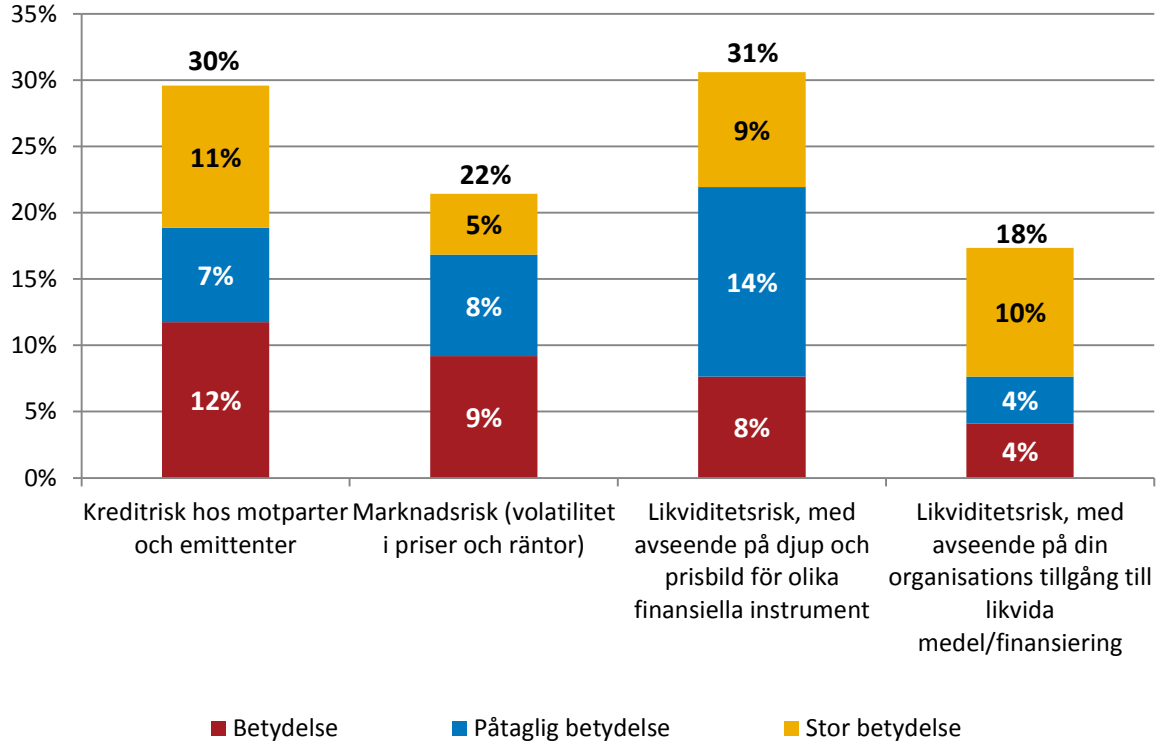
LIKVIDITETSRISK PÅ MARKNADEN OCH KREDITRISK ÄR SVÅRAST FÖR AKTÖRERNA ATT HANTERA[6]

Kreditrisk hos motparter och emittenter och likviditetsrisker relaterade till orderdjupet och prisbilden[7] på marknaden är de risker som flest aktörer anger som svårast för den egna organisationen att hantera (diagram 9). Aktörernas svar är i stort oförändrade sedan vårens enkät. Överlag uppger placerarna att de är mest känsliga för ökade likviditetsrisker kopplade till orderdjupet och prisbilden, medan låntagarna i större utsträckning uppger att de är känsliga för ökade kreditrisker. Marknadsgaranterna uppger att de är lika känsliga för båda riskerna.

En annan typ av likviditetsrisk berör organisationens tillgång till finansiering. Det här är den risk som det minsta antalet aktörer angett som svår att hantera. För dem som tagit upp den har den dock stor betydelse. Dessa aktörer är främst låntagare.

Marknadsrisken är en annan risk som relativt få aktörer angett som svår att hantera. Jämfört med övriga risker anser aktörerna att marknadsrisk har lägre betydelse. Det går emellertid inte att utläsa någon skillnad mellan olika typer av aktörer i synen på marknadsrisk.

Diagram 9. Aktörernas bedömning av vilka risker som skulle vara svårast för deras organisationer att hantera om de ökar, procentuell andel av svaren.



[6] 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.
[7] Orderdjupet avspeglar hur många köpare och säljare det finns på marknaden. Prisbilden avspeglar skillnaden mellan köp- och säljpriserna på marknaden.

Öppna frågor relaterade till de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt

Riksbanken har även ställt ett antal öppna frågor till aktörerna. Frågorna rör ämnen som för närvarande är av särskilt intresse.

MARKNADSAKTÖRERNA OROAR SIG FÖR ATT KOMMANDE REGLERINGAR SKA FÖRSÄMRA DE SVENSKA FINANSIELLA MARKNADERNAS FUNKTIONSSÄTT

Riksbanken frågade aktörerna hur de förväntar sig att kommande regleringar kommer påverka deras affärsverksamhet och de finansiella marknadernas sätt att fungera.

Många aktörer anser att de nya kapitalkraven i Basel III[8] och regleringar av OTC-marknaden[9] för derivat genom EMIR[10] riskerar att leda till sämre funktion och lägre likviditet på derivatmarknaden. Detta kommer att göra det dyrare att hantera risker genom finansiella derivat, vilket kan få till följd att företag och finansiella institutioner avstår från att skydda sig mot finansiella risker. Därför menar aktörerna att riskerna i det svenska finansiella systemet kan komma att öka.

Flera aktörer anser även att de nya kapitalkraven i Basel III kommer att leda till att bankerna minskar sin företagsutlåning. I stället kommer företagen i allt större utsträckning att finansiera sig genom företagsobligationer. Detta är en utveckling som välkomnas av placerare. Samtidigt varnar andra aktörer för att mindre företag inte har möjlighet att emittera obligationer. Några aktörer anser även att det finns ett problem om kreditrisker flyttas från banksystemet till enskilda investerare.

Även åsikterna om effekterna av likviditetsreglerna i Basel III är blandade. Placerarna välkomnar att regleringarna troligtvis kommer att innebära ett ökat utbud av räntebärande instrument med längre löptider. Samtidigt oroas vissa andra aktörer av att regleringarna kan leda till minskad likviditet på den korta räntemarknaden.

[8] Basel III är ett internationellt regelverk för banker som reglerar kapitaltäckningen, det vill säga hur mycket kapital en bank måste hålla i förhållande till den risk den tar, och likviditetshanteringen. Basel III ska implementeras gradvis fram till 2019. Se även fördjupningsruta om Basel III i Finansiell stabilitet 2010:2, Sveriges Riksbank.
[9] OTC står för "Over The Counter" och avser handel som sker utanför en central handelsplats.
[10] EMIR är en EU-förordning som reglerarar hantering av motpartsrisker i OTC-derivattransaktioner och krav på rapportering av derivattransaktioner. EMIR reglerar också centrala motparter och transaktionsregister i EU. Förordningen kommer troligtvis att vara fullt ut implementerad till slutet av 2013.

MAJORITETEN HAR GOTT FÖRTROENDE FÖR STIBOR, MEN VISSA ANSER ATT DEN ÄR NÅGOT FÖR HÖG

Riksbanken frågade aktörerna hur de ser på prissättningen av Stibor.[11] De flesta av dem menar att de har förtroende för den svenska referensräntan. Några uppfattar dock att det finns problem med den. Problemen rör främst bristen på transparens om hur räntan sätts och det faktum att det endast är ett fåtal aktörer som deltar i fastställandet av räntan, vilket ger varje enskild aktör ett relativt stort inflytande. En del aktörer nämner även att det är ett problem att aktörernas Stibor-bud inte går att handla på eftersom det minskar incitamenten att lämna korrekta bud. Även om aktörerna överlag har förtroende för Stibor anser flera att den sätts något för högt i jämförelse med andra marknadspriser, så som valutaterminer eller Stina-swappar[12], framför allt på tre månaders löptid.

INGA STÖRRE EFFEKTER PÅ DE SVENSKA MARKNADERNA AV DE LÅGA RÄNTORNA I OMVÄRLDEN

Aktörerna ser inga större problem för de svenska finansiella marknaderna på grund av det låga ränteläget i omvärlden. Några av dem uppger dock att de har sett ett ökat intresse för svenska tillgångar från utländska investerare. Detta stärker den svenska kronan och pressar ner även de svenska räntorna. Ett fåtal aktörer anser att detta på sikt kan skapa problem för den svenska exportsektorn och leda till ökad skuldsättning för svenska hushåll. Somliga påpekar även att långvarigt låga räntenivåer riskerar att leda till att investerare tar för stora risker då de söker sig till mer riskfyllda tillgångar i jakt på avkastning.

MARKNADSGARANTERNAS VILJA ATT TA RISKER ÄR OFÖRÄNDRAD

Aktörerna upplever att marknadsgaranternas vilja att ta risker är oförändrad, vilket innebär att den är fortsatt lägre än före den finansiella krisen 2008. Som en konsekvens av detta upplever de att marknaderna fungerar något sämre med lägre omsättning och större spridning mellan köp- och säljpriser. Enligt aktörerna gör detta att det är svårare att omsätta större positioner idag än vad det var innan den finansiella krisen. Problemen är dock begränsade och överlag anser de att marknaderna fungerar tillfredställande.

ÖKAT INTRESSE FÖR SVENSKA KRONAN BRA FÖR LIKVIDITETEN PÅ MARKNADEN

Överlag ser aktörerna inga stora risker för att det ökade intresset för den svenska kronan ska drabba kronmarknaden negativt. I stället menar de att intresset skapat bättre likviditet på marknaden. Vissa aktörer varnar dock för att volatiliteten i svenska räntor och valutakurser kan komma att öka om intresset för kronan plötsligt avtar och stora utflöden uppstår. Många aktörer menar att kronan varit något undervärderad tidigare och anser därför att den starkare kronkursen är rimlig. Samtidigt uppmärksammar dock ett flertal av dem att en stark kronkurs kan drabba de svenska exportföretagen negativt.

[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] 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).

Likviditeten på den svenska ränte- och valutamarknaden[13]

För att ge en uppfattning om hur olika delmarknader fungerat det senaste halvåret innehåller riskenkäten ett antal frågor om specifika instrument. Aktörerna ombeds att rangordna hur likviditeten varit för det specifika instrumentet, utifrån hur lätt det har varit att omsätta större volymer och hur stor skillnaden mellan köp- och säljpriser varit. Rangordningen sker över en skala mellan 1 och 5, där 1 motsvarar dålig och 5 utmärkt. Enligt aktörerna har likviditeten i de flesta instrumenten på den svenska räntemarknaden förbättrats något under det senaste halvåret. Till skillnad från på räntemarknaden upplevs likviditeten i de flesta instrumenten på kronmarknaden ha försämrats något, även om förändringen är liten. Allt färre aktörer anser dock att den svenska valutamarknaden fungerar sämre än godkänt.

AKTÖRERNAS BEDÖMNING AV LIKVIDITETEN I INSTRUMENT PÅ DEN SVENSKA RÄNTEMARKNADEN[14]

Diagram 10. Vilken är din syn på likviditeten gällande statsskuldväxlar det senaste halvåret?

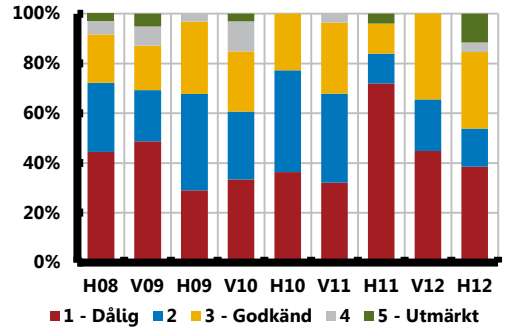


Diagram 11. Vilken är din syn på likviditeten gällande statsobligationer det senaste halvåret?

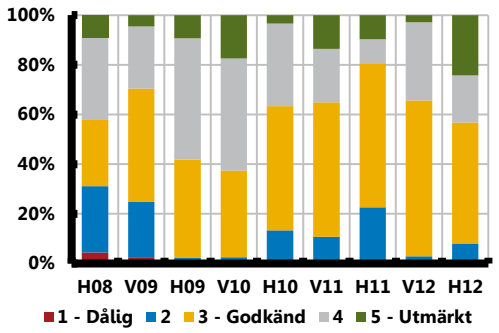


Diagram 12. Vilken är din syn på likviditeten gällande bostadscertifikat det senaste halvåret?

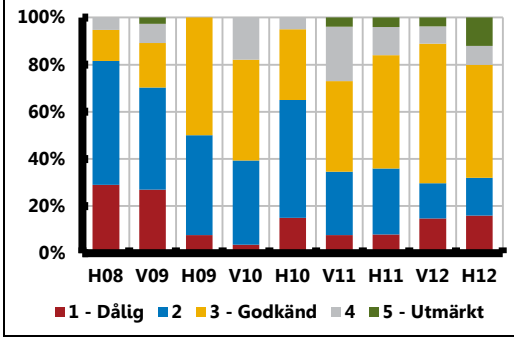
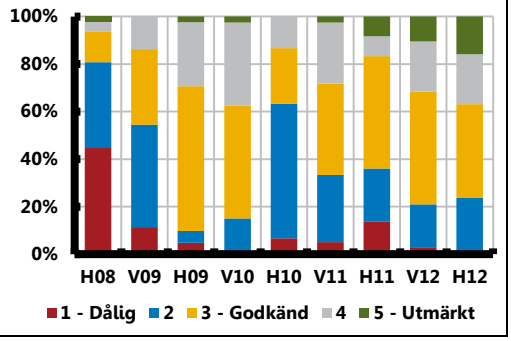


Diagram 13. Vilken är din syn på likviditeten gällande bostadsobligationer det senaste halvåret?



[13] Vid tolkningen av aktörernas svar i diagrammen 10 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.

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

Diagram 14. Vilken är din syn på likviditeten gällande företagsobligationer det senaste halvåret?

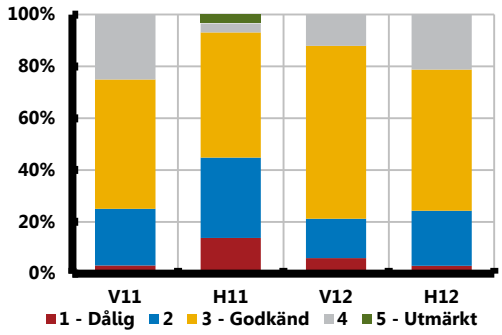


Diagram 15. Vilken är din syn på likviditeten gällande ränte-swappar (SEK/SEK) det senaste halvåret?[15]

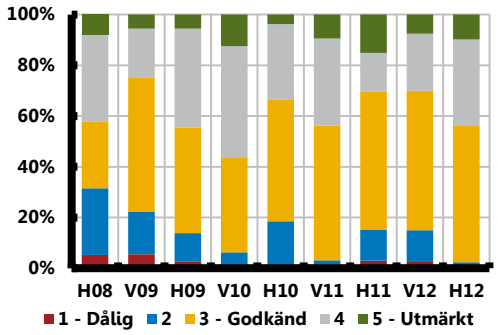


Diagram 16. Vilken är din syn på likviditeten gällande cross currency-swappar (EUR/SEK) det senaste halvåret?[16]

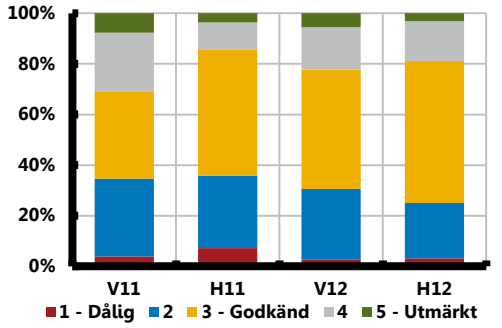


Diagram 17. Vilken är din syn på likviditeten gällande cross currency-swappar (USD/SEK) det senaste halvåret?

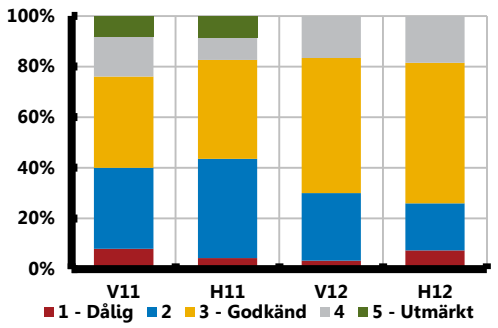


Diagram 18. Vilken är din syn på likviditeten gällande repor med statspapper det senaste halvåret?

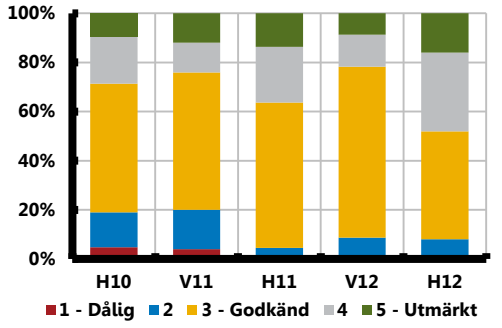
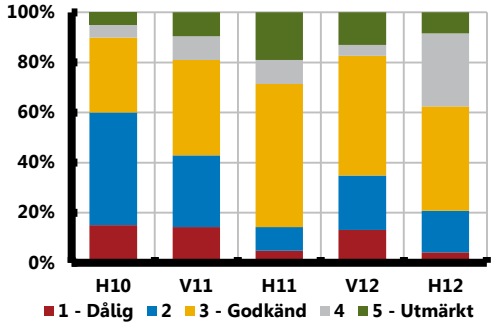


Diagram 19. Vilken är din syn på likviditeten gällande repor med bostadspapper det senaste halvåret?



[15] En ränte-swap är ett avtal mellan två parter att byta en viss ränta mot en annan ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.
[16] 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.

Diagram 20. Vilken är din syn på likviditeten gällande RIBA-futures under det senaste halvåret?[17]

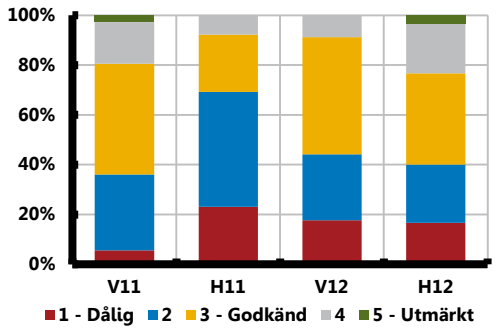


Diagram 21. Vilken är din syn på likviditeten gällande STINA-swappar under det senaste halvåret?[18]

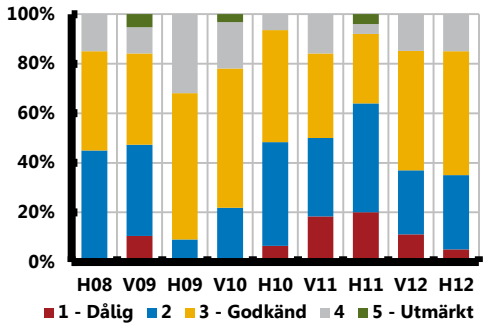
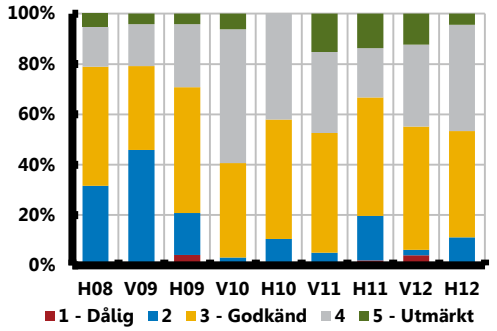


Diagram 22. Vilken är din syn på likviditeten gällande FRA under det senaste halvåret?[19]



[17] RIBA-futures är ett standardiserat terminskontrakt som baseras på utfallet av Riksbankens reporänta. Kontraktsbasen 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 under perioden.

[18] 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).

[19] 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 på förhand bestämd ränta och den ränta som faktiskt gäller vid det framtida datumet.

AKTÖRERNAS BEDÖMNING AV LIKVIDITETEN I INSTRUMENT PÅ DEN SVENSKA VALUTAMARKNADEN[20]

Diagram 23. Hur bedömer du att marknaden för svenska kronor har fungerat under det senaste halvåret?

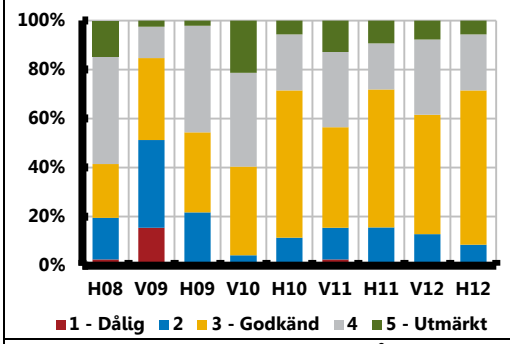


Diagram 24. Jämfört med valutor såsom CAD, AUD och NOK, hur bedömer du att marknaden för svenska kronor har fungerat under det senaste halvåret?

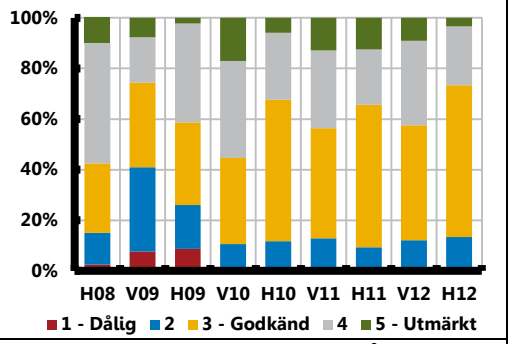


Diagram 25. Vilken är din syn på likviditeten gällande spot under det senaste halvåret?

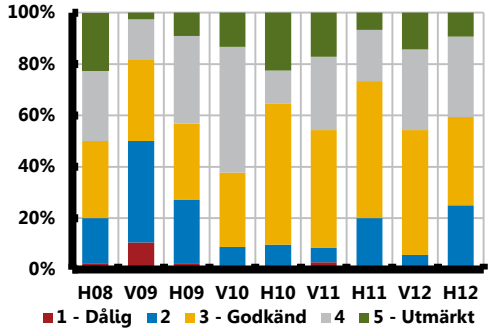


Diagram 26. Vilken är din syn på likviditeten gällande O/N- och T/N swappar under det senaste halvåret?

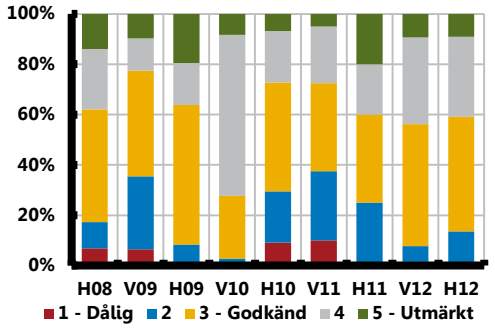


Diagram 27. Vilken är din syn på likviditeten gällande termin under det senaste halvåret?

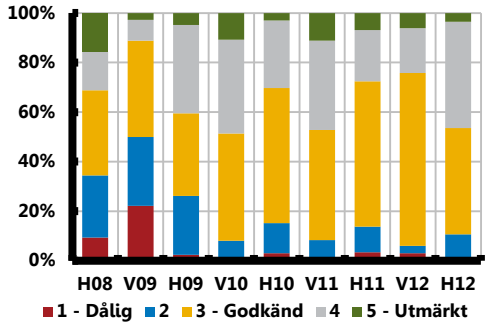
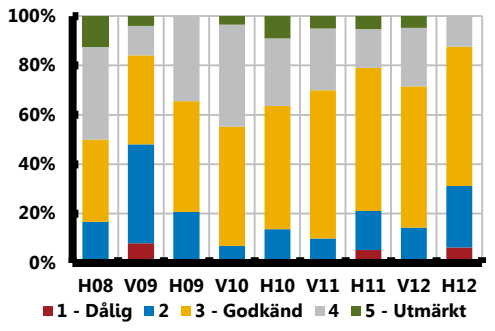


Diagram 28. Vilken är din syn på likviditeten gällande valutaoptioner under det senaste halvåret?



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