

DNR 2014-353-AFS



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

VÅREN 2014

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

De svenska finansiella marknaderna fungerar väl enligt de aktörer som svarade på Riksbankens riskenkät under våren 2014. Aktörerna anser att den sammantagna risknivån i det svenska finansiella systemet är relativt oförändrad jämfört med för sex månader sedan, men att riskerna i omvärlden har förändrats något. Överlag anser aktörerna att risker relaterade till tillväxtländer har ökat samtidigt som de bedömer att riskerna kopplade till utvecklingen i euroområdet har minskat.

Fler aktörer än tidigare har under det senaste halvåret haft en ökad vilja att ta risk och många tror att viljan kommer att öka ytterligare även framöver. Aktörerna på framför allt räntemarknaden uppger att orsaken är att det ställs allt högre krav på att generera avkastning. De påpekar också att många investerare i jakt på avkastning söker sig till mer riskfyllda investeringar, såsom företagsobligationer. Ett antal aktörer framhäver att andrahandsmarknaden för företagsobligationer är mindre likvid än andra obligationsmarknader och att det eventuellt skulle kunna skapa prisvolatilitet och osäkerhet i en situation där många investerare vill sälja sina innehav samtidigt.

DE SVENSKA FINANSIELLA MARKNADERNA FUNGERAR VÄL MEN RISKERNA I OMVÄRLDEN HAR FÖRÄNDRATS NÅGOT

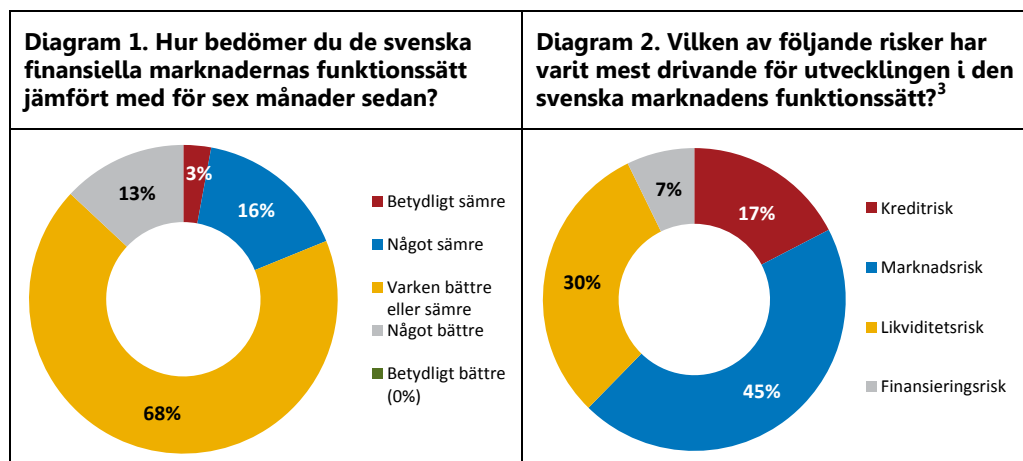
Merparten av aktörerna anser att det inte har skett några större förändringar i de svenska finansiella marknadernas sätt att fungera sedan den föregående riskenkäten² som genomfördes under hösten 2013 (se diagram 1). De aktörer som är aktiva på räntemarknaden är generellt sett mindre positiva till den svenska marknadens funktionssätt än de som är aktiva på valutamarknaden. Flera aktörer på räntemarknaden nämner att marknadsgaranternas minskade vilja att ta risk har gjort det finansiella systemet mer sårbart.

Under de senaste sex månaderna är det enligt aktörerna likviditets- och, framför allt, marknadsriskerna som varit drivande för utvecklingen av de svenska finansiella marknadernas sätt att fungera (se diagram 2). Detta är i linje med aktörernas svar vid den föregående riskenkäten. Aktörerna på valutamarknaden upplever i större utsträckning än de som är aktiva på

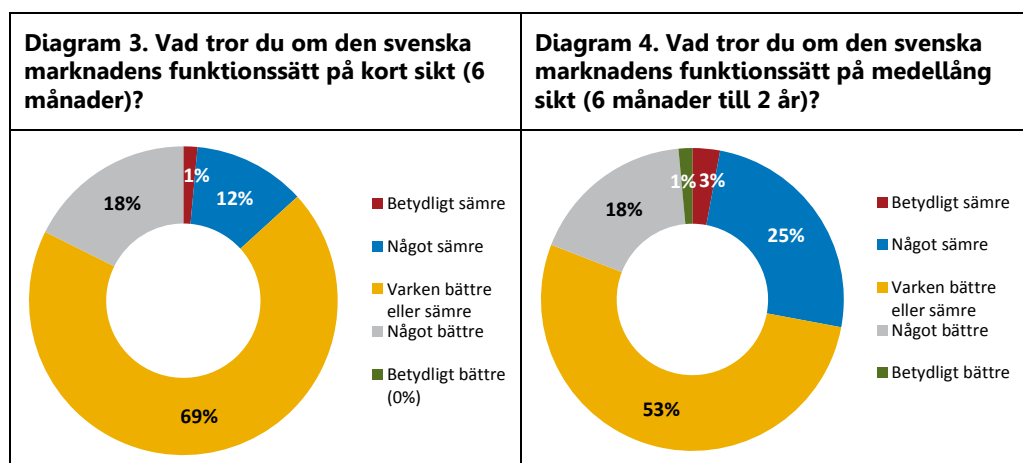
¹ Sedan våren 2008 skickar Riksbanken ut en riskenkät två gånger per år till aktörer på den svenska ränte- och valutamarknaden. Syftet med enkäten är att få en samlad bild av synen på riskerna och funktionssättet på de svenska finansiella marknaderna. Enkäten gäller uteslutande det svenska finansiella systemet. I denna rapport redovisas resultaten från Riksbankens riskenkät som besvarades mellan den 6 mars och den 17 mars 2014. Utrednings- och undersökningsföretaget MarknadsMarknad 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 88 procent.

² Med den föregående riskenkäten eller höstens riskenkät avses genomgående den riskenkät som Riksbanken genomförde i oktober och november och som avsåg perioden april till november 2013.

räntemarknaden att marknadsrisken har ökat under det senaste halvåret. De uppger att detta beror på lägre likviditet med högre prisvolatilitet än tidigare som följd. Merparten av de aktörer som svarat på riskenkäten anser dock att riskerna överlag har varit oförändrade under de senaste sex månaderna (se diagram 36).



En majoritet av aktörerna förväntar sig inte några större förändringar i marknadernas sätt att fungera framöver, varken på kortare (se diagram 3) eller på längre sikt (se diagram 4). Andelen aktörer som tror på en förbättrad funktion på kort sikt har dock ökat sedan den föregående enkäten (se diagram 31). På länge sikt är synen oförändrad och en fjärdedel av aktörerna, främst de som är aktiva på valutamarknaden, tror fortsatt att den svenska marknaden kommer att fungera något sämre om sex månader till två år (se diagram 32). Dessa aktörer tror att den kommande implementeringen av de återstående delarna av regleringen av handel med derivatkontrakt utanför reglerade handelsplatser, EMIR, kommer att försämra den svenska marknadens sätt att fungera.



³ Med kreditrisk avses risken för att motparter och emittenter inte kan fullgöra sina åtaganden, 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.

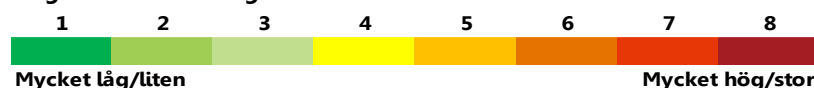
AKTÖRERNA ÄR I ALLT STÖRRE UTSTRÄCKNING OROADE ÖVER RISKER RELATERADE TILL TILLVÄXTLÄNDER

Aktörerna har värderat ett antal, på förhand definierade, risker som skulle kunna få negativa konsekvenser för det svenska finansiella systemet om de realiserades under de kommande sex till tolv månaderna (se tabell 1). Aktörerna anser att sannolikheten har ökat för att risker förknippade med tillväxtländer ska realiseras (se diagram 37). Flera aktörer nämner exempelvis att risken har ökat för att den kinesiska ekonomin, i likhet med andra tillväxtekonomier, i mindre utsträckning än tidigare ska bidra till den globala tillväxten. Även om sannolikheten för en sådan utveckling har ökat så anser aktörerna att de eventuella konsekvenserna för det svenska finansiella systemet skulle bli relativt begränsade.

Riskerna kopplade till utvecklingen i euroområdet anses fortfarande vara påtagliga, även om sannolikheten för att de ska realiseras anses ha minskat något under det senaste halvåret. Detta gäller riskerna som är kopplade till den ekonomiska tillväxten, eller bristen på sådan, den ekonomiska politiken och utvecklingen av statsfinanserna i euroområdet (se diagram 37). Dessutom bedömer aktörerna att eventuella konsekvenser för det svenska finansiella systemet har minskat något. Flera aktörer anser att oron kring de skuldyngda euroländerna har minskat i takt med att de ekonomiska utsikterna har förbättrats.

Aktörerna ser mest allvarligt på de eventuella konsekvenser som kan följa om riskerna kopplade till den höga skuldsättningen bland svenska hushåll skulle realiseras. De negativa konsekvenserna för det svenska finansiella systemet från risker som är relaterade till de svenska hushållens skuldsättning anses vara fortsatt stora även om de är oförändrade jämfört med för ett halvår sedan. Även sannolikheten för att sådana risker ska realiseras bedöms av aktörerna som oförändrad sedan föregående riskenkät (se diagram 37).

Färgkod för värderingsskalan från 1 till 8:



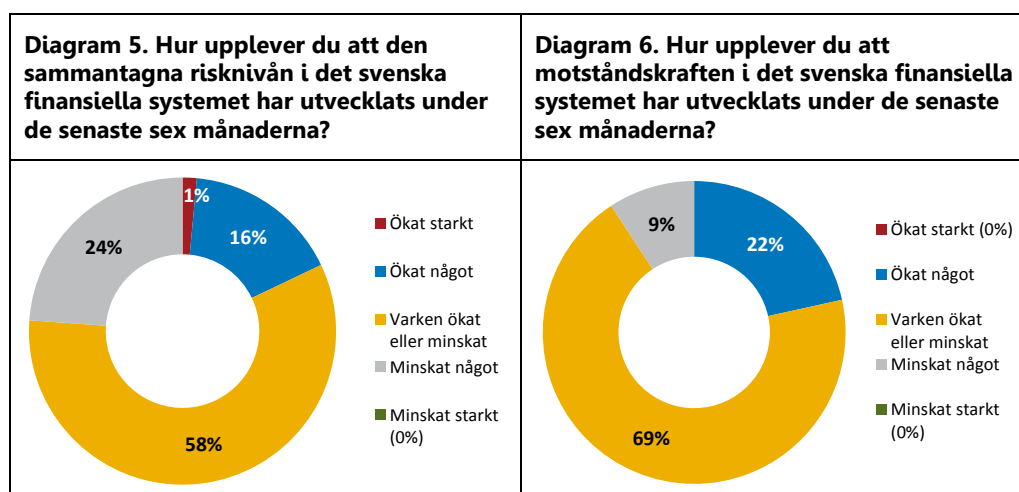
Tabell 1. Aktörernas bedömning av utvalda risker som kan påverka det svenska finansiella systemet

Risikfaktor	Sannolikhet	Konsekvens
Förvärrad statsfinansiell oro i euroområdet	4,2	5,2
Tillväxtrelaterade makrorisker i euroområdet	4,7	5,1
Tillväxtrelaterade makrorisker globalt	4,9	5,1
Risker relaterade till ekonomisk politik ¹ i Sverige	3,7	5,5
Risker relaterade till ekonomisk politik ¹ i euroområdet	4,6	5,0
Risker relaterade till ekonomisk politik ¹ i USA	4,3	4,8
Risker relaterade till tillväxtländer	5,8	4,9
Risker relaterade till kapitalflöden	4,9	5,1
Risker relaterade till skuldsättning bland svenska hushåll	4,2	5,7

¹ Med ekonomisk politik avses penning- och finanspolitik.

RISKNIVÅ OCH MOTSTÅNDSKRAFT I DET SVENSKA FINANSIELLA SYSTEMET BEDÖMS OFÖRÄNDRADE

Tabell 1 ovan visar hur aktörerna värderar enskilda risker som skulle kunna få negativa konsekvenser för det svenska finansiella systemet om de realiserar. Aktörerna har också gett sin syn på den sammantagna risknivån och motståndskraften i systemet. Huvuddelen av dem anser att risknivån och motståndskraften har varit oförändrade under det senaste halvåret (se diagram 5 och 6). De aktörer som anser att den sammantagna risknivån i systemet har ökat något, varav merparten är placerare, förklarar detta med att många investerare söker sig till mer riskfyllda investeringar, såsom företagsobligationer, för att få en högre avkastning än på exempelvis statsobligationer. Aktörerna anser att detta har bidragit till ett högre risktagande än tidigare vilket också stämmer överens med att fler aktörer anser att de haft en ökad vilja att ta risk under perioden (se nedan).



AKTÖRERNAS VILJA ATT TA RISK HAR ÖKAT NÅGOT OCH VÄNTAS FORTSÄTTA STIGA FRAMÖVER

Drygt hälften av aktörerna anser att deras vilja att ta risk är oförändrad jämfört med för ett halvår sedan (se diagram 7). Samtidigt anser var fjärde aktör att den egna viljan att ta risk har ökat sedan föregående riskenkät. Aktörerna på valutamarknaden förklarar detta med att utsikterna för den globala tillväxten har förbättrats medan de som är aktiva på räntemarknaden anger att det beror på högre krav på att generera avkastning. Marknadsgaranter anger i större utsträckning än andra aktörer att deras vilja att ta risk har minskat under perioden.

Merparten av aktörerna tror att deras vilja att ta risk (se diagram 8), och deras möjligheter att göra det, kommer att vara oförändrade under de kommande sex månaderna (se diagram 10). Jämfört med föregående riskenkät är det dock fler aktörer än tidigare som tror att deras vilja att ta risk kommer att öka något (se diagram 34). Aktörerna förklarar detta med högre krav på att generera avkastning och med att de ser fler investeringsmöjligheter än tidigare.

Diagram 7. Hur har din vilja att ta risk förändrats jämfört med för ett halvår sedan?

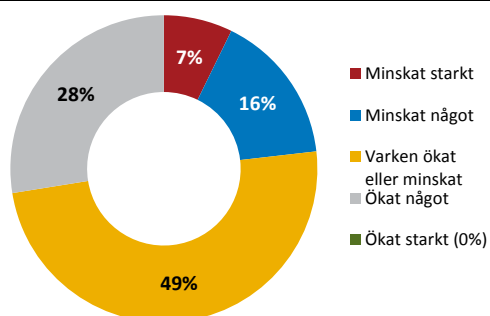


Diagram 8. Hur tror du att din vilja att ta risk kommer att vara under de kommande sex månaderna?

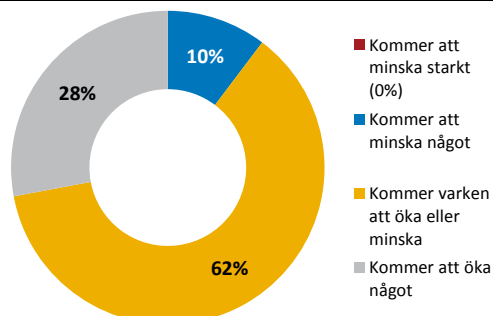


Diagram 9. Hur har dina möjligheter/mandat att ta risk förändrats jämfört med för ett halvår sedan?

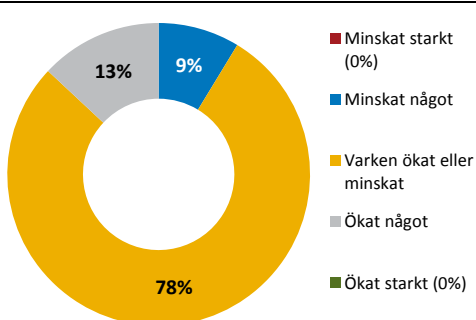
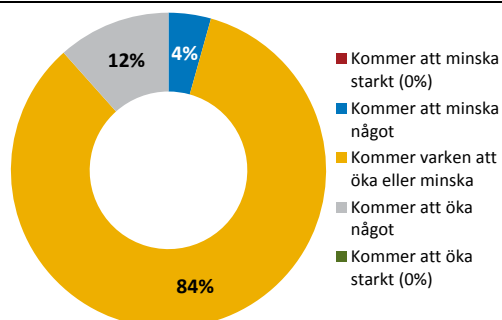


Diagram 10. Hur tror du att dina möjligheter/mandat att ta risk kommer att vara under de kommande sex månaderna?





Öppna frågor relaterade till de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt⁴

Riksbanken har även ställt ett antal öppna frågor till aktörerna. Frågorna rör ämnen som varit aktuella under tidsperioden för riskenkäten och som kan ha särskild betydelse för de svenska finansiella marknadernas sätt att fungera.

AKTÖRER SPÅR FÖRSÄMRAD LIKVIDITET PÅ DERIVATMARKNADEN TILL FÖLJD AV REGLERING

Flera aktörer anser att regleringar för handel med derivatkontrakt på OTC-marknaden⁵ genom EMIR⁶ kommer att försämra de svenska finansiella marknadernas sätt att fungera.⁷ Aktörerna var av motsvarande åsikt även vid de tre föregående riskenkätena. Aktörerna anser att de rapporteringskrav som har implementerats genom EMIR har lett till ökade administrativa kostnader. Flera aktörer tror också att det kommande kravet på central motpartsclearing vid handel med derivatkontrakt, som ingår i EMIR, kommer att göra denna handel mer kostsam. Aktörerna räknar med att dessa ökade kostnader till stor del kommer att skjutas över på kunderna som därför kommer att använda derivatkontrakt i mindre utsträckning än tidigare. Aktörerna tror därför att marknadslikviditeten som en följd av detta kommer att minska i takt med de högre kostnaderna.

Flera marknadsgaranter nämner också att det amerikanska regelverket för finansiella marknader, Dodd-Frank Act⁸, indirekt påverkar de svenska finansiella marknaderna. Detta eftersom många utländska aktörer inte längre, på samma sätt som tidigare, kan vara aktiva på den svenska derivatmarknaden.

SVENSKA MARKNADSGARANTERS VILJA ATT TA RISK FORTSÄTTER ATT MINSKA ENLIGT AKTÖRERNA

I likhet med vid den föregående riskenkäten upplever många aktörer att de svenska marknadsgaranternas vilja att ta risk har fortsatt att minska under de senaste sex månaderna. Bedömningen görs både av marknadsgaranterna själva och av placerare på räntemarknaden. Aktörerna upplever att marknadsgaranterna på räntemarknaden inte vill hålla lika stora lager av tillgångar som tidigare, vilket de tror beror på de förväntade kommande kapitaltäckningskraven. Enligt aktörerna blir därmed marknadsgaranterna mindre villiga än tidigare att erbjuda priser, vilket de anser har gjort det både svårare och dyrare att genomföra transaktioner.

Flera aktörer beskriver marknadsgaranterna på den svenska räntemarknaden som uppdelade i två grupper. Den ena gruppen består av utländska marknadsgaranter som försöker minska sina verksamheter genom att erbjuda mindre konkurrenskraftiga priser. Den andra gruppen består av svenska marknadsgaranter som försöker utöka sina verksamheter genom att erbjuda mer attraktiva priser. Aktörerna anser att det därför finns färre marknadsgaranter än tidigare som

⁴ I bilaga 2 finns de öppna frågorna som Riksbanken ställt samlade.

⁵ OTC står för "Over The Counter" och avser handel som sker utanför en reglerad marknadsplats eller organiserad handelsplats.

⁶ EMIR är en EU-förordning som reglerar hantering av motpartsrisiker i OTC-derivattransaktioner och krav på rapportering av derivattransaktioner. EMIR reglerar också centrala motparter och transaktionsregister i EU. Se även Eklund, J, Sandström, M och Stenkula von Rosen, J, Derivatmarknaden står inför stora förändringar, Ekonomisk kommentar Nr 6 2012, Sveriges Riksbank.

⁷ Alla delar av EMIR har inte implementerats fullt ut än. Exempelvis har kravet på detaljerad transaktionsrapportering till transaktionsregister redan implementerats medan kravet på central motpartsclearing kommer att implementeras framöver.

⁸ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act är ett omfattande regelverk som syftar till att skydda konsumenter och stabilisera det finansiella systemet i USA.



erbjuder godtagbar likviditet. Något som de anser i sin tur har gjort det finansiella systemet mer sårbart.

FORTSATT STOR EFTERFRÅGAN PÅ FÖRETAGSOBLIGATIONER BLAND SVENSKA INVESTERARE

Enligt aktörerna har intresset för företagsobligationer fortsatt att öka bland både emittenter och investerare under det senaste halvåret. I linje med tidigare riskenkäter uppger många aktörer att det låga ränteläge som präglat marknaderna under en tid har lett till att placerarna söker sig till mer riskfyllda investeringar som företagsobligationer eftersom dessa ofta kan ge högre avkastning än exempelvis statsobligationer. Men trots att intresset för att emittera har ökat bland företagen så anser flera aktörer att utbudet av företagsobligationer är lågt givet den efterfrågan som finns, vilket de tror beror på att företagens lånebehov är begränsat.

Ett antal aktörer upplever att marknaden för företagsobligationer i stor utsträckning består av handel på primärmarknaden och att andrahandsmarknaden, där innehav kan köpas och säljas, är mindre likvid än andra obligationsmarknader. Detta menar aktörerna eventuellt skulle kunna skapa prisvolatilitet och osäkerhet i en situation där många investerare vill sälja sina innehav samtidigt.⁹

ETT MINDRE ANTAL AKTÖRER UPPLEVER DET VARIERANDE INTRESSET FÖR ATT PLACERA I RIKSBANKENS CERTIFIKAT SOM PROBLEMATISKT

Sedan ett år tillbaka har intresset för att placera i Riksbankens veckovisa certifikat varierat. Eftersom likviditeten i banksystemet varierar beroende på placeringarna i certifikaten så upplever ett mindre antal marknadsgaranter att detta har gjort det svårare för dem att uppskatta framtida likviditet i kronor. Enligt marknadsgaranterna har därför de korta svenska räntorna, vid flera tillfällen, rört sig mer än tidigare. De placerare som har besvarat frågan upplever däremot att denna problematik inte har påverkat dem i någon större utsträckning.

⁹ För mer information om hur företagsobligationsmarknaden fungerar se Gunnarsdotter, G och Lindh, S, Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering, Penning- och valutapolitik 2011:2, Sveriges Riksbank.

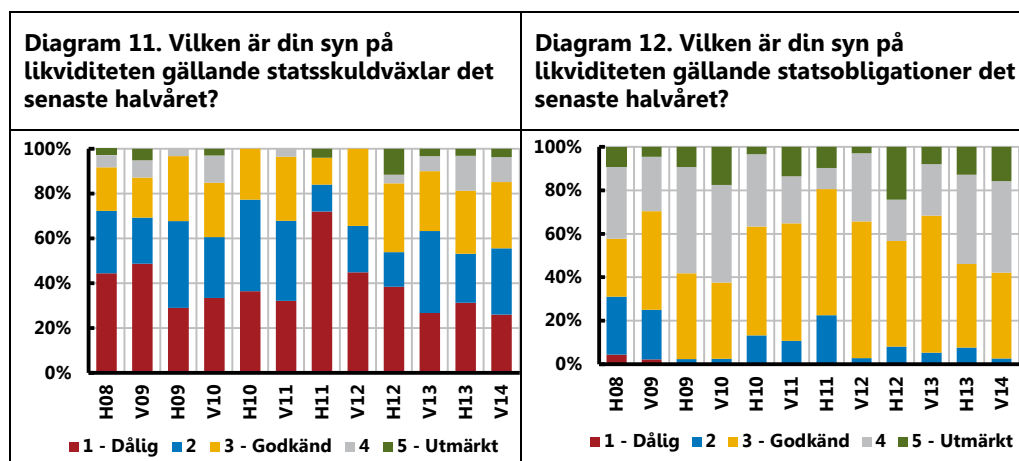
Likviditeten på den svenska ränte- och valutamarknaden¹⁰

För att ge en uppfattning om hur olika delmarknader fungerat under det senaste halvåret innehåller riskenkäten ett antal frågor om likviditeten för specifika instrument.¹¹

LIKVIDITETEN PÅ DEN SVENSKA RÄNTE- OCH VALUTAMARKNADEN ANSES VARA MARGINELLT BÄTTRE

I linje med föregående riskenkät anses likviditeten i de olika instrumenten på den svenska ränte- och valutamarknaden generellt vara godkänd eller bättre enligt aktörerna. För merparten av instrumenten uppges likviditeten ha förbättrats något, men det rör sig om marginella förändringar. I kontrast till detta står instrumenten RIBA-futures (diagram 21) och STINA-swappar (diagram 22) där fler aktörer än tidigare anser att likviditeten är dålig. De båda instrumenten är nära kopplade till hur den korta svenska räntemarknaden fungerar och som tidigare nämnts så upplever ett antal aktörer att denna marknad har fungerat något sämre under perioden (se sida 8).

AKTÖRERNAS BEDÖMNING AV LIKVIDITETEN I INSTRUMENT PÅ DEN SVENSKA RÄNTEMARKNADEN¹²



¹⁰ Vid tolkningen av aktörernas svar i diagrammen 11 till 29 nedan 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.

¹¹ Aktörerna har ombetts 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 på en skala mellan 1 och 5, där 1 motsvarar dålig och 5 utmärkt.

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

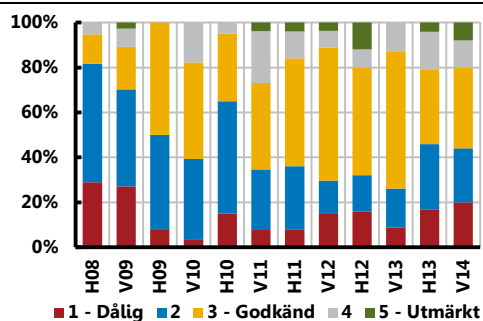


Diagram 14. Vilken är din syn på likviditeten gällande bostadsobligationer det senaste halvåret?

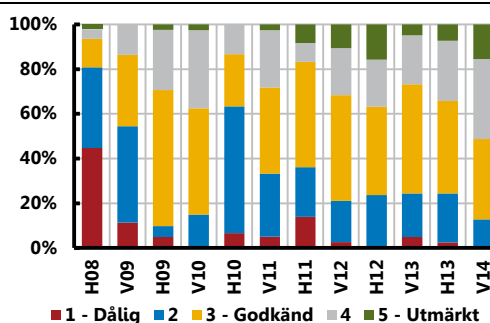


Diagram 15. Vilken är din syn på likviditeten gällande företagsobligationer det senaste halvåret?

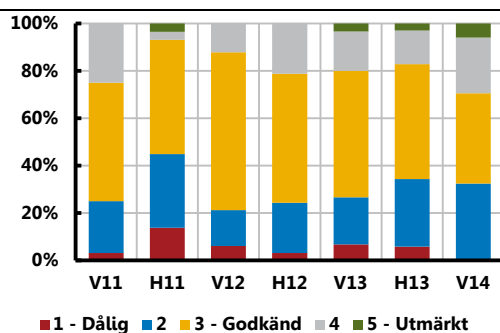


Diagram 16. Vilken är din syn på likviditeten gällande ränte-swappar (SEK/SEK) det senaste halvåret?¹³

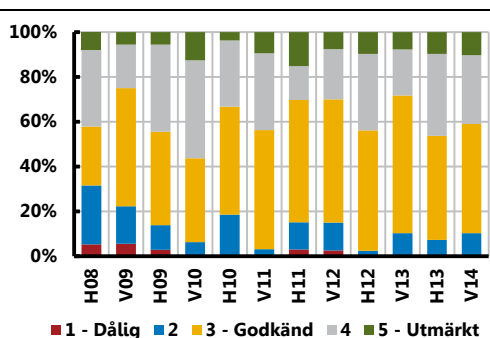


Diagram 17. Vilken är din syn på likviditeten gällande cross currency-swappar (EUR/SEK) det senaste halvåret?¹⁴

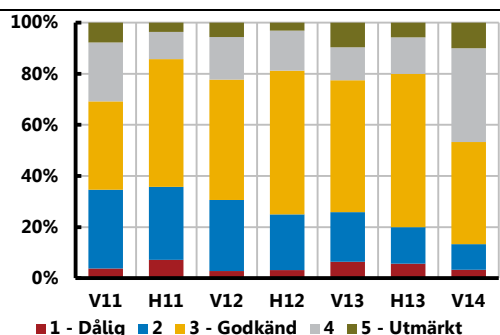
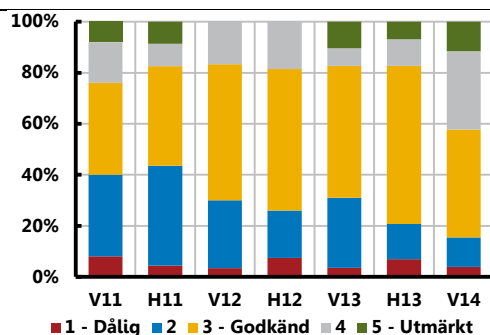


Diagram 18. Vilken är din syn på likviditeten gällande cross currency-swappar (USD/SEK) det senaste halvåret?



¹³ 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.

¹⁴ En cross currency-swap är ett avtal mellan två parter att byta en viss ränta i en valuta mot en annan ränta i en annan valuta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

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

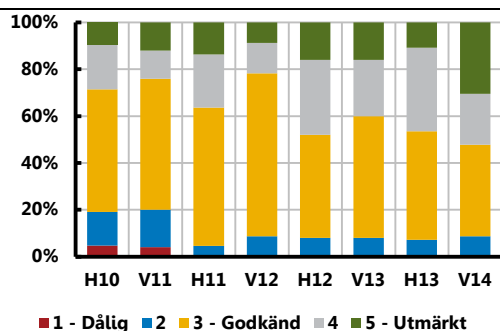


Diagram 20. Vilken är din syn på likviditeten gällande repor med bostadspapper det senaste halvåret?

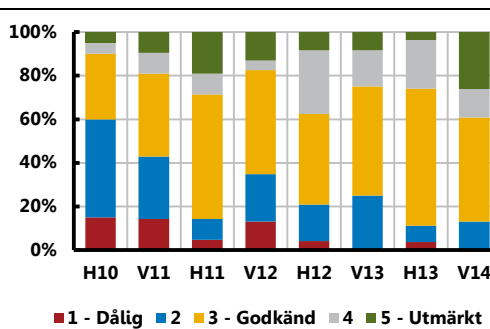


Diagram 21. Vilken är din syn på likviditeten gällande RIBA-futures under det senaste halvåret?¹⁵

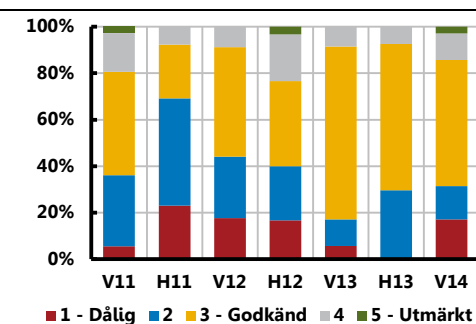


Diagram 22. Vilken är din syn på likviditeten gällande STINA-swappar under det senaste halvåret?¹⁶

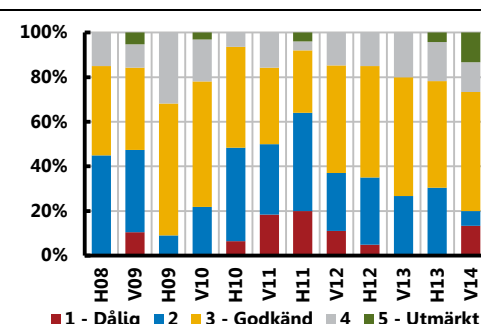
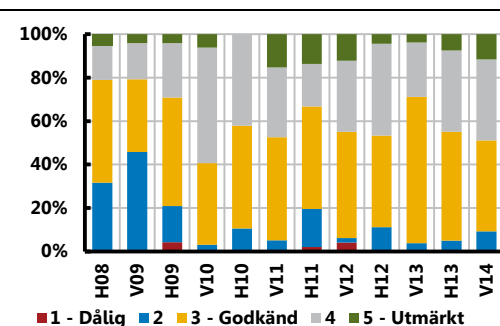


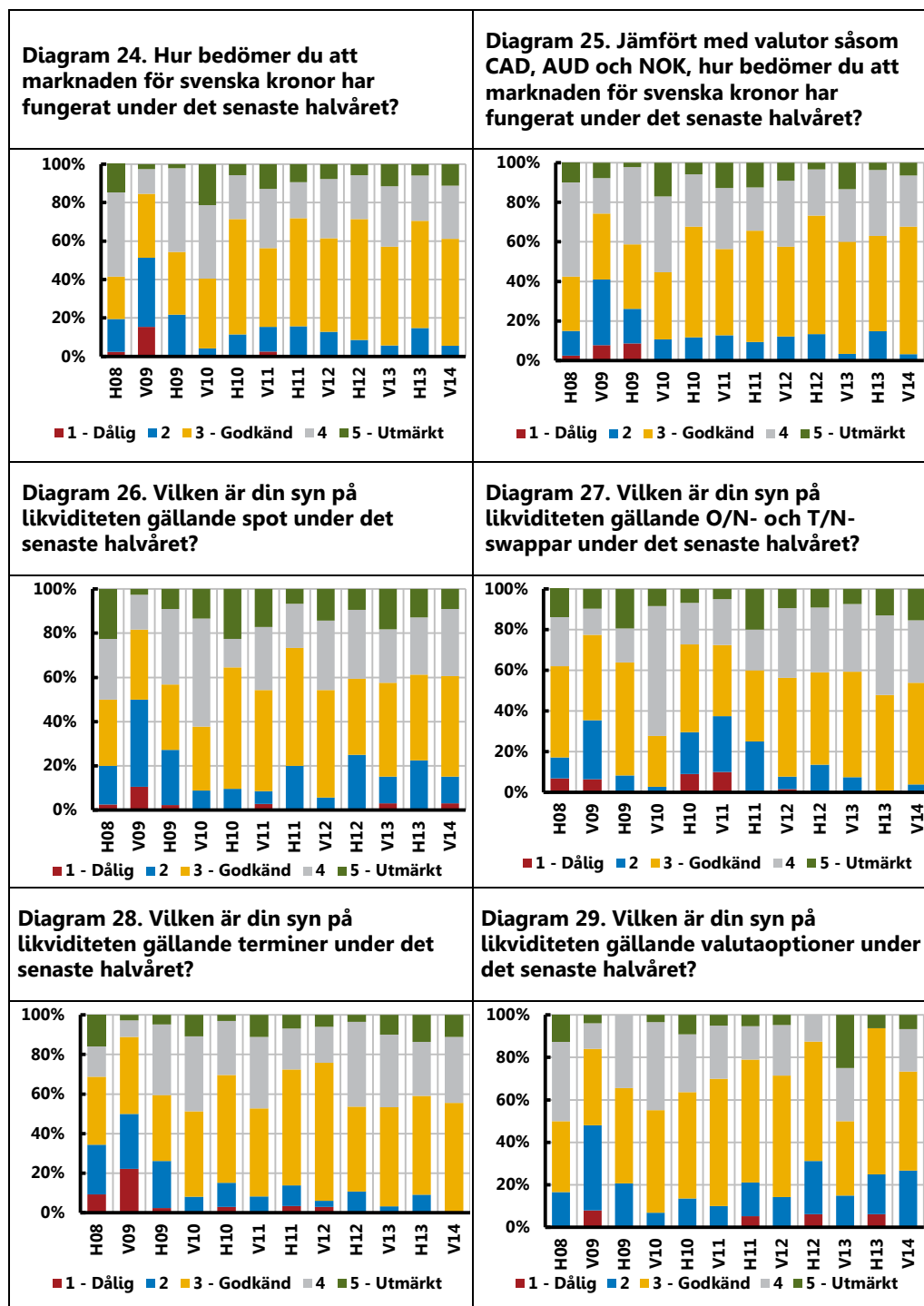
Diagram 23. Vilken är din syn på likviditeten gällande FRA under det senaste halvåret?¹⁷



¹⁵ 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.

¹⁶ 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).

¹⁷ 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 VALUTAMARKNADEN¹⁸


¹⁸ 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.

Bilaga 1 – Svarsfördelning i tidigare riskenkäter och vidare fördjupning

Nedan följer aktörernas svar i tidigare riskenkäter på ett antal frågor om marknadernas sätt att fungera och deras vilja att ta risk. Bilagan innehåller även en vidare fördjupning om hur aktörerna bedömer att olika risker har utvecklats sedan den föregående riskenkäten.

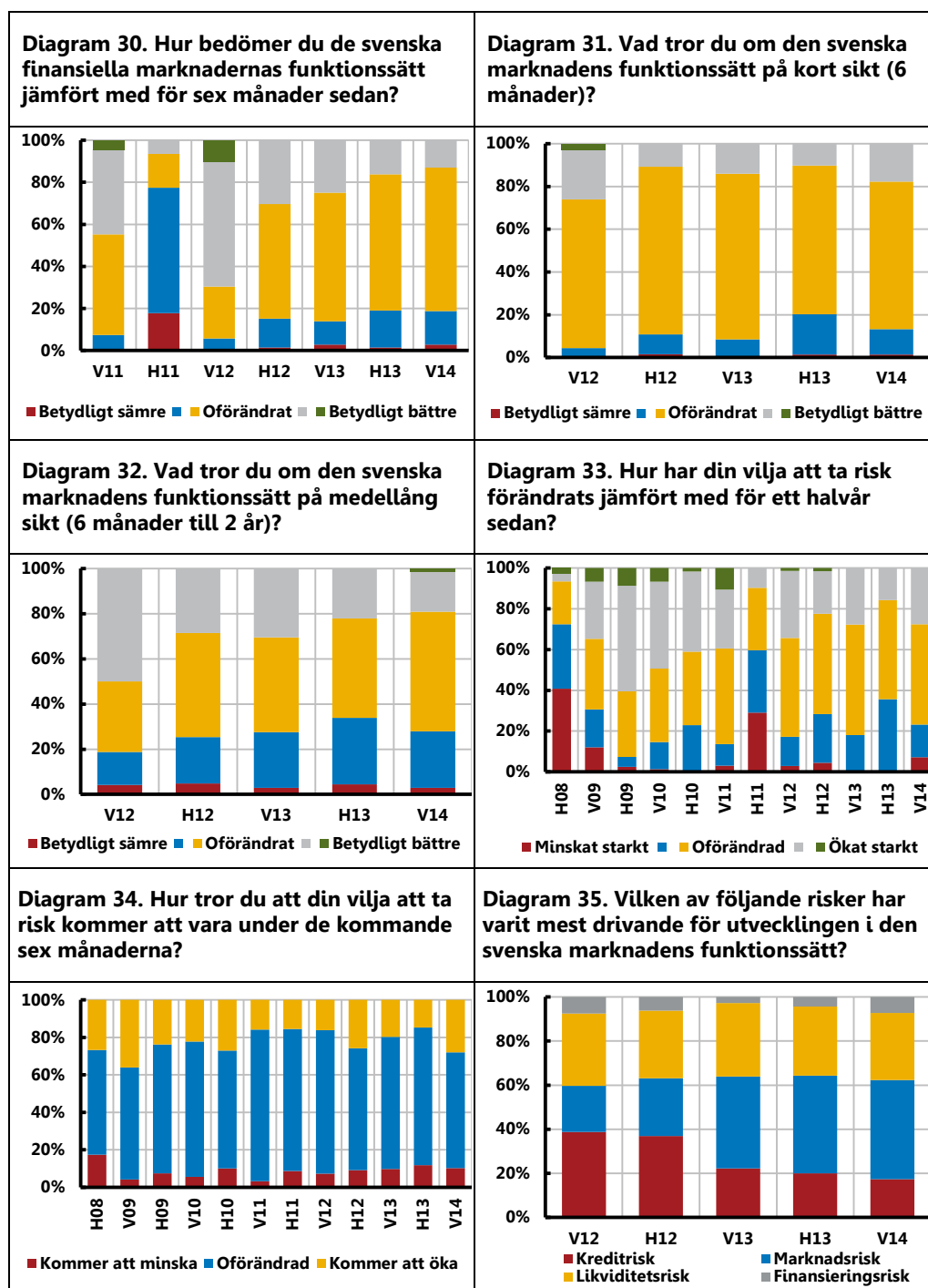


Diagram 36. Aktörernas bedömning av hur de utvalda riskerna i diagram 2 har utvecklats under de senaste sex månaderna

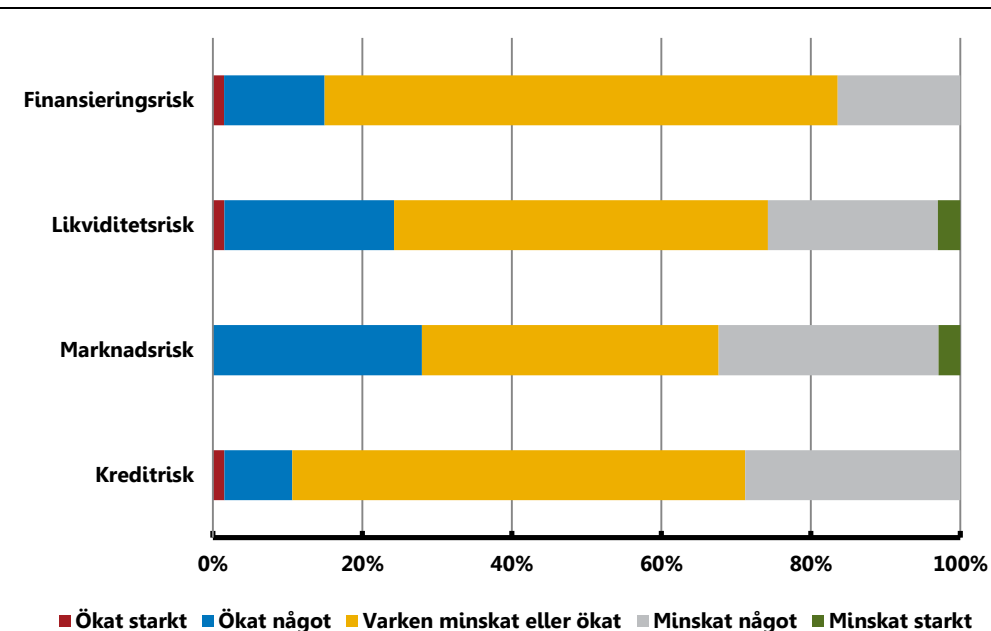
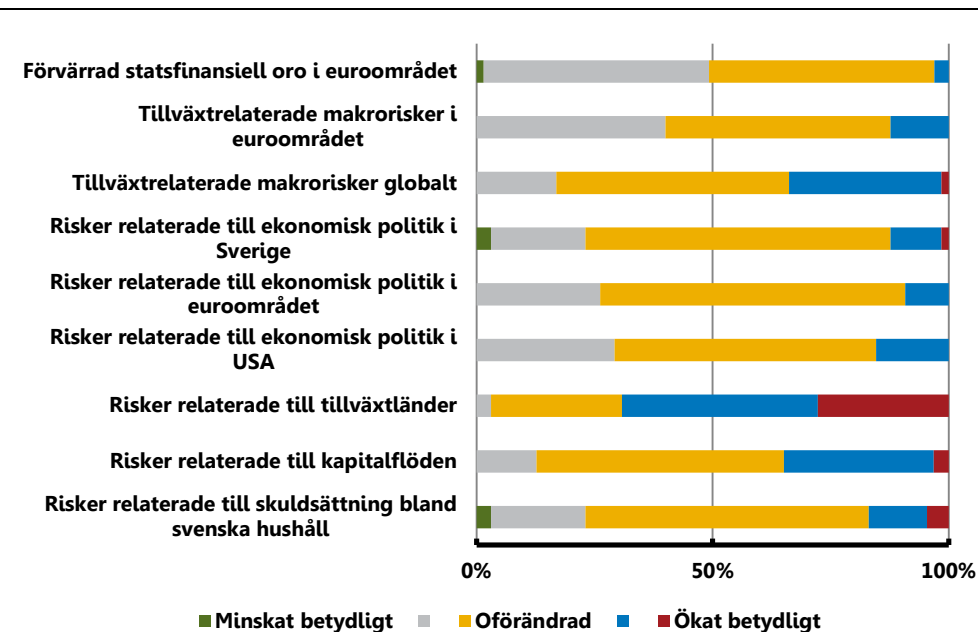


Diagram 37. Aktörernas bedömning av hur sannolikheten för de utvalda riskfaktorerna i tabell 1 har förändrats sedan föregående riskenkät





Bilaga 2 – Öppna frågor relaterade till de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt

Nedan följer ett antal öppna frågor som Riksbanken har ställt till aktörerna. Frågorna rör ämnen som varit aktuella under tidsperioden efter den föregående riskenkäten och som kan ha särskild betydelse för de svenska finansiella marknadernas sätt att fungera.

- Vilka regleringar har haft störst påverkan på den svenska finansiella marknadens funktionssätt under de senaste sex månaderna? På vilket sätt?
- På vilket sätt förväntar du dig att kommande regleringar kommer att påverka den svenska finansiella marknadens funktionssätt? Vilka regleringar syftar du på?
- Hur har du upplevt att svenska market makers beteende har förändrats under de senaste sex månaderna? Vilka faktorer anser du har haft betydelse för denna förändring? Har utvecklingen haft några konsekvenser för den svenska marknadens funktionssätt?
- Hur upplever du att intresset för att emittera eller investera i svenska företagsobligationer har förändrats under de senaste sex månaderna? Vilka faktorer tror du har gett upphov till förändringen? Vilka risker ser du på den svenska företagsobligationsmarknaden?
- Intresset för att placera i Riksbankens veckovisa certifikat har varierat sedan ett år tillbaka. Vilka är konsekvenserna på den korta svenska räntemarknaden av denna variation?