

Förändrade spelregler på den svenska räntemarknaden? 8/3-2012

Debattinlägg vid Finansmarknadskommitténs seminarium 8/3-2012– Håkan Thorsell

[Marknadsmislyckande]

Den första versionen av MIFID utelämnade handeln med räntepapper, eftersom man inte ansåg att det fanns belagt att det fanns något marknadsmislyckande i handeln med räntepapper. Det kan kanske framstå som en aning märkligt. Strukturen med primary dealers, som är marknadens grossister, innebär rimligtvis att **de** åtminstone har asymmetrisk information om handeln. Vi vet att asymmetrisk information typiskt sett leder till marknadsmislyckanden.

[Etablera att det finns asymmetrisk information]

Biais, Glosten och Spatt (2005) hävdar att marknadsstrukturen på räntemarknaden möjliggör för mellanmän att samla information, som de sedan använder för att agera strategiskt. De hävdar vidare att **hur** marknaden organiseras får effekter på hur priser formeras, avslut blir till och att asymmetrisk information ger utrymme för strategiska beteenden. Detta tyder på att det rimligtvis finns någon typ av marknadsmislyckande på räntemarknaden och även på den svenska räntemarknaden, dvs att några aktörer skulle kunna få det bättre utan att andra får det sämre.

[Den normala informationsasymmetrin som i mångt och mycket formerat andra marknadsplatser och regelverk finns inte på statslånemarknaden. Tänk hårdraget insiderinformation på aktiemarknaden. Det är asymmetrisk information som man inte får handla på för att vi skall kunna undvika marknadsmislyckanden. Just problematiken med insiderinformation finns inte på räntemarknaden eftersom makroekonomiska data släpps samtidigt till alla och det är dessutom förstås fritt fram att hitta sätt att prognosticera dem.]

Den informationsasymmetri som dominerar på räntemarknaden är kunskap om affärsflödet, snarare än kreditkvaliteten på värdepapperet. Brandt och Kavajecz (2004) dokumenteras det här. De visar att orderflödes-obalanser svara mot 26 procent av prisförändringar under dagar det inte kommer någon större makroinformation. Dvs den som har kunskap om orderflödet har alltså möjlighet att göra bättre affärer; asymmetrisk information.

Nu är det även så att om det finns ett marknadsmisslyckande, så innebär det inte nödvändigtvis att man behöver åtgärda det. Åtgärder kan ju skapa andra misslyckanden; regulativa misslyckanden. När man lyssnar på Riksgälden, så förefaller det som att MIFID II kan bli ett regulativt misslyckande. Därför bör man titta se på effekterna av det möjliga marknadsmisslyckandet för att se om vi kan eller bör åtgärda det. Då blir frågan vad litteraturen säger om vilka problem som kan finnas? Något som är speciellt viktigt när det gäller MIFID II och som även dyker upp när man tittar i litteraturen är transparens och hur transparensen får återverkningar på marknadens funktionssätt. [Jag kommer därför fokusera på tranparens och effekter av transparens.]¹

Transparens är hur mycket information som meddelas marknaden före och efter en affär. Mer transparens likställer marknadsdetagarna mer och minskar informationsasymmetrierna. **Det gör att man som första ansats på en marknad har inställningen att mer tranparens är bättre.** Mer transparens minskar snedvridet urval (adverse selection), dvs det blir fel affärer **för att** affärsparterna har olika information, underlättar för oinformerade marknadsdeltagare att handla och underlättar riskdelning mellan aktörer.

[Vad blir effekterna på marknadens struktur av marknadsmisslyckandet? Strukturen påverkas!]

Något som särskiljer räntemarknaden från till exempel aktiemarknaden är att det är många stora affärer.

De studier som finns om hur storleken på affärer kopplas till marknadsstruktur visar att större orders hanteras separat. Den segmentering som finns mellan stor- och småordermarknader har studerats av Fong, Madhavan och Swan (2004). Slutsatsen som de kommer till är att stor och småordermarknaderna i huvudsak är särkopplade.

Viswanathan och Wang (2002) studerar varför marknader som huvudsakligen drivs av institutionella aktörer tenderar att vara "grossistmarknader" snarare än orderboksdrivna. De nämner som exempel valuta-, obligations- och blockaffärer på aktiemarknaden. Deras konklusion är att en riskavert kund föredrar att handla i en grossistmarknad när det gäller stora order och det finns många konkurrerande grossister. Enligt dem finns alltså en avvägning mellan kundens riskpreferens och hur man kan förvänta sig att ordern hanteras. Flögel och Kesy (2004) visar empiriskt för den tyska obligationsmarknaden att större affärer görs upp bilateralt och mindre affärer matchas i systemen. Det förefaller som marknadsdeltagarna naturligt själva segmenterar marknaderna beroende på orderstorlek.

¹ Första omgången av studier av marknadens mikrostruktur fokuserade på orderhandling, inventory costs, adverse selection, market power mm.

[Direkt effekt på marknadsdeltagarna]

Pagano och Röell (1996) visar att transparens före affärer minskar den genomsnittliga kostnaderna för den oinformerade handlaren. **Mer transparens skulle alltså försätta primary dealers i en sämre situation och slutkunderna i en bättre situation.** Massa och Simonov (2001) visar att handel ger information om den som handlar, och dessutom etablerar de att den informationen används av andra. **Det är kanske inte svårt att föreställa sig hur det skulle påverka möjligheten att agera grosshandlare på statslånemarknaden om man direkt behövde rapportera sina flöden.** Massa och Simonovs resultat stödjer inte bara att man bör ha pre-trade anonymitet, utan att man även bör ha det post-trade. Om man vill ha kvar grosshandlarna, så måste man ha någon typ av skydd för dem.

Madigan och Stehm (1994) menar att anonymiteten på den amerikanska korta penningmarknaden är nödvändig för att **skydda** spekulanter med lager och egna flöden. Dvs grossisterna behöver skyddas så att de kan hålla lager till detaljisterna. Detta förstås speciellt viktigt när det finns så få primary dealers (grossister) som på den svenska marknaden, fem stycken. Även Biais et al (2005) argumenterar för att mer transparens kommer försvåra genomförandet av större affärer, eftersom grossistens position skulle vara känd. Det kan även finnas motverkande effekter, som Naik, Neuberger och Viswanathan (1999) tar upp. De visar att om man avslöjar stora affärer i efterhand, dvs ökar transparensen, så kommer market-makers riskdelning att förbättras. Modellen som Naik et al (1999) bygger visar dock också att om prissättningen mellan "public investor" i deras modell och grossisten offentliggörs, så kommer "public investor" få bära en större del av den förväntade kostnaden av att priset kan ändras. **Dvs "public investor" får en sämre sitty.**

Det förefaller som mer transparens kommer gynna oinformerade slutkunder på grossisternas bekostnad. Vi ser också att grossisterna behöver visst "skydd" för att kunna hantera större order. Utan grossisterna försvinner troligen **möjligheten** att genomföra större affärer med **regelbundenhet**.

[Slutsatser för den svenska räntemarknaden och MIFID II?]

Från litteraturen kan man dra några slutsatser,

- Konkurrensen måste upprätthållas i grossistledet för att inte skapa onödiga oligopolvinster
- Det finns inget som tyder på att de olika förutsättningar som gäller för stora och små affärer skadar endera typen av investerare
- Större affärer kommer inte handlas på samma vis som mindre

Jag tror dessutom att

- försöka tvinga fram en transparent kommer flytta marknaden, eller förstöra dess nuvarande funktionssätt utan att det finns någon tydlig vinst av det.
- Det kan finnas andra vägar än direkt och perfekt genomlysning där man kan hitta en avvägning mellan genomlysning och informationsgivande som inte skadar marknaden.
- Kommissionens kanske vill använda reglering för att få en marknad istället för många lokala marknader.

Kommissionen beskriver effekterna av implementationen av MIFID och pekar ut vad de anser är problemområden i ett working paper (2011). I pappret säger kommissionen att de vill kombinera strömlinjeformningen som redan finns hos aktiemarknaden med en skraddarsydd transparentregim som anpassas för andra icke-aktie instrument, dvs obligations och derivatmarknader. Jag tolkar detta som att man inte avser att pressa in aktiemarknadens transparentregim på räntemarknaden, utan att man tar hänsyn till de specifika karakteristika som finns.

Om man väljer att införa aktiemarknadens transparent på räntemarknaden, så blir den stora utestående frågan för mig är om MIFID II inte är ett kommande regulativt misslyckande.

Tack för mig!

Referenser

Biais B., Glosten L. och Spatt C. , (2005), *Market microstructure: A survey of microfoundations, empirical results, and policy implications*, Journal of Financial Markets 8, s 217-264.

Brandt, M och Kavajecz K., (2004), *Price Discovery in the U.S. Treasury Market: The Impact of Orderflow and Liquidity on the Yield Curve*, Journal of Finance, Vol. 59, No 6.

Commission Staff Working Paper, (2011), *Proposal for a Directive Of The European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments*, 656 final, 1227 final.

Flögel V. och Keszy C., 2004, *Organization des Sekundärhandels von Bundeswertpapieren: Historisch Gewachsen! Ökonomisch Begründbar?*, Kredit und Kapital, 37, No. 4, s 500-536.

Fong K., Madhavan A. och Swan P.L., 2004, *Upstairs, Downstairs: Does the Upstairs Market Hurt the Downstairs?*, working paper

Madigan, B. F. och Stehm, J., *An Overview of the Secondary Market for U.S. Treasury Securities in London and Tokyo*, 1994, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=5867>.

Massa M. och Simonov A., 2001, *Reputation and Interdealer Trading. A Microstructure Analysis of the Treasury Bond Market*, Journal of Financial Markets, Vol 6, s 99-141.

Naik N.Y., Neuberger A. och Viswanathan S., 1999, *Trade Disclosure Regulation in Markets with Negotiated Trades*, The Review of Financial Studies, Vol. 12, No. 4, s 873-900.

Pagano M och Röell A., (1996), *Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading*, The Journal of Finance, Vol. 51, No. 2, s 579-611.

Viswanathan S. och Wang J.J.D, (2002), *Market architecture: limit-order book versus dealership markets*, Journal of Financial Markets 5, s 127-167