

# Skuggbanker ur ett svenskt perspektiv

DANIEL HANSSON, LOUISE OSCARIUS OCH JONAS SÖDERBERG\*

Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik och på avdelningen för finansiell stabilitet.

*Den globala finanskrisen 2007–2008 visade att problem bland finansiella aktörer utanför banksektorn, så kallade skuggbanker, kan få stora konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Med skuggbanker (på engelska shadow banking) avses institut och aktiviteter som bedriver bankliknande verksamhet, men som inte lyder under samma reglering och tillsyn som de traditionella bankerna. Skuggbanker som penningmarknadsfonder och värdepapperiseringsinstitut spelade en stor roll i den globala finanskrisen 2007–2008. Det finns inget som utesluter att de och andra skuggbanker kan få en liknande roll i eventuella kriser i framtiden. Det är därför viktigt att förstå hur skuggbanker i Sverige och utomlands kan påverka det svenska finansiella systemet. I den här artikeln kartlägger vi den svenska skuggbanksektorn. Dessutom undersöker vi kopplingarna mellan det svenska banksystemet och skuggbanker i Sverige och utomlands och diskuterar vilka konsekvenser dessa kopplingar kan få för den finansiella stabiliteten.*

*Kartläggningen visar att den svenska skuggbanksektorn är förhållandevis liten i jämförelse med den svenska banksektorn och skuggbanksektorn i flera andra länder. Det kan delvis förklaras av att sådant som i andra länder ofta utförs av skuggbanker till stor del utförs av banker i Sverige. Den svenska skuggbanksektorn består främst av fonder, som penningmarknadsfonder, under tillsyn av Finansinspektionen.*

*De tydligaste kopplingarna mellan den svenska skuggbanksektorn och banksystemet är att skuggbanker, som till exempel penningmarknadsfonder, bidrar till bankernas finansiering genom att investera i deras obligationer och certifikat. Utländska skuggbanker spelar en större roll för svenska banker än vad svenska skuggbanker gör. Amerikanska penningmarknadsfonder finansierar de svenska bankerna mer än dubbelt så mycket som de svenska skuggbankerna gör tillsammans.*

*Artikeln visar också att det finns ett stort behov av mer detaljerad statistik för att bättre kunna analysera vilka risker den svenska skuggbanksektorn kan innebära för den finansiella stabiliteten. På grund av de potentiella systemriskerna bör man framöver följa utvecklingen av den här sektorn och kopplingarna mellan det svenska finansiella systemet och utländska skuggbanker.*

\* Vi vill tacka Malin Alpen, Claes Berg, Susanna Engdahl, Maria Eriksson, David Forsman, Magnus Georgsson, Mia Holmfeldt, Kristian Jönsson, Caroline Leung, Ola Melander, Jonas Niemeyer, Marcus Pettersson, Caroline Richards, Anders Rydén, Olof Sandstedt, Per Sonnerby och Anders Vredin för värdefulla synpunkter. Vi bär själva ansvaret för eventuella felaktigheter i artikeln.

## Inledning

Begreppet skuggbanker myntades under den globala finanskrisen 2007–2008 och står för bankliknande verksamheter utanför det reglerade banksystemet. Företeelsen har dock förekommit betydligt längre än så. Till exempel ägnade sig de finansbolag som hade en stor roll i den svenska 90-talskrisen åt bankliknande verksamheter utanför banksektorn och kan därför liknas vid skuggbanker (se ordlistan i appendix för förklaring av finansbolag och andra begrepp som används i artikeln).<sup>1</sup>

Ordet skuggbanker kan vara ett något missvisande begrepp, då det egentligen inte avser en specifik typ av institut. Istället ska begreppet ses som ett samlingsnamn för institut och aktiviteter utanför banksystemet som alla har gemensamt att de är exponerade för liknande typer av risker som bankerna och som under vissa förutsättningar kan påverka den finansiella stabiliteten negativt. Men det kan vara stora skillnader mellan instituten och aktiviteterna, både vad gäller vilka verksamheter de utför och hur de kan påverka den finansiella stabiliteten. Dessutom är inte alla finansiella institut utanför banksektorn skuggbanker.

Begreppet skuggbanker kan också felaktigt leda tankarna till att skuggbanker ägnar sig åt olaglig verksamhet eller alltid verkar i det fördolda. Tvärtom kommer de flesta hushåll i kontakt med någon typ av skuggbanker, exempelvis när de investerar i fonder. Det finns dock vissa skuggbanker som endast andra finansiella institut kommer i kontakt med och som inte är tillgängliga för allmänheten, exempelvis värdepapperiseringsinstitut (kallas även ofta specialföretag).<sup>2</sup>

Ett exempel på skuggbanker som är tillgängliga för allmänheten är räntefonder, det vill säga penningmarknadsfonder och obligationsfonder. Hushållen investerar (sparar) i räntefonder, som i sin tur investerar i räntebärande värdepapper utgivna av stater, banker och andra företag. Genom att investera i dessa värdepapper, lånar fonderna ut likvida medel till stater, banker och andra företag precis som banker. Räntefonderna bidrar alltså till bankernas finansiering, vilket gör att det finns kopplingar mellan bankerna och räntefonderna. De som investerar i räntefonderna kan när som helst ta ut sina pengar ur fonderna på samma sätt som för ett bankkonto. Det innebär att fonderna använder sig av kortfristig finansiering på liknande sätt som bankerna. Alltså ägnar sig räntefonderna åt verksamheter som liknar bankernas och exponerar sig därför mot liknande risker som bankerna. Men fonderna är inte reglerade på samma sätt som banker, vilket gör att de klassificeras som skuggbanker.

1 Nyckeln och andra finansbolag var mindre reglerade än banker innan 90-talskrisen. Dessa finansbolag finansierade riskfyllda projekt på bygg- och fastighetsmarknaden genom att emittera kortfristiga certifikat. Finansbolagen var på olika sätt kopplade till de svenska bankerna, så när de fick problem med sin kortfristiga finansiering under hösten 1990 förlorade bankerna pengar. Dessa förluster var en bidragande faktor till den svenska bankkrisen. Numera lyder många finansbolag i Sverige under bankreglering och omfattas av insättningsgarantin. De anses därmed inte längre vara skuggbanker.

2 Värdepapperiseringsinstitut (eller specialföretag) kallas ibland också för financial vehicle corporations, conduits, special purpose vehicles (SPV) eller structured investment vehicles (SIV). Det kan dock finnas vissa skillnader mellan dessa och ibland åsyftas även bolag som inte ägnar sig åt värdepapperisering. Se ordlistan för en mer utförlig beskrivning av värdepapperiseringsinstitut och specialföretag.

Andra institut som brukar klassificeras som skuggbanker är till exempel värdepapperiseringsinstitut, finansbolag och hedgefonder. Det är bland annat dessa institut som utgör den så kallade skuggbanksektorn. I USA är skuggbanksektorn större än banksektorn. Även utanför USA har skuggbankerna blivit alltmer betydelsefulla för det finansiella systemet (Claessens m.fl., 2012).

Det finns flera förklaringar till varför skuggbanker finns och varför denna sektor har blivit så stor i vissa länder (Adrian, 2014). En anledning är att de inte regleras som banker, vilket kan utnyttjas i vinstsyfte (så kallat regelarbitrage). Det har också gjort att vissa typer av skuggbanker, främst fonder, i många fall har kunnat erbjuda sina kunder högre avkastning än vid insättningar på bankkonto. Det har lett till hög efterfrågan bland hushåll att investera i dessa fonder. Framväxten av penningmarknadsfonder i USA beror till exempel på att det under 1970-talet infördes förbud för banker i USA att betala räntor på inlåningskonton (Olsson, 2012).<sup>3</sup> Även i Sverige investerar hushållen i skuggbanker, eftersom en del av det kollektiva pensionssparandet till exempel sker i fonder som kan anses vara skuggbanker.<sup>4</sup>

Den globala finanskrisen gav exempel på hur problem bland skuggbanker kan ge upphov till systemrisk i det finansiella systemet, vilket i förlängningen även kan få konsekvenser för realekonomin. En starkt bidragande faktor till den globala finanskrisen 2007–2008 var nämligen att penningmarknadsfonder och värdepapperiseringsinstitut fick problem som sedan spred sig till det övriga finansiella systemet (se fördjupningsrutan "Skuggbankernas roll under finanskrisen 2007–2008"). Det beror på att det finansiella systemet är så nära sammankopplat och komplext, vilket gör att problem för ett finansiellt institut kan sprida sig till andra institut, främst banker.

Långt ifrån alla skuggbanker påverkar den finansiella stabiliteten negativt och skuggbanker bidrar även till nytta för det finansiella systemet och för samhället i stort. Som nämns ovan så investerar till exempel räntefonder bland annat i räntebärande värdepapper utgivna av icke-finansiella företag och erbjuder på så sätt en alternativ finansieringskälla för dessa företag vid sidan om bankerna. Skuggbankerna är dessutom i många fall stora och aktiva investerare som bidrar till att de finansiella marknaderna får en bättre likviditet och blir mer effektiva (IMF, 2014).

Internationella studier visar att det finns stora skillnader mellan storleken på olika länders skuggbanksektorer och vilka kopplingar det finns mellan skuggbanker och banksektorn i landet.<sup>5</sup> I den här artikeln kartlägger vi den svenska skuggbanksektorn och analyserar hur den finansiella stabiliteten i Sverige kan påverkas av svenska och utländska skuggbanker.<sup>6</sup> I första avsnittet redogör vi för vad en skuggbank är och eventuella systemrisk som kan

3 Förbudet mot att betala ränta på bankkonton i USA, den så kallade Regulation Q, avskaffades 2011.

4 Se Nilsson, Söderberg och Vredin (2014) för mer diskussion om hur det kollektiva pensionssparandet påverkar det svenska finansiella systemet.

5 Se exempelvis Broos m.fl. (2012) för Holland, Deutsche Bundesbank (2012) för Tyskland, Gravelle m.fl. (2013) för Kanada, Bakk-Simon m.fl. (2012) och ECB (2014) för Euroområdet och exempelvis Pozsar m.fl. (2013) för USA. FSB (2014) undersöker skuggbanksektorn globalt, dock ingår inte Sverige.

6 I Sveriges riksbank (2014) gavs en kortfattad beskrivning av skuggbanker med fokus på en typ av skuggbanker, nämligen penningmarknadsfonder. I den här artikeln ger vi en djupare beskrivning av skuggbanker och diskuterar fler typer av skuggbanker.

vara förenade med dessa. Därefter undersöker vi den svenska skuggbanksektorn. Avslutningsvis studerar vi kopplingarna mellan svenska och utländska skuggbanker och det svenska finansiella systemet, främst bankerna.

## Vad är skuggbanker?

Det finns flera olika definitioner på vad som är en skuggbank.<sup>7</sup> Det beror bland annat på att länders finansiella system ser olika ut, och därmed ser också skuggbanker olika ut i olika länder. Financial Stability Boards (FSB:s) definition av skuggbanker är den mest vedertagna och den säger att skuggbanker är *kreditintermediering som involverar institut och aktörer utanför det traditionella banksystemet* (FSB, 2011).<sup>8</sup>

En bank definieras i Sverige som ett finansiellt institut som förmedlar betalningar via generella betalsystem, till exempel bankgirot och RIX, och som får ta emot insättningar från allmänheten.<sup>9</sup> Hur banker definieras kan skilja sig mellan länder, vilket också kan få konsekvenser för vad som avses med "utanför det traditionella banksystemet".

Utöver förmedling av betalningar så utför bankerna flera andra verksamheter, till exempel riskhantering. Bankerna lånar också ut likvida medel till bland annat hushåll och företag, vilket brukar kallas kreditintermediering (alternativt kapitalförsörjning). Av de verksamheter som bankerna ägnar sig åt är det alltså endast kreditintermedieringen som avses i FSB:s definition av skuggbanker.

Kreditintermediering är inget som endast bankerna får utföra. Det har dock diskuterats i Sverige om endast banker ska få bedriva kreditintermediering (se till exempel Banklagskommittén, 1998). Slutsatsen blev dock att det endast var bankernas betalningsförmedling som var skyddsvärd och därför får endast banker ägna sig åt denna verksamhet via generella betalningssystem. Däremot får fler institut än bankerna i Sverige bedriva kreditintermediering.

Kreditintermedieringen gör bankerna något förenklat genom att omvandla kortfristig finansiering, till exempel insättningar från allmänheten, till långfristiga investeringar, främst i form av utlåning. Denna omvandling skapar en obalans mellan kortfristiga skulder och långsiktiga illikvida tillgångar i bankerna, vilket gör att bankerna blir sårbara för störningar. Bankerna får till exempel problem om den kortfristiga finansieringen snabbt försvinner, som vid en uttagsanstormning. Skuggbankerna gör kreditintermedieringen på liknande sätt som bankerna. Därför är skuggbankerna ofta sårbara för i stort sett samma störningar som bankerna.

7 Andra definitioner av skuggbanker förekommer exempelvis i Pozsar m.fl. (2013) och Claessens och Ratnowski (2014), IMF (2014) och Mehrling m.fl. (2013). Pozsar m.fl. (2013) och Claessens och Ratnowski (2014) utgår från avsaknaden av centralbanksfaciliteter eller annat offentligt krisstöd för dessa finansiella institut och aktiviteter. I IMF (2014) och Mehrling m.fl. (2013) definieras skuggbanker som finansiella instituts, inklusive bankers, marknadsfinansiering.

8 FSB råder under G20 och leder det internationella reformarbetet av skuggbanksektorn, se fördjupningsrutan "Pågående reformarbete för att minska systemriskerna från skuggbanksektorn".

9 Inlåningsföretag får också ta emot insättningar från allmänheten, men då bara upp till 50 000 kronor per konsument. Insättningar som görs i inlåningsföretag omfattas inte av insättningsgarantin. I Sverige måste institut ha tillstånd från Finansinspektionen för att få bedriva bankrörelse.

Eftersom kreditintermedieringen gör bankerna sårbara för störningar så omfattas de av ett strikt regelverk, med krav på bland annat minimivåer vad gäller kapital och likviditet (för en beskrivning av detta regelverk se exempelvis Sveriges riksbank, 2014a). Regelverken är till för att öka bankernas motståndskraft mot störningar i det finansiella systemet. Skuggbanker omfattas inte av samma regler som banker, men är vanligtvis reglerade och under tillsyn. Regelverken för skuggbanker skiljer sig dock från de som gäller för banker, och syftar oftast till konsumentskydd snarare än finansiell stabilitet.

En annan skillnad mellan skuggbanker och banker är att banker har tillgång till vissa skyddsmekanismer om de skulle få problem. Dessa skyddsmekanismer finns för att förhindra att en banks problem ska sprida sig till andra banker, eftersom de är sammankopplade (Sveriges riksbank, 2013). Till exempel omfattas allmänhetens sparande i bankerna av en insättningsgaranti. Det innebär att staten ersätter insättningar på konton (upp till ett visst belopp) om banken går i konkurs. Insättningsgarantin är till för att minska risken för en uttagsanstormning. Dessutom har bankerna tillgång till centralbanksfaciliteter i form av till exempel nödkrediter, vilket skuggbankerna vanligtvis inte har.<sup>10</sup> Nödkrediterna innebär att banker som har problem med sin likviditet har möjlighet att låna av centralbankerna i utbyte mot att de pantsätter vissa tillgångar hos centralbanken. Ett krav för att utnyttja dessa faciliteter är att bankerna är solventa och att de är systemviktiga.

Den här artikeln utgår från FSB:s definition av skuggbanker, vilket är den mest använda definitionen i internationella studier av skuggbanksektorn. Med FSB:s definition kan man göra internationella jämförelser till skillnad om annan definition hade valts. De institut och aktiviteter som ingår i FSB:s definition av skuggbanker är nämligen inte alltid samma i andra skuggbanksdefinitioner och vice versa. Dessutom är flera av de andra definitionerna utformade utifrån det amerikanska finansiella systemet som skiljer sig mot det svenska i flera avseenden. Sammantaget gör det att vi bedömer att FSB:s definition är den lämpligaste för denna studie.

#### VILKA INSTITUT OCH AKTIVITER ÄR SKUGGBANKER?

Det är inte alla finansiella institut och aktiviteter utanför banksektorn som är skuggbanker. Som nämnt ovan avser FSB:s definition de bankliknande verksamheter som ingår i kreditintermedieringsprocessen, det vill säga olika former av utlåning. Kreditintermediering består av många olika verksamheter och skuggbanker kan vara involverade i en eller flera av dessa. De verksamheter som ingår i kreditintermedieringsprocessen är:

- **Löptidsomvandling**

Löptidsomvandling uppstår genom att ett institut finansierar långfristig utlåning med kortfristig finansiering. Om den kortfristiga finansieringen inte kan förnyas så måste institutet sälja sina tillgångar. Alla institut som bedriver löptidsomvandling är därför beroende av att den kortfristiga finansieringen finns att tillgå. Många

<sup>10</sup> Enligt Riksbankslagen (6 kap 8 §) kan dock Riksbanken ge likviditetsstöd inte bara till bankinstitut utan alla svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen, under förutsättning att de är solventa och systemviktiga.

värdepapperiseringsinstitut och finansbolag finansierar sina långfristiga tillgångar och sin utlåning med kortfristig finansiering. Om dessa institut inte är reglerade som banker så klassas de därför som skuggbanker.

- **Likviditetsomvandling**

Likviditetsomvandling uppstår genom att illikvida tillgångar finansieras med likvida skulder. Denna omvandling medför en risk för institutet, nämligen att den illikvida tillgången som institutet investerat i inte kan säljas om institutets finansiering upphör. En del räntefonder placerar i mindre likvida räntebärande tillgångar. Samtidigt är fondernas finansiering mycket likvid eftersom fondspararna när som helst kan ta ut sina insättningar. Räntefonder som ägnar sig åt likviditetsomvandling utan att vara reglerade som banker klassificeras därför som skuggbanker.

- **Kreditomvandling<sup>11</sup>**

Kreditomvandling uppstår när en aktör utfärdar värdepapper med högre kreditkvalitet än de värdepapper denna har investerat i. Bankerna kan göra det då de har sitt egna kapital för att täcka eventuella förluster på de värdepapper de har investerat i. Men även vissa värdepapperiseringsinstitut utfärdar värdepapper med högre kreditkvalitet än de värdepapper de investerat i trots att de har begränsat eller inget kapital. Dessa värdepapperiseringsinstitut klassificeras också som skuggbanker. Risken med kreditomvandling är att det uppkommer förluster på de tillgångar som institutet har investerat i.

Sammanfattningsvis klassas finansiella institut och aktiviteter utanför banksystemet som utför antingen löptids-, likviditets- eller kreditomvandling som skuggbanker. Penningmarknadsfonder och många värdepapperiseringsinstitut gör just det och klassificeras därmed som skuggbanker. Andra institut som ofta klassificeras som skuggbanker är till exempel de finansbolag, hedgefonder och börshandlade fonder som utför löptids- eller likviditetsomvandling och inte lyder under bankreglering. Vissa aktiviteter klassificeras också som skuggbanker, främst repotransaktioner och värdepapperslån (se fördjupningsrutan "Repo-transaktioner och värdepapperslån" för en diskussion). Vilka institut och aktiviteter som klassificeras som skuggbanker skiljer sig dock åt mellan olika länder, bland annat beroende på olika regleringar. Det förändras också över tiden eftersom de finansiella systemen utvecklas.

#### HUR SKUGGBANKER KAN PÅVERKA DEN FINANSIELLA STABILITETEN

På grund av att skuggbankerna bedriver antingen löptids-, likviditets- eller kreditomvandling så är de sårbara för störningar, till exempel om deras kortfristiga finansiering upphör. En sådan störning kan uppkomma till exempel om fondspararna förlorar förtroendet för en enskild fond eller grupp av fonder. Fondspararna kan förlora förtroendet bland annat om de tillgångar fonden investerar i sjunker kraftigt i värde. Det kan också ske om fonden inte kan

<sup>11</sup> Detta brukar också benämnas som *brist på kreditöverföring* (på engelska *lack of credit transfer*).

uppfylla sina "löften" till fondspararna. Detta skedde under krisen för penningmarknadsfonder med så kallat konstant fondandelsvärde, framför allt i USA. Några av dessa fonder kunde inte upprätthålla löftet om konstant fondandelsvärde, det vill säga att fondspararna inte kunde förlora pengar. Detta ledde till stora utflöden ur fonderna (se fördjupningsrutan "Skuggbankernas roll under finanskrisen 2007–2008" för en mer utförlig diskussion om penningmarknadsfonder med konstant fondandelsvärde).

Störningar, i form av till exempel utflöden eller att skuggbankerna gör förluster på sina investeringar, kan skapa olika problem för skuggbankerna. Problemen kan bli så stora så att skuggbankerna i praktiken går i konkurs. Bland annat gjorde en del värdepapperiseringsinstitut under den globala finanskrisen 2007–2008 så stora kreditförluster och fick så stora svårigheter att förnya sin finansiering att de fick läggas ned eller utnyttja likviditetslinor utställda av banker (Claessens m.fl., 2012). Dessa problem kan uppstå mycket snabbt. Om det till exempel finns en fördel att lämna en fond snabbt, så kan det uppstå ett utflöde ur fonden liknande en uttagsanstormning för en bank. Eftersom det är stora skillnader mellan skuggbankerna så är det också skillnader mellan hur störningarna uppkommer och vilka problemen blir för skuggbankerna.

Det finns stora skillnader mellan skuggbankers motståndskraft vid störningar. Deras motståndskraft beror bland annat på hur beroende de är av kortfristig finansiering, hur mycket de investerar i illikvida tillgångar och om de använder sig av en finansiell hävstång (på engelska *leverage*). Att använda en hävstång betyder att institutet belånar sina tillgångar för att kunna göra större investeringar. De större investeringarna ger möjligheten till att öka avkastningen vid en gynnsam marknadsutveckling. Bland annat lånar vissa hedgefonder upp likvida medel, till exempel genom repotransaktioner, där fondens tillgångar används som säkerheter. De lånade medlen används till att köpa nya tillgångar, som i sin tur kan användas för att låna ännu mer likvida medel. Ju högre hävstången är desto mer påverkas institutet av vad som händer på de finansiella marknaderna. När hävstången är hög blir förlusten större vid en ogynnsam marknadsutveckling. Alltså är institut som använder hävstång känsligare för störningar.

Som nämnts ovan har skuggbanker, till skillnad från banker, typiskt sett inte tillgång till centralbanksfaciliteter vid eventuella störningar, och de omfattas inte heller av någon insättningsgaranti. Därmed kan skuggbanker vara mer sårbara än banker för störningar på de finansiella marknaderna, trots att skuggbankerna oftast investerar i mer likvida tillgångar och är mindre belånade än bankerna. Skillnader i sårbarheter kan även förklara varför det var långt ifrån alla skuggbanker som fick problem under finanskrisen 2007–2008. Det var till exempel framför allt penningmarknadsfonder med konstant fondandelsvärde som fick problem med stora utflöden under finanskrisen. De fonderna som hade så kallat rörligt fondandelsvärde fick mindre problem med utflöden (Witmer, 2012).

Skuggbanker kan ge upphov till systemrisk om de är stora och sammanlänkade med det övriga finansiella systemet. Kopplingarna mellan banker och skuggbanker var det som gjorde att en del skuggbankers problem spred sig till banksystemet under finanskrisen. De



kopplingar som finns mellan banker och skuggbanker och som kan skapa problem i bank-systemet kan vara en eller flera av följande:

- **Banker investerar i skuggbanker**

Om skuggbankerna får problem, till exempel på grund av kreditförluster, så sjunker värdet på de tillgångar som de ger ut. Därmed gör bankerna förluster om de har investerat i dessa tillgångar. Bankerna kan också drabbas av kreditförluster på utlåning till skuggbankerna. Vissa banker gjorde till exempel mycket stora förluster på tillgångar utgivna av värdepapperiseringsinstitut som fick problem under finanskrisen 2007–2008. Sedan finanskrisen har reglerna för bankernas investeringar i skuggbanker skärpts (se fördjupningsrutan "Pågående reformarbete för att minska systemriskerna från skuggbankssektorn").

- **Skuggbanker står för delar av bankernas finansiering**

Om skuggbankerna får problem med sin finansiering så måste de minska sina investeringar i bankernas räntebärande värdepapper. Bankerna kan då få problem med sin finansiering, eftersom en stor del av bankernas finansiering kommer från dessa värdepapper. När amerikanska penningmarknadsfonder drabbades av stora utflöden hösten 2008, så blev de till exempel tvungna att snabbt minska sina investeringar på den amerikanska penningmarknaden (den kortfristiga räntemarknaden). Det skapade problem för de banker som var beroende av finansiering från den marknaden, inte bara i USA utan även för europeiska banker. På så sätt spred sig problemen bland de amerikanska penningmarknadsfonderna till det europeiska finansiella systemet (se "Skuggbankernas roll under finanskrisen").

- **Skuggbanker och banker investerar i samma tillgångar**

Om skuggbankerna får problem med sin kortfristiga finansiering så kan de bli tvungna att snabbt sälja sina tillgångar, så kallade *fire sales*.<sup>12</sup> Fire sales kan leda till att priset på de här tillgångarna faller mycket och då minskar även värdet på bankernas tillgångar. Under finanskrisen drabbades flera skuggbanker av problem med finansieringen, bland annat den finansiering som kom via repor, vilket medförde att de tvingades sälja vissa tillgångar snabbt (se fördjupningsrutan om repotransaktioner och värdepapperslån). Följden blev att priserna föll kraftigt på sådana tillgångar.

- **Bankerna har åtaganden gentemot skuggbanker**

Bankerna har både formella och informella åtaganden gentemot skuggbankerna. De formella kan till exempel vara likviditetslinor till värdepapperiseringsinstitut. När skuggbankerna får problem kan de här åtagandena göra att bankerna skjuter till pengar till skuggbankerna. De kan också välja att skjuta till pengar för att förhindra dåligt rykte, vilket en del banker gjorde när penningmarknadsfonder som var sammanlänkade med dem fick problem under finanskrisen.<sup>13</sup>

12 För mer utförlig beskrivning av fire sales, se exempelvis Shleifer och Vishny (2011).

13 Uppskattningsvis tjugo penningmarknadsfonder i USA och EU fick runt 12 miljarder dollar av de finansiella institut, främst banker, som stod bakom dessa (Ansidei m.fl., 2012).



Om skuggbankerna innebär en systemrisk eller inte beror alltså dels på hur sårbara skuggbankerna är för olika typer av störningar och dels på vilka kopplingar det finns mellan skuggbankerna och det övriga finansiella systemet, främst bankerna. Skuggbanksektorns storlek, mätt i termer av tillgångar, är också avgörande för hur stor påverkan den kan ha för den finansiella stabiliteten. Om ett land har en stor banksektor i förhållande till BNP så indikerar det att landet kan få svårt att hantera problem inom den sektorn. Det gäller också för skuggbanksektorn i förhållande till BNP. Skuggbanksektorns storlek i förhållande till landets banksystem är också avgörande för den finansiella stabiliteten (Luck och Schempp, 2014). Om skuggbankerna är stora i förhållande till bankerna är risken stor att problem bland skuggbankerna sprider sig till banksystemet, till exempel genom fire sales. Därför bör man titta på förhållandet till både BNP och banksystemet när man bedömer om skuggbanksektorn kan ge upphov till systemrisk.

#### FÖRDJUPNINGSRUTA:

### Skuggbankernas roll under finanskrisen 2007–2008

Under 2007–2008 fördjupades den finansiella krisen på bostadsmarknaden i USA och började spridas till fler länder. Den utvecklades sedan till den djupaste internationella recessionen sedan den stora depressionen på 1930-talet.<sup>14</sup> Innan finanskrisen skedde en kraftig kreditexpansion i USA. Bland annat ökade bostadslånen stort, däribland så kallade subprime-lån. Kreditexpansionen skedde till stor del i USA:s skuggbanksektor. I mitten av 90-talet var den lika stor som banksektorn, och i början av 2008 var den nästan dubbelt så stor (Luttrell m.fl., 2012). En bidragande faktor till den här utvecklingen var bankernas värdepapperisering av bland annat bostadslån. Bankerna sålde bostadslånen till ett fristående institut (värdepapperiseringsinstitut) och bostadslånen flyttade därmed från bankens balansräkning till värdepapperiseringsinstitutets, det vill säga en skuggbanks. Genom att överföra bostadslånen till värdepapperiseringsinstitut så kunde bankerna låna ut mer och därmed bidrog skuggbanker till den höga kreditexpansionen innan krisen. Att flytta bolånen till ett värdepapperiseringsinstitut möjliggjorde också regularbitrage (Acharya m.fl., 2011).

Värdepapperiseringsinstituten finansierade köpet av bostadslånen genom att ge ut räntebärande värdepapper, som obligationer och certifikat. De värdepapperen köptes i sin tur av andra banker, men också av bland annat hedgefonder och andra värdepapperiseringsinstitut. De som investerade i dessa värdepapper finansierade dem till viss del genom att använda papperna som säkerheter i repotransaktioner (se fördjupningsrutan "Repotransaktioner och värdepapperslån"). Redan 2006 började en del amerikanska husägare få problem med sina bostadslån och det eskalerade under 2007 när huspriserna började falla och husägare med låg kreditvärdighet fick problem med sina lån. I augusti 2007 fick några fonder som investerat i värdepapper utgivna av värdepapperiseringsinstitut problem och stängde för uttag. Det fick till följd att förtroendet för den typen av värdepapper sjönk drastiskt, vilket i sin tur

<sup>14</sup> För mer utfömlande redogörelser av den globala finanskrisen, se exempelvis Brunnermeier (2009) och Krishnamurthy (2010).

ledde till att värdepapperiseringsinstituten fick svårt att förnya sin kortfristiga finansiering. Dessutom kunde värdepapperna utgivna av värdepapperiseringsinstituten inte längre användas som säkerheter i repotransaktioner, vilket ledde till att priserna på värdepapperen föll ännu mer. De banker som investerat i dessa papper förlorade då pengar.

Den turbulens som uppstod på de finansiella marknaderna, bland annat på grund av att vissa värdepapperiseringsinstitut fick problem, ledde till att investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs den 15 september 2008. Lehman Brothers finansiering bestod bland annat av certifikat och de certifikaten hade i sin tur köpts av bland annat amerikanska penningmarknadsfonder. De penningmarknadsfonderna hade så kallat konstant fondandelsvärde. Det innebär att de utlovar i princip samma sak som ett bankkonto, det vill säga att investeraren ska få tillbaka sitt inestående belopp. Men dessa fonder har inte kapital att tillgå på samma sätt som banker har för att täcka eventuella förluster och de omfattas heller inte av insättningsgarantin. När tillgångarna som en sådan fond investerat i sjunker i värde tvingas fonden trots allt skriva ner värdet på fondandelarna. Om investerarna inte är medvetna om att det finns en sådan risk kan en nedskrivning eller ryktet om att värdet ska skrivas ner leda till stora utflöden.

När en amerikansk penningmarknadsfond med konstant fondandelsvärde blev tvungen att skriva ner fondandelsvärdet under finanskrisen så utsattes flera fonder för stora utflöden på grund av förlorat förtroende.<sup>15</sup> De fonderna blev då tvungna att snabbt minska sina investeringar på den amerikanska penningmarknaden. Det ledde till problem för företag och banker som var beroende av finansiering från den marknaden, även europeiska banker. På så sätt spred sig problemen bland de amerikanska penningmarknadsfonderna till det europeiska finansiella systemet (Baba m.fl., 2009). Svårigheten för europeiska banker att finansiera sig i dollar var orsaken till att europeiska centralbanker började låna ut dollar till sina länders banker under hösten 2008, däribland Riksbanken med hjälp av lån från Federal Reserve.

Några banker valde också att skjuta till pengar till de penningmarknadsfonder som var sammanlänkade med dem för att undvika dåligt rykte. Det fanns därmed informella åtaganden mellan bankerna och fonderna. För att förhindra att problemen för penningmarknadsfonderna skulle fortsätta vidtogs temporära åtgärder i USA som innebar att fonderna till viss del omfattades av insättningsgarantin och att de fick tillgång till centralbanksfaciliteter.

15 När Lehman Brothers gick i konkurs den 15 september 2008 blev den amerikanska penningmarknadsfonden Reserve Primary Fund, som ägde räntebärande instrument utgivna av Lehman Brothers, tvungen att minska fondandelsvärdet till under 1 dollar. Detta kallas för "break the buck" och utlöste utflöden hos många andra penningmarknadsfonder. På bara några dagar togs drygt 300 miljarder dollar ut från dessa fonder, motsvarande cirka 10 procent av den totala fondförmögenheten. I Sverige var det inga stora utflöden ur penningmarknadsfonderna under finanskrisen, se Gunnarsdottir och Strömquist (2010).

## Hur stor är skuggbanksektorn i Sverige?

Nedan uppskattar vi storleken på den svenska skuggbanksektorn utifrån FSB:s definition av skuggbanker. Uppskattningen baseras på tillgänglig statistik och gäller både institut och aktiviteter.

### INSTITUTEN SOM UTGÖR DEN SVENSKA SKUGGBANKSEKTORN

Financial Stability Board (FSB) använder sektorn som kallas *Andra finansinstitut* (AF) i national- och finansräkenskaperna för att uppskatta storleken på skuggbanksektorn globalt.<sup>16</sup> AF utgörs av alla de finansiella institut i ett land som inte räknas till monetära finansinstitut (MFI) eller försäkrings- och pensionsbolag. I Sverige utgörs monetära finansinstitut (MFI), förutom av bankerna, framför allt av bostadsinstitut och en del finansbolag.<sup>17</sup> I den fortsatta texten används begreppet *bank* för alla MFI.<sup>18</sup>

Att pensions- och försäkringsbolag inte räknas som skuggbanker, varken globalt i FSB (2014) eller i Sverige, beror på att de tillgångar dessa bolag placerar i har oftast kortare löptid än deras finansiering, det vill säga åtagandena till försäkringstagarna. Dessutom har en försäkringstagare vanligtvis begränsad möjlighet att ta ut sina pengar, vilket innebär att risken för uttagsanstormning är lägre än för banker. Därmed bedriver de i mindre omfattning löptids- och likviditetsomvandling och anses därför inte vara skuggbanker i dagsläget. Om verksamheten i pensions- eller försäkringsbolag förändras så att den i större utsträckning involverar löptids-, likviditets- eller kreditomvandling skulle bolagen däremot klassificeras som skuggbanker (FSB, 2014). Det finns dessutom pensions- och försäkringsbolag som redan nu bör beaktas som skuggbanker, till exempel det amerikanska försäkringsbolaget AIG.<sup>19</sup> Trots att pensions- och försäkringsbolagen inte är skuggbanker så är de betydelsefulla för den finansiella stabiliteten, till exempel som mycket stora investerare på de finansiella marknaderna (se Sveriges riksbank (2010) för vidare diskussion).

Det finns brister med att använda AF som uppskattning på skuggbanksektorn, vilket till viss del beror på att AF innefattar alla finansiella institut som inte är banker, pensions- och

16 Andra finansinstitut (på engelska *Other financial intermediaries*) är en klassificering som används i Finansräkenskaperna, som sammanställs av SCB. Till följd av nytt statistikregelverk ändrades uppställningen i Finansräkenskaperna i september 2014. Andra finansinstitut motsvaras med den nya uppställningen närmst av monetära värdepappersbolag, penningmarknadsfonder, investeringsfonder och övriga finansförmedlare. I övriga finansförmedlare har koncerninterna finansinstitut (bland annat holdingbolag) tillkommit, även om fullständig täckning i nuläget saknas.

17 De finansbolag som ingår i MFI är de som lyder under bankreglering (*Lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse*). Det finns också finansbolag i Sverige som inte ingår i MFI. Vilka institut som räknas som MFI i Sverige beskrivs här: <http://www.riksbank.se/sv/Statistik/Finansmarknad/Svenska-monetara-finansinstitut/>

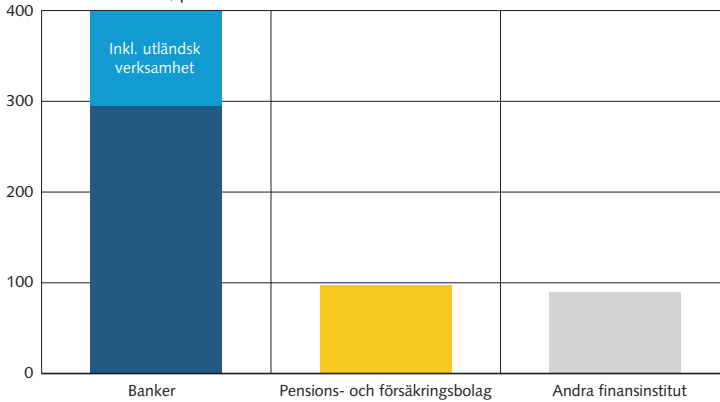
18 Även Riksbanken räknas till MFI men redovisas separat i statistiken. I den fortsatta genomgången kommer Riksbanken inte att ingå i benämningen bank. De penningmarknadsfonder och värdepappersbolag som räknas till MFI ingår heller inte här i benämningen bank utan i AF.

19 Det amerikanska försäkringsbolaget AIG sålde före krisen stora volymer kreditförsäkringar, så kallade CDS-kontrakt. Utfärdandet av kreditförsäkring är en form av kreditomvandling och är därmed en skuggbanksaktivitet. Dagarna efter Lehman Brothers konkurs fick amerikanska myndigheter skjuta till drygt 150 miljarder dollar för att rädda AIG från att gå i konkurs, bland annat till följd av att AIG sålt kreditförsäkringar på värdepapper som olika värdepapperiseringsinstitut ställt ut.

försäkringsbolag.<sup>20</sup> Det innebär att det kan ingå institut i AF som inte är skuggbanker, men det kan också saknas en del institut som räknas som skuggbanker.<sup>21</sup> Att AF ändå används som uppskattning beror på att statistik över AF finns tillgänglig för många länder och över tid.

Storleken på AF, mätt i termer av värdet på institutetens tillgångar, motsvarar cirka 90 procent av Sveriges BNP (se diagram 1). I jämförelse motsvarar de svenska finansiella instituten, det vill säga bankerna, pensions- och försäkringsbolagen och AF, tillsammans omkring 500–600 procent av BNP beroende på om bankernas utländska verksamheter inkluderas eller inte. AF uppgår till nästan 30 procent av banksektorn om man inte räknar med de svenska bankernas utländska verksamheter. Även pensions- och försäkringsbolagen är större än AF i Sverige.

**Diagram 1. Storleken på svenska banker, pensions- och försäkringsbolag och andra finansinstitut (AF) i förhållande till BNP**  
December 2013, procent



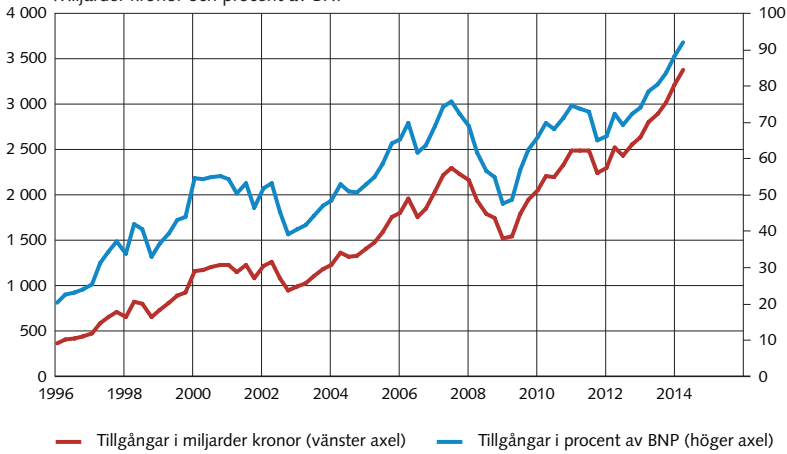
Anm. Banker avser alla svenska MFI, exklusive Riksbanken. Storleken är det totala värdet på tillgångarna för respektive kategori. Bankernas utländska verksamhet avser de fyra storbankernas (Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank) totala tillgångar utomlands.  
Källor: SCB och Sveriges riksbank

Storleken på AF i Sverige var i december 2013 runt 3 200 miljarder kronor (se diagram 2). AF sjönk storleksmässigt under finanskrisen, främst för att värdet på de tillgångar de hade investerat i föll. Nu är AF större än före finanskrisen, både i absoluta termer och i förhållande till BNP. Det beror främst på att värdet på deras tillgångar har stigit, men också på att det har varit ett inflöde av investeringar till dessa institut, exempelvis genom fondsparande. Även om AF har vuxit i Sverige under det senaste decenniet, har AF varit i stort sett oförändrat i förhållande till banksystemet (se diagram 3). Alltså har AF i stort sett vuxit i samma takt som banksystemet under den här perioden.

20 Då alla ingående institut i AF inte kan mätas direkt används även kompletterande uppgifter från exempelvis banker för att mäta storleken på sektorn. Svårigheter med att fördela vissa tillgångar och skulder kan därför påverka sektorns storlek.

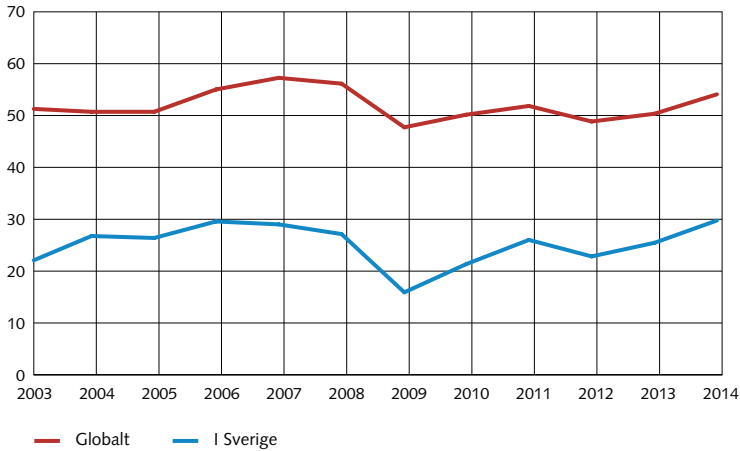
21 För de institut som klassificeras som AF men som inte står under tillsyn av Finansinspektionen saknas i vissa fall fullständigt statistikunderlag. Det medför en viss undertäckning av institut som kan anses vara skuggbanker, som vissa typer av ut- och inlåningsföretag.

**Diagram 2. Storleken på andra finansinstitut (AF) i Sverige**  
Miljarder kronor och procent av BNP



Anm. Storleken avser det totala värdet på tillgångarna för de institut som ingår i AF.  
Källa: SCB

**Diagram 3. Andra finansinstitut i förhållande till banksektorn i Sverige och globalt**  
Procent



Anm. I globalt ingår Argentina, Australien, Brasilien, Kanada, Schweiz, Kina, Chile, Hong Kong, Indonesien, Indien, Japan, Sydkorea, Mexico, Ryssland, Saudiarabien, Singapore, Turkiet, Storbritannien, USA, Sydafrika samt euroområdet. I den svenska banksektorn ingår inte dotterbolag eller filialer utomlands.  
Källor: FSB och SCB

*Andra finansinstitut är mindre i Sverige än globalt i förhållande till BNP och banksystem*

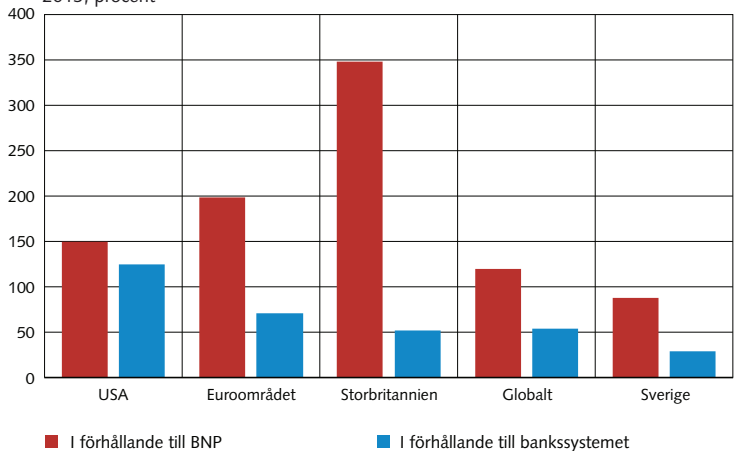
Enligt FSB (2014) så uppgick AF globalt tillsammans till drygt 75 000 miljarder U.S. dollar år 2013, vilket motsvarar 120 procent av den sammanlagda BNP:n för de 20 länderna som

omfattades av studien samt euroområdet.<sup>22</sup> I Sverige motsvarar AF mindre än 90 procent av BNP. AF har nästan tredubblats globalt de senaste tio åren och motsvarar drygt 50 procent av banksektorn i dessa länder (FSB, 2014). Det är nästan dubbelt så mycket som i Sverige, där AF tillsammans motsvarar mindre än 30 procent av banksektorn (se diagram 3).

Storleken på AF skiljer sig dock mycket mellan länder i FSB (2014). En tredjedel av AF globalt finns i USA, drygt en tredjedel finns i euroområdet och drygt 10 procent finns i Storbritannien (FSB, 2014). I USA är AF tillsammans betydligt större än banksektorn (se diagram 4). I fördjupningsrutan "Skuggbankernas roll under finanskrisen 2007–2008" diskuterar vi varför USA har en stor skuggbanksektor.

I Tyskland och Frankrike är AF i förhållande till BNP och banksystem ungefär lika stort som i Sverige (FSB, 2014). De länder i euroområdet där AF är stort i förhållande till BNP är framför allt i Nederländerna, Luxemburg och på Irland (Bakk-Simon m.fl., 2012). I Nederländerna kan det delvis förklaras av att AF till stor del utgörs av en viss typ av institut som inte är skuggbanker (Broos m.fl., 2012).<sup>23</sup> I Luxemburg och på Irland är AF stort bland annat då många fonder är registrerade i dessa länder av skatteskäl. Efterfrågan på dessa fonder kommer i huvudsak från andra länder, där fonderna också oftast är verksamma (ECB, 2013). Att AF i förhållande till BNP är stora i Storbritannien beror huvudsakligen på att landet har ett stort finansiellt system. När AF i Storbritannien istället jämförs med storleken på banksektorn är de dock mindre än genomsnittet globalt (se diagram 4). AF i förhållande till banksektorn är emellertid högre i Storbritannien än i Sverige.

**Diagram 4. Andra finansinstitut i förhållande till BNP och banksektorn**  
2013, procent



Anm. I globalt ingår de 20 länder och euroområdet som ingår i FSB (2014) (se anmärkning till diagram 3). Inkluderar inte bankernas filialer eller dotterbolag utomlands.  
Källor: FSB och SCB

22 De länder som ingår i FSB (2014) är Argentina, Australien, Brasilien, Kanada, Schweiz, Kina, Chile, Hong Kong, Indonesien, Indien, Japan, Sydkorea, México, Ryssland, Saudiarabien, Singapore, Turkiet, Storbritannien, USA, Sydafrika samt euroområdet.

23 Dessa institut registrerar sig i Nederländerna på grund av skatteskäl och bedriver inte någon finansiell verksamhet.

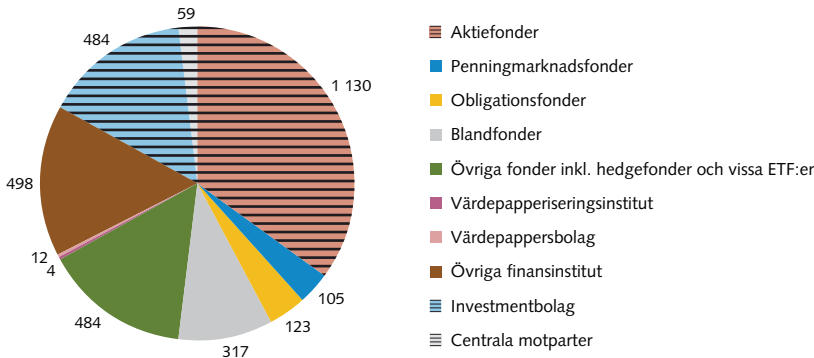
### Andra finansinstitut (AF) innehåller mer än bara skuggbanker

AF består både av institut som klassificeras som skuggbanker och sådana som inte gör det. Detta gäller också för Sverige. Aktiefonder, investmentbolag och centrala motparter ingår i AF, men ska inte anses vara skuggbanker. I detta avsnitt tittar vi närmare på de olika typerna av institut som ingår i AF i Sverige och förklarar varför de ska räknas som skuggbanker eller inte.

I Sverige består AF till två tredjedelar av olika typer av fonder som är reglerade och under tillsyn av Finansinspektionen (se diagram 5).<sup>24</sup> En stor del av dessa fonder ges ut av fondbolag som ingår i en bankkoncern. Dessa fonder omfattas inte av insättningsgaranti och bankerna behöver heller inte hålla kapital för fondernas tillgångar. Därför anses dessa fonder vara skuggbanker trots att de i många fall delar namn med en bank.

Hälften av fonderna i diagram 5 är aktiefonder, som vanligtvis inte brukar anses vara skuggbanker eftersom de inte bedriver kreditintermediering (FSB, 2014). Men både penningmarknads- och obligationsfonder utför löptidsomvandling och till viss del likviditetsomvandling, då de investerar i långfristiga, ibland illikvida, räntebärande värdepapper. De kan därmed klassificeras som skuggbanker. Blandfonder klassificeras också som skuggbanker eftersom de investerar i räntebärande värdepapper och därmed utför löptidsomvandling och ibland även likviditetsomvandling.

Diagram 5. Storleken på de finansiella institut som utgör andra finansinstitut (AF)  
December 2013, miljarder kronor



Anm. Andra finansinstituts tillgångar uppgick till totalt 3 215 miljarder kronor i december 2013. Penningmarknadsfonderna är det som av SCB klassificeras som korta räntefonder, medan obligationsfonder är långa räntefonder. De streckade delarna är de institut som inte anses vara skuggbanker.  
Källor: SCB och Sveriges riksbank

Kategorin *övriga fonder* innehåller fonder som kan klassas som skuggbanker och de som inte gör det. Till exempel ingår hedgefonder och vissa börshandlade fonder (ETF:er) i denna kategori. De hedgefonder och ETF:er som ägnar sig åt löptids- och likviditetsomvandling räknas som skuggbanker. En hedgefond som inte är belånad, det vill säga inte använder

<sup>24</sup> I Sverige regleras alla fonder, inklusive penningmarknadsfonder, hedgefonder och börshandlade fonder, av lagen (2004:46) om värdepappersfonder och lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. De lagarna följer av gemensam lagstiftning inom EU (UCITS och AIFM direktivet).



en hävstång, och endast investerar i aktier är till exempel inte en skuggbank, medan en högt belånad hedgefond som investerar i räntebärande värdepapper är det. Övriga fonder utgörs till stor del av *fond-i-fonder*. När en fond-i-fond investerar i fonder som är skuggbanker bör den också anses vara en skuggbank. Dock är det inte möjligt i tillgänglig statistik att se vilken typ av fonder som fond-i-fonderna investerar i.

Värdepapperiseringsinstitutet uppgår till endast 4 miljarder kronor.<sup>25</sup> De bedriver ofta löptids- eller kreditomvandling och är därmed skuggbanker. Värdepappersbolagen (se ordlistan för förklaring av "värdepappersbolag") uppgår tillsammans till 12 miljarder kronor. Dessa ger ibland krediter, det vill säga lånar ut. Därför räknas också dessa som skuggbanker.

Att centrala motparter inte räknas som skuggbanker beror på att centrala motparter tillhör den finansiella infrastrukturen och har som syfte att minska motpartsriskerna, bland annat vid repotransaktioner (se ordlista för förklaring av begreppet "central motpart"). Både Finansinspektionen och Riksbanken övervakar de centrala motparter som ingår i den svenska infrastrukturen eftersom de har en viktig roll i det finansiella systemet. Inte heller investmentbolag, som Investor och Industrivärden, räknas som skuggbanker. Investmentbolagen äger aktier i flera olika bolag. En del av de bolagen kan bedriva kreditintermediering. Dock är det inte något som investmentbolagen gör, vilket är en förutsättning för att vara skuggbank.

De resterande 500 miljarder kronorna i diagram 5 utgörs av tillgångarna i *övriga finansinstitut*.<sup>26</sup> Här ingår bland annat vissa riskkapitalbolag och in- och utlåningsföretag, det vill säga både institut som kan klassificeras som skuggbanker och institut som inte kan det.

Genom att ta bort aktiefonder, investmentbolag och centrala motparter från AF, alltså de institut som inte är skuggbanker, kan vi göra en bättre uppskattning av den svenska skuggbanksektorn. När de tas bort från AF minskar den från drygt 3 200 miljarder kronor till omkring 1 500 miljarder kronor. Den blir alltså mindre än hälften så stor som i den ursprungliga uppskattningen. Den summan kan ses som en övre gräns för storleken på de institut som utgör den svenska skuggbanksektorn. Sektorn motsvarar då omkring 40 procent av BNP eller knappt 15 procent av banksektorn. På liknande sätt tar FSB också fram en övre gräns för skuggbanksektorn globalt. I FSB (2014) motsvarar den övre gränsen drygt hälften av AF globalt. Inom FSB arbetar man för att förbättra uppskattningen av den övre gränsen för storleken på skuggbanksektorn globalt. Det arbetet kan framöver också påverka hur man beräknar den övre gränsen på den svenska skuggbanksektorn.

25 I SCB:s finansräkenskaper särskiljs inte investmentbolag, värdepapperiseringsinstitut, värdepappersbolag och centrala motparter. Storleken på dessa institut baseras därför på bokslutsuppgifter och bankernas rapporterade repor mot centrala motparter. De företag som ingår i värdepapperiseringsinstitutet är Svensk Hypotekspension Fond 1 AB, Bluestep Finans Funding No 1 AB, Nordax Nordic AB och Nordax Sverige 3 AB.

26 En överskattning av övriga finansinstitut, och därmed av AF, kan också förekomma då en stor del av bankernas fördelade tillgångar och skulder allokeras till denna post. Eftersom fonder i diagram 5 baseras på fondförmögenhet ingår även en värderingsskillnad mellan verkligt värde och fondförmögenhet i övriga finansinstitut.

### *Förhållandevis liten svensk skuggbanksektor*

Sammantaget talar genomgången av andra finansinstitut (AF) för att den svenska skuggbanksektorn är förhållandevis liten i jämförelse med skuggbanksektorn globalt, både i förhållande till BNP och banksektorn. Att skuggbanksektorn är förhållandevis liten i Sverige beror till stor del på att svenska banker utför delar av de verksamheter som utförs av skuggbanker i andra länder. Ett sådant exempel är att bolån ligger kvar på bankernas (bostadsinstitutens) balansräkningar i Sverige<sup>27</sup> medan de överförs till ett fristående värdepapperiseringsinstitut i många andra länder. Till skillnad från andra länder, lyder många finansbolag i Sverige också under bankreglering och omfattas av insättningsgarantin. De bolagen ingår därmed i Sverige inte i AF utan i banksektorn och klassificeras därför inte som skuggbanker.

Det är också värt att notera att den typ av skuggbanker som är mest förknippade med den globala finanskrisen, nämligen penningmarknadsfonder och värdepapperiseringsinstitut, tillsammans uppgår till drygt 100 miljarder kronor i Sverige. Det motsvarar runt 3 procent av AF. Globalt utgör de istället runt 14 procent av AF i FSB (2014). Dessutom har alla de svenska penningmarknadsfonderna rörligt fondandelsvärde. Som tidigare diskuterats så var det främst de med konstant fondandelsvärde som hade problem med stora utflöden under den globala finanskrisen 2007–2008. De svenska penningmarknadsfonderna hade heller inte några påtagliga problem under den globala finanskrisen (Gunnarsdottir och Strömqvist, 2010).

På grund av begränsningar i statistiken är det inte möjligt att avgöra hur sårbara de svenska skuggbankerna, exempelvis räntefonderna, är för störningar. Vissa av de svenska räntefonderna investerar dock i mindre likvida räntebärande värdepapper. I Bonthron (2014) konstateras att likviditeten på den svenska företagsobligationsmarknaden är betydligt sämre än på andra obligationsmarknader, som exempelvis marknaden för säkerställda obligationer. Det talar för att företagsobligationsfonder, som ingår i obligationsfonderna, i högre utsträckning utför likviditetsomvandling. Det kan göra dem mer sårbara för störningar på de finansiella marknaderna än många andra typer av fonder. Problem bland de här fonderna kan bland annat påverka de svenska företag som finansierar sig via företagsobligationer. Enligt Morningstar uppgick de svenskregistrerade företagsobligationsfonderna till 20 miljarder kronor i december 2013, det vill säga en sjättedel av obligationsfonderna i diagram 5.

27 I Sverige finansieras bolånen främst med säkerställda obligationer. För mer utförlig beskrivning av skillnaderna mellan säkerställda obligationer och värdepapperisering, se exempelvis Sandström m.fl. (2013).

## SKUGGBANKSAKTIVITETER I SVERIGE – REPOR OCH VÄRDEPAPERSLÅN

Som nämnts ovan så kan vissa aktiviteter som finansiella institut utför klassificeras som skuggbanker. Exempel på sådana aktiviteter är repotransaktioner (även kallat repor) och värdepapperslån, det vill säga lån mot säkerhet (se fördjupningsrutan "Repotransaktioner och värdepapperslån").

I dagsläget finns ingen tillgänglig statistik över omfattningen av värdepapperslån i Sverige.<sup>28</sup> Däremot finns det statistik på hur mycket repor, inklusive omvända repor, som de svenska bankerna har utestående mot olika typer av svenska aktörer. I den här artikeln definieras alla repor där någon part inte är en bank, så kallade icke-banker, som skuggbanksaktiviteter. Repor som görs med den offentliga sektorn, till exempel Riksgälden, och via central motpart räknas däremot inte som skuggbanksaktiviteter.<sup>29</sup>

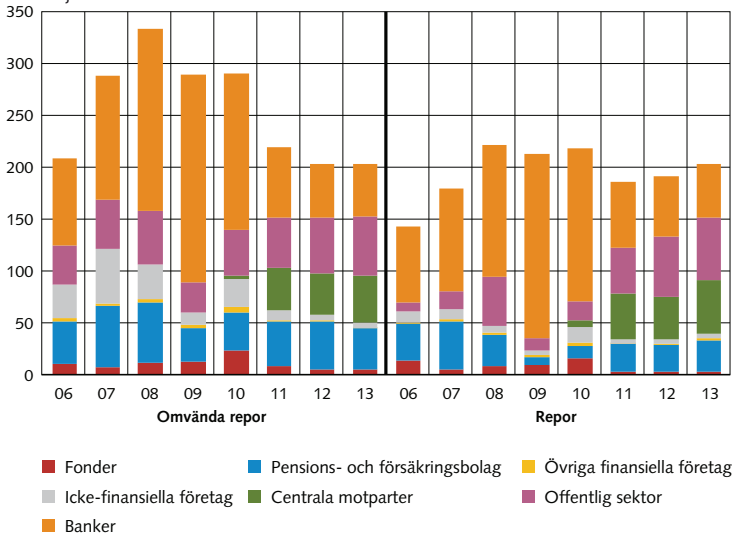
Repomarknaden i Sverige är förhållandevis liten, även då man ser till alla aktörer och inte bara icke-bankerna. Den genomsnittliga mängden utestående repor (både repor och omvända repor) mellan en svensk bank och alla andra svenska aktörer uppgick 2013 till runt 400 miljarder kronor (se diagram 6), vilket motsvarar drygt 10 procent av BNP. Det kan jämföras med den motsvarande mängden utestående repor i USA som uppgick till 70 procent av BNP år 2007 medan de i euroområdet uppgick till 65 procent av BNP (Hördahl och King, 2007).

Runt 25 procent, knappt 100 miljarder kronor, av de svenska bankernas utestående repor (repor och omvända repor) är med icke-banker. Det rör sig om pensions- och försäkringsbolag, fonder, övriga finansiella företag och icke-finansiella företag i diagram 6. De reporna bör räknas in i den svenska skuggbanksektorn. Det gäller också repotransaktioner som görs mellan två icke-banker, men det saknas statistik över det.

28 Inom EU är omfattningen av värdepapperslån betydligt mindre än repotransaktioner (Keller m.fl., 2014).

29 Centrala motparter ingår inte då de tillhör den finansiella infrastrukturen och har som syfte att minska riskerna vid repotransaktioner. Att bara se till repotransaktioner med icke-banker som skuggbanksaktiviteter är i linje med det reformarbete som pågår inom FSB angående värdepappersfinansiering, där repotransaktioner ingår (se fördjupningsrutan om det pågående reformarbetet och FSB, 2014b).

**Diagram 6. Genomsnittlig storlek på utestående repor och omvända repor totalt (brutto) mellan svenska banker och svenska aktörer**  
Miljarder kronor

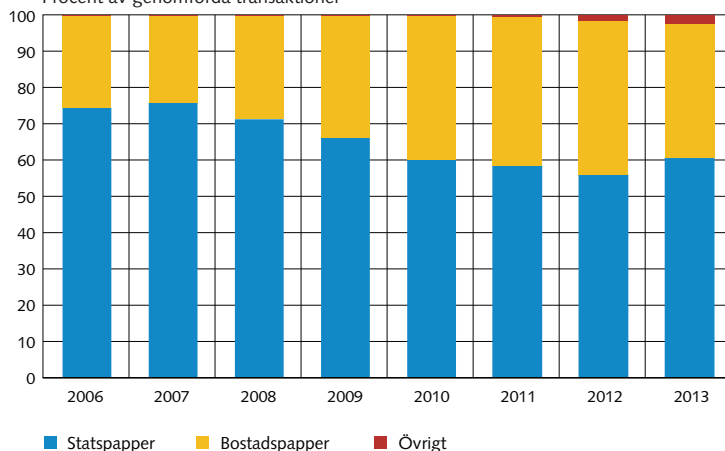


Anm. Med repor avses repotransaktioner som görs för bankernas upplåning och med omvända repor avses repotransaktioner för bankernas utlåning (se också fördjupningsrutan "Repotransaktioner och värdepapperslån"). Banker avser alla svenska MFI. Bankernas utländska dotterbolag ingår inte. Repor och omvända repor i svenska kronor och utländsk valuta ingår. Repor och omvända repor med Riksbanken är exkluderade.  
Källa: Sveriges riksbank

För att avgöra vilken påverkan reporna kan ha på den finansiella stabiliteten så måste man bland annat se vilka aktörer som utför dem och vilka tillgångar som används som säkerheter i transaktionerna. Majoriteten av de utestående reporna mellan banker och icke-banker görs med pensions- och försäkringsbolag (se diagram 6). Även om pensions- och försäkringsbolagen inte klassas som skuggbanker, så anses deras repotransaktioner vara skuggbanksaktiviteter. Detta visar på vikten att se till både institut och aktiviteter när man undersöker skuggbanker.

Det saknas dock viktig information för att avgöra vilka systemrisk som är förenade med de här transaktionerna, som till exempel i vilken utsträckning säkerheterna återanvänds och om värderingsavdragen ("haircuts") på tillgångarna förändras över tid. Det här diskuteras utförligare i fördjupningsrutan "Repotransaktioner och värdepapperslån". I EU pågår det förhandlingar om hur man ska samla in sådan information för repotransaktioner och värdepapperslån (se fördjupningsrutan "Pågående reformarbete för att minska systemriskerna från skuggbanksektorn"). Dock är de säkerheter som används i repotransaktioner i Sverige nästan uteslutande statspapper och (säkerställda) bostadsobligationer (se diagram 7).

Diagram 7. Repor och omvända repor i Sverige uppdelat på typ av värdepapper  
 Procent av genomförda transaktioner



Anm. Avser repotransaktioner för de banker som rapporterar till Riksbanken: Danske bank, RBS, Nordea, Barclays, SEB, Nykredit Bank, Handelsbanken och Swedbank. Statspapper är svenska statsobligationer och statsskuldsväxlar. Bostadspapper avser obligationer och certifikat utgivna av svenska bostadsinstitut. I övrigt ingår bland annat obligationer utgivna av företag och Kommuninvest.

Källa: Sveriges riksbank

## FÖRDJUPNINGSRUTA:

### Repotransaktioner och värdepapperslån

Repotransaktioner (på engelska *repurchase agreements*) och värdepapperslån (på engelska *securities lending*) är aktiviteter som olika typer av aktörer på de finansiella marknaderna utför. En repotransaktion, även kallad repa, är ett avtal där den ena parten förbinder sig att sälja ett värdepapper till en motpart i utbyte mot likvida medel. Samtidigt kommer parterna överens om att värdepappret ska köpas tillbaka till ett bestämt pris och vid en bestämd tidpunkt i framtiden. Skillnaden mellan säljpris och återköpspris motsvarar räntekostnaden för den så kallade reporäntan.<sup>30</sup>

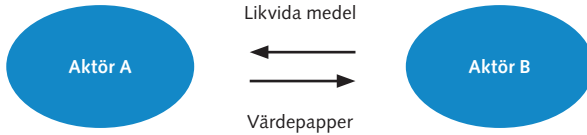
Aktören som lånar ut sitt värdepapper i utbyte mot likvida medel ingår en repa (A i figur 1). Genom att ingå en repa kan aktören låna till den så kallade reporäntan. Om den aktör som ingått en repa inte kan återbetala det överenskomna priset vid slutdatumet så behåller motparten tillgångarna. Det gör att repor för det mesta är säkrare än många andra typer av lån.

Motparten i repa, det vill säga den aktör som tar emot värdepappret och lånar ut likvida medel, ingår en *omvänd repa* (B i figur 1). Aktörer ingår omvända repor antingen för att få avkastning på likvida medel eller för att använda värdepappret i en annan transaktion, som blankning eller i sin funktion som marknadsgarant.

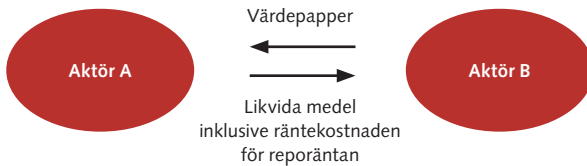
<sup>30</sup> Denna reporänta ska inte förväxlas med Riksbankens styrränta, som också heter reporänta. Riksbankens reporänta skiljer sig följaktligen mot reporäntan vid repotransaktioner.

Figur 1. De olika stegen i en repotransaktion

När repotransaktion ingås:



Vid slutdatumet:



Värdepapperslån (på engelska *securities lending*) är i stort sett samma sak som repotransaktioner och utförs i stort sett för samma syfte. Även vid ett värdepapperslån lånar en aktör ut en tillgång under en period till en annan aktör i utbyte mot likvida medel eller andra säkerheter. Det finns dock vissa skillnader mellan repotransaktioner och värdepapperslån vad gäller skatter och redovisning. De skillnaderna medför bland annat att aktier oftare är den tillgång som lånas ut vid värdepapperslån än vid repotransaktioner. Värdepapperslån har ibland inte ett bestämt slutdatum. Istället kan vanligen värdepapperslånen avslutas med kort varsel av aktörerna.

#### REPOTRANSAKTIONER OCH VÄRDEPAPERSLÅN SOM SKUGGBANKAKTIVITETER

Beroende på vilka aktörer som deltar och vad syftet är så kan repotransaktioner och värdepapperslån klassificeras som skuggbanksaktiviteter (Keller, 2012). Om till exempel den aktör som ingår en kortfristig repa (A i figur 1) använder de likvida medlen aktören erhåller från repa för att köpa långfristiga tillgångar så uppstår löptidsomvandling. Om den köpta tillgången dessutom är illikvid så uppstår det även likviditetomvandling. Löptids- och likviditetomvandlingen utsätter aktören för risken att denne inte kan återbetala de likvida medlen till motparten i repa (B i figur 1) om repa inte kan förnyas vid slutdatumet. Om repa inte kan förnyas så måste nämligen aktören (A i figur 1) återbetala de likvida medlen. Då finns risken att aktören inte kan sälja de illikvida tillgångar den investerat i och att denne inte kan återbetala de likvida medlen, vilket i värsta fall kan leda till att aktören går i konkurs.

Genom repotransaktioner och värdepapperslån kan aktörer utanför banksystemet, som till exempel hedgefonder, låna mer och billigare än vad som annars skulle vara möjligt. På så sätt kan repotransaktioner och värdepapperslån skapa kreditexpansion utanför banksystemet (FSB, 2013a). Därför ska repotransaktioner och värdepapperslån som involverar aktörer utanför banksektorn, det vill säga icke-banker, klassificeras som skuggbanksaktiviteter.

Internationellt har flera olika risker för den finansiella stabiliteten av repotransaktioner och värdepapperslån identifierats (FSB, 2013b). Bland annat gör de att det finansiella systemet blir mer sammanlänkat och det ökar riskerna för att negativa chocker sprider sig mellan aktörer i systemet. Om till exempel den aktör som har ingått en omvänd repa (B i figur 1) väljer att återanvända säkerheterna i en

annan repa, så kommer samma säkerhet ha använts i två transaktioner och inbegripa tre olika aktörer. Om någon aktör i den här kedjan får problem, så kan det sprida sig till de övriga två aktörerna.

Hur riskfyllda repotransaktionerna och värdepapperslånen är beror på hur tillgångarna i dem värderas, och hur högt belånade aktörerna är (Bouveret m.fl., 2013). Värdet på de värdepapper som används som säkerheter i en repa överstiger oftast lånet av likvida medel. Skillnaden mellan tillgångens värde och hur mycket av tillgångens värde som kan användas som säkerhet i repotransaktionen kallas för värderingsavdrag (på engelska *haircut*). I goda tider är värderingsavdragen oftast låga, det vill säga aktörerna kan nästan låna belopp motsvarande hela värdet på tillgångarna i en repa.

Men under finanskrisen 2007–2008 ökade avdragen och aktörerna kunde inte låna lika mycket som innan. Det innebar att aktörer som hade varit beroende av den här repofinansieringen snabbt blev tvungna att sälja sina tillgångar (så kallade *fire sales*). Det ledde till att priserna på tillgångarna föll kraftigt och att prisfallet spred sig till andra finansiella marknader (Gorton och Metrick, 2012). Prisfallet på tillgångar blir större och sprider sig snabbare i systemet om de finansiella instituten, inklusive icke-bankerna, är högt belånade genom repor och om värderingsavdragen är låga innan prisfallet (Adrian och Shin, 2009). Systemriskerna från värdepapperslån är i stort sett samma som för repor.

De risker som repotransaktioner och värdepapperslån innebär för den finansiella stabiliteten beror även på marknadsstrukturen. Om de görs via en central motpart istället för att utföras direkt mellan två parter så minskar riskerna (se ordlistan för förklaring av "centrala motparter"). Därför är det önskvärt att fler repotransaktioner och värdepapperslån görs via centrala motparter (FSB, 2013a).

## Kopplingen mellan banker och skuggbanker inom Sverige

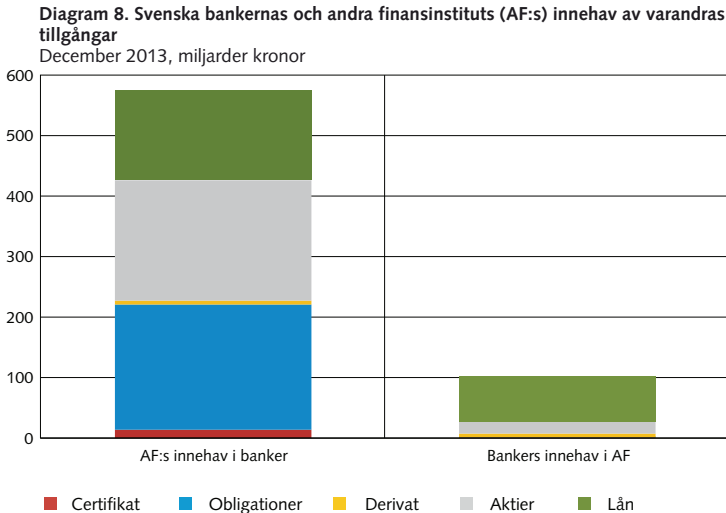
Hur skuggbanksektorn påverkar den finansiella stabiliteten beror på hur sektorn är sammankopplad med det övriga finansiella systemet, främst bankerna. Man kan få en indikation på hur de här kopplingarna ser ut i Sverige genom att titta på hur mycket bankerna har investerat i andra finansinstitut (AF) och hur beroende bankerna är av investeringar från AF. Nedanstående del utgår från hela AF eftersom det endast finns statistik för kopplingarna mellan bankerna och hela AF och inte för de olika typerna av institut diagram 5.

De svenska bankernas investeringar i AF motsvarar runt 100 miljarder kronor medan AF:s investeringar i bankerna motsvarar cirka 600 miljarder kronor (se diagram 8).<sup>31</sup> Det motsvarar runt 1 respektive 5,5 procent av bankernas totala tillgångar. I Storbritannien är motsvarande siffror över 15 procent och även i euroområdet är dessa högre än i Sverige (FSB, 2014). AF:s investeringar i bankerna består främst av räntebärande värdepapper, det vill säga obligationer och certifikat, samt av aktier. AF:s innehav i obligationer och certifikat

31 Bankernas innehav i svenska AF i form av fondandelar (cirka 260 miljarder kronor) är exkluderat ur diagram 8. Fonderna kan i sin rapportering inte alltid veta vem som äger fondandelarna på grund av att de ägs via bank-depå. Fondandelarna läggs därför på bankerna vilket ger en överskattning av bankernas innehav. Även posten obetalda/förutbetalda inkomster och utgifter är exkluderat i diagram 8, då den till stor del utgör en restpost för bankernas ofördelade tillgångar och skulder. Obetalda/förutbetalda inkomster och utgifter uppgår till 130 miljarder kronor vad gäller AF innehav i bank och 50 miljarder kronor i bankernas innehav av AF.



uppgår till drygt 200 miljarder kronor (se diagram 8). Fonder, som penningmarknadsfonder, obligationsfonder och blandfonder, innehar merparten av det. Deras innehav motsvarar knappt 5 procent av de svenska bankernas marknadsfinansiering.<sup>32</sup> Bankaktier är det i huvudsak investmentbolagen och aktiefonderna som innehar, och som tidigare nämnt räknas dessa institut inte som skuggbanker.



Anm. Banker avser alla MFI, exklusive Riksbanken. Bankernas utländska verksamheter är inte inräknade i dessa siffror.  
Källa: SCB

Bankernas innehav i AF i diagram 8 är mestadels lån, vilket till stor del är omvända repor med centrala motparter. Som tidigare nämnt, anses inte centrala motparter vara skuggbanker i Sverige. Alltså bör dessa omvända repor (lån) inte inkluderas i bankernas innehav av skuggbankernas tillgångar. Detta tyder alltså på att svenska bankers innehav i svenska skuggbankers tillgångar är litet.

Sammanfattningsvis tyder den här genomgången på att det finns kopplingar mellan svenska banker och skuggbanker. De kopplingarna är framför allt att skuggbankerna bidrar till finansieringen av bankerna genom investeringar i deras räntebärande värdepapper. Det går inte att avgöra ifall de kopplingar som finns i diagram 8 kan ha påverkan på den finansiella stabiliteten i Sverige, bland annat beroende på att det inte går att bedöma hur sårbara dessa skuggbanker är. Det kan tilläggas att till exempel de svenska pensions- och försäkringsbolagen har mer än dubbelt så stora investeringar i de svenska bankernas räntebärande värdepapper än de svenska skuggbankerna. I diagram 8 ingår dock inte kopplingar som uppstår på grund av bankernas och skuggbankernas innehav i gemensamma tillgångar eller direkta och indirekta åtaganden från bankerna till skuggbankerna, som diskuteras i avsnittet "Hur skuggbanker kan påverka den finansiella stabiliteten".

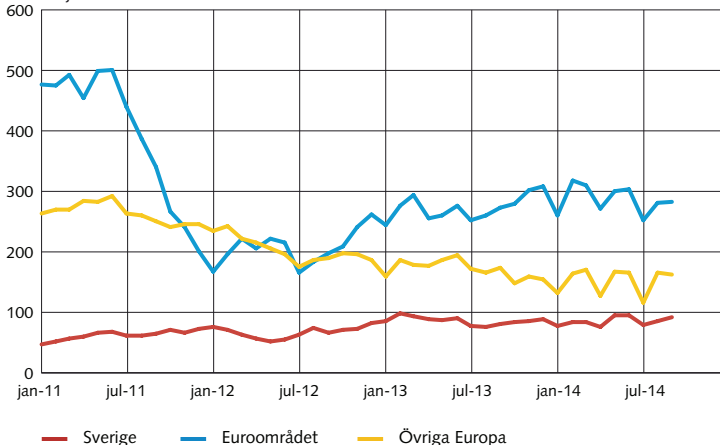
<sup>32</sup> Se exempelvis Sveriges riksbank (2014) för de svenska storbankernas marknadsfinansiering.

## Det svenska finansiella systemet har kopplingar till skuggbanker utomlands

Svenska finansiella institut, inklusive banker och försäkringsbolag, är aktiva på utländska finansiella marknader. Ungefär hälften av de svenska storbankernas marknadsfinansiering sker utomlands, vilket är en anledning till att det finns kopplingar mellan det svenska finansiella systemet och skuggbanker i utlandet. Utländska skuggbanker bidrar till exempel till finansieringen av svenska banker och svenska finansiella institut äger värdepapper, däribland fondandelar, som getts ut av skuggbanker utomlands. Dessutom är svenska finansiella institut aktiva på samma marknader som utländska skuggbanker.

Ett exempel på utländska skuggbanker som till viss del finansierar de svenska bankerna är amerikanska penningmarknadsfonder, vilket också diskuterades i Sveriges riksbank (2014). Amerikanska penningmarknadsfonders investeringar i svenska banker uppgår till runt 90 miljarder dollar alternativt över 500 miljarder kronor (se diagram 9). Det motsvarar drygt 10 procent av de svenska bankernas totala marknadsfinansiering, eller runt 70 procent av de svenska bankernas certifikat i dollar. Därmed är de betydelsefulla för de svenska bankernas finansiering, främst i dollar. Att bankerna har tillgång till finansiering i dollar är viktigt för bland andra svenska pensions- och försäkringsbolag. Det beror på att den finansieringen är en förutsättning för att bankerna ska kunna erbjuda derivat till dessa bolag, som de behöver för att hantera de valutarisker som uppstår när de investerar utomlands (Hilander, 2014).

**Diagram 9. Amerikanska penningmarknadsfonders investeringar i olika länders banksektor**  
Miljarder dollar

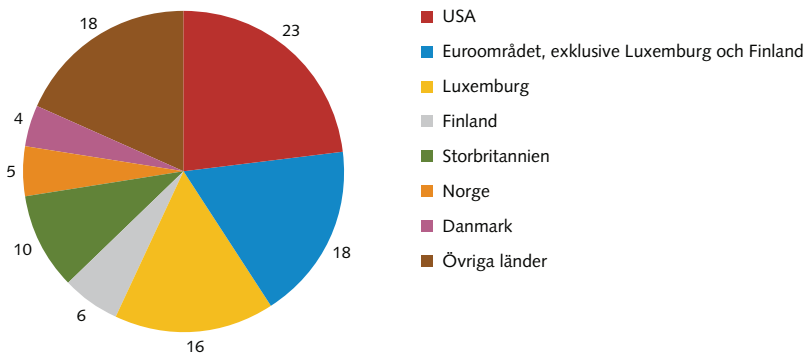


Anm. Investeringarna är i form av innehav av bankcertifikat, insättningar och omvända repor.  
Källor: ICI och Sveriges riksbank

Även penningmarknadsfonder från andra delar av världen, inklusive Europa, bidrar till finansieringen av svenska banker. Andra länder har dock inte lika detaljerad statistik som USA, och det gör det svårare att avgöra i vilken omfattning de bidrar.<sup>33</sup>

Det finns också andra kopplingar mellan det svenska finansiella systemet och skuggbanker utomlands. Svenska investerare, som bankerna, försäkringsbolagen och hushållen, hade finansiella tillgångar utomlands till ett värde av nästan 3 600 miljarder kronor år 2013. Det är ungefär lika mycket som Sveriges BNP. De svenska investerarna placerar utomlands för att sprida sina innehav och därmed minska riskerna. Men det kan också innebära att svenska investerare investerar i utländska skuggbanker eller i samma tillgångar som utländska skuggbanker.

**Diagram 10. Svenska investerares innehav av utländska finansiella tillgångar uppdelat på land**  
December 2013, procent



Anm. De finansiella tillgångarna avser aktier, fonder och räntebärande värdepapper. Investeringarna i utländska finansiella tillgångar uppgick till totalt 3 583 miljarder kronor i december 2013.  
Källa: SCB (2014)

Nästan 25 procent av de svenska placeringarna utomlands finns i USA. Runt 40 procent finns i euroländerna och ungefär 10 procent i Storbritannien (se diagram 10). Alla dessa länder har en betydande skuggbanksektor (se diagram 4). Eftersom det handlar om stora belopp som investerarna har placerat i USA, euroländerna och Storbritannien, så finns det sannolikt kopplingar mellan svenska placerare och skuggbanker i de här länderna. De omfattande placeringarna i Luxemburg kan till exempel förklaras av att många väljer att fondera där av skattefördel.<sup>34</sup> En betydande andel av detta fonderande sker i penningmarknadsfonder som placerar i svenska räntebärande värdepapper. Av de penningmarknadsfonder som investerar i svenska räntebärande värdepapper är de som är registrerade i Luxemburg större än de som är registrerade i Sverige (Sveriges riksbank, 2014). Hur mycket av de svenska placeringarna utomlands som har investerats i skuggbanker går dock inte att

33 IMMFA (2014) presenterar statistik på hur mycket europeiska penningmarknadsfonder med konstant fondandelsvärde i oktober 2013 hade investerat i svenska banker i antingen dollar, euro eller brittiska pund. Enligt denna statistik hade dessa fonder totalt investerat runt 250 miljarder kronor i de svenska bankerna.

34 Sedan januari 2012 finns inte längre denna skattefördel för fonder registrerade i Luxemburg istället för i Sverige. Mer information finns bland annat på Fondbolagens förenings hemsida.

avgöra utifrån diagram 10. Det går heller inte att avgöra i vilken utsträckning svenska investerare har investerat i samma tillgångar som utländska skuggbanker. Därför kan inget sägas om konsekvenserna för den finansiella stabiliteten i Sverige till följd av svenska investerares eventuella kopplingar till utländska skuggbanker.

Sammantaget visar den här genomgången alltså att det finns kopplingar mellan det svenska finansiella systemet och skuggbanker utomlands. De amerikanska penningmarknadsfonderna står till exempel för mer än dubbelt så mycket av de svenska bankernas finansiering än AF i Sverige (certifikaten och obligationerna i diagram 8). Det gör att problem bland utländska skuggbanker kan få konsekvenser för det svenska finansiella systemet. De amerikanska penningmarknadsfondernas utlåning till bankerna, inklusive EU-ländernas banker, minskade drastiskt under finanskrisen 2008. I samband med den europeiska skuldskrisen 2011 minskade också penningmarknadsfondernas investeringar i euroländernas banker kraftigt på kort tid (se diagram 9). Om de amerikanska penningmarknadsfonderna skulle minska sina investeringar i de svenska bankerna skulle bankerna förlora delar av sin finansiering i dollar. Då skulle framför allt bankernas likviditetsbuffertar i dollar minska och därmed skulle deras motståndskraft mot kortfristig stress i dollar också minska (Sveriges riksbank, 2013a). Det skulle också kunna påverka de svenska pensions- och försäkringsbolagens möjligheter att hantera risker som uppkommer vid deras investeringar i tillgångar i utländsk valuta. Det eftersom de svenska bankerna troligtvis inte skulle kunna erbjuda derivat för att hantera dessa risker i samma utsträckning om bankernas finansiering i dollar minskar. Sålunda kan utländska skuggbanker ha betydelse för det svenska finansiella systemet.

## Avslutande diskussion

Sedan den globala finanskrisen 2007–2008 har det varit stort fokus internationellt på så kallade skuggbanker. Det beror på de systemriskerna som kan vara förenade med sådana institut och aktiviteter. I den här artikeln har vi kartlagt skuggbanksektorn i Sverige. Kartläggningen tyder på att den svenska skuggbanksektorn vid en internationell jämförelse är förhållandevis liten, både i förhållande till BNP och banksektorn (se tabell 1). Den är också betydligt mindre än det svenska banksystemet. Även bankers repor och omvända repor med icke-banker är en relativt begränsad skuggbanksaktivitet i Sverige.

**Tabell 1. Sammanfattande tabell över den svenska skuggbanksektorn**  
December 2013

|                                |  | MILJARDER KRONOR | I FÖRHÅLLANDE TILL |               |
|--------------------------------|--|------------------|--------------------|---------------|
|                                |  |                  | BNP %              | BANKSEKTORN % |
| Sverige                        | <i>Andra finansinstitut (AF)</i>   | 3 215            | 88                 | 30            |
|                                | <i>Övre gräns skuggbanksektorn</i>                                       | 1 542            | 42                 | 14            |
|                                | <i>varav fonder</i>  | 1 028            | -                  | -             |
| Globalt (FSB, 2014)            | <i>Andra finansinstitut (AF)</i>   | -                | 120                | 54            |
|                                | <i>Övre gräns skuggbanksektorn</i>                                       | -                | 68                 | 30            |
| Kopplingar till svenska banker | <i>Repor och omvända repor med icke-banker</i>                           | 90               | -                  | -             |
|                                | <i>AF:s investeringar i bankernas räntebärande värdepapper</i>           | 220              | -                  | -             |
|                                | <i>Amerikanska penningmarknadsfonders investeringar i svenska banker</i> | Ca 500           | -                  | -             |

Anm. Banker avser alla svenska MFI (exklusive Riksbanken). Övre gräns skuggbanksektorn för Sverige är AF exklusive aktiefonder, investmentbolag och centrala motparter. Övre gräns skuggbanksektorn globalt beräknas utifrån de länder som har en övre gräns på skuggbanksektorn (*narrow shadow banking system*) i FSB (2014). *Repor och omvända repor* är de som görs mellan svenska banker och svenska icke-banker. Icke-banker avser finansiella institut, som inte är banker, offentliga institutioner eller centrala motparter. Storleken på fonder avser fondförmögenhet.  
Källor: FSB, SCB och Sveriges riksbank

Den svenska skuggbanksektorn utgörs i huvudsak av fonder som är reglerade och under tillsyn av Finansinspektionen. Den resterande delen av sektorn är till viss utsträckning också reglerad och under tillsyn. Skuggbankernas verksamhet är alltså, trots namnet, sällan något som sker i det fördolda i Sverige. Även om dessa skuggbanker är reglerade och under tillsyn så kan de dock vara sårbara för störningar på de finansiella marknaderna.

Att skuggbankerna kan vara känsliga för störningar och att det finns kopplingar mellan den svenska skuggbanksektorn och det övriga finansiella systemet gör att de kan påverka den finansiella stabiliteten i Sverige. Detta trots att den svenska skuggbanksektorn är förhållandevis liten. Kopplingarna mellan den svenska skuggbanksektorn och det övriga finansiella systemet består till exempel av att de svenska skuggbankerna bidrar till finansieringen av de svenska bankerna, främst genom investeringar i bankernas räntebärande värdepapper. Men skuggbanksektorn utomlands har större betydelse för det svenska finansiella systemet. Det beror bland annat på att de svenska bankerna är verksamma i flera länder. De amerikanska penningmarknadsfonderna bidrar till exempel mer än dubbelt så mycket till de svenska bankernas finansiering som de svenska skuggbankerna (AF i tabell 1).

Skuggbanksektorn både nationellt och utomlands kan därmed ha betydelse för den svenska finansiella stabiliteten. Därför är det viktigt för Sverige med det pågående reformarbetet inom bland annat FSB och EU som syftar till att minska systemriskerna från skuggbanksektorn genom ökad övervakning och nya regleringar (för mer information se fördjupningsrutan "Pågående reformarbete för att minska systemriskerna från skuggbanksektorn"). Ett exempel på ny reglering som just nu diskuteras inom EU är ett förbud av penningmarknadsfonder med konstant fondandelsvärde (Sveriges riksbank, 2014).

För att kunna övervaka skuggbankerna och de systemrisk som är förenade med dem behöver statistiken kring skuggbanker förbättras. Bland annat IMF (2014) och Adrian m.fl. (2014a) framhåller behovet av bättre statistik i det internationella arbetet med skuggbanker. Den här analysen av den svenska skuggbanksektorn begränsas också av att det saknas

statistik. Vi har till exempel inte kunnat göra någon fördjupad analys av hur sårbara de olika typerna av svenska skuggbanker är för störningar. Det beror bland annat på att det saknas mer detaljerad information om balansräkningarna för de olika typerna, vilket behövs för att avgöra i vilken omfattning skuggbankerna bedriver likviditets-, löptids- och kreditomvandling. I dagsläget finns endast storleken på totala tillgångar för de olika instituten och inte till exempel hur stor del av tillgångarna som utgörs av räntebärande värdepapper utgivna av bankerna. Ett annat exempel på statistik som saknas är vem som är innehavare av svenska emitterade värdepapper och vilka utländska värdepapper svenska investerare äger.<sup>35</sup>

Skuggbanksektorn kan komma att växa ytterligare framöver, både i Sverige och globalt. Ett fortsatt lågt ränteläge kan till exempel leda till att den svenska skuggbanksektorn ökar i omfattning. Låga räntor under en längre tid gör nämligen att investerare söker sig mot mer riskfyllda investeringar för att få bättre avkastning. I dagsläget finns det till exempel ett stort intresse i Sverige för att investera i företagsobligationsfonder (Bonthron, 2014), och de kan ses som skuggbanker. Nu pågår också ett internationellt arbete med att införa flera nya bankregleringar för att stärka det finansiella systemet. När man inför nya striktare finansiella regler, framför allt för banksektorn, har det ofta inneburit att skuggbanksektorn har vuxit (IMF, 2014 och Olson, 2012). Beroende på hur bankerna agerar till följd av de nya reglerna, så kan skuggbanksektorn därför växa i storlek och nya skuggbanker kan tillkomma. Det går till exempel inte att utesluta att bankerna kan välja att flytta över fler tillgångar, som bostadslån, till fristående värdepapperiseringsinstitut. Internationellt ser man också tendenser till att skuggbankerna tar över en del direktutlåning till företag och hushåll från bankerna (FSB, 2013 och Economist, 2014). Eftersom skuggbanksektorn kan komma att växa och nya typer av skuggbanker kan tillkomma är det viktigt att övervaka utvecklingen av skuggbanksektorn framöver, både i Sverige och internationellt.

Flera nya regleringar är på väg att införas för att begränsa systemriskerna från skuggbanksektorn, exempelvis för penningmarknadsfonder (se fördjupningsrutan "Pågående reformarbete för att minska systemriskerna från skuggbanksektorn"). Det kan göra att vissa typer av skuggbanker minskar i omfattning. Men nya systemrisker kan också tillkomma och vissa skuggbanker kan även bli systemviktiga på samma sätt som de svenska storbankerna. En skuggbank kan bli systemviktig om den till exempel får en dominerande roll för en kritisk funktion i det finansiella systemet. För närvarande pågår det ett internationellt arbete för att identifiera globalt systemviktiga skuggbanker (FSB, 2014a). Om skuggbanker är systemviktiga så krävs det nämligen medel för att minska riskerna för att de får problem, men det krävs också krishanteringsverktyg. Både medlen och verktygen kan skilja sig från de för banker och de kan också skilja sig åt mellan olika skuggbanker. I den här kartläggningen av den svenska skuggbanksektorn har vi inte kunnat identifiera någon systemviktig

35 Möjligheterna att skapa en databas över svenska innehavare av värdepapper är för närvarande under utredning på Riksbanken. På Riksbankens uppdrag publicerar SCB sedan 2013 månatlig statistik över alla emissioner av värdepapper som svensk offentlig och privat sektor har genomfört i Sverige och i utlandet.

svensk skuggbank. Men det finns inget som utesluter att sådana institut kan finnas i framtiden även i Sverige. Det talar också för att man behöver följa utvecklingen av den svenska skuggbanksektorn framöver.

#### FÖRDJUPNINGSRUTA:

## Pågående reformarbete för att minska systemriskerna från skuggbanksektorn

Efter finanskrisen 2007–2008 har det tagits initiativ på internationell nivå för att minska de systemriskerna som kan vara förknippade med skuggbanker. Man har bland annat infört större övervakning och nya regelverk för dem. G20 gav år 2010 Financial Stability Board (FSB) i uppdrag att utarbeta förslag för att minska riskerna med skuggbanker. FSB har i sin tur gjort det tillsammans med Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) och International Organizations of Securities Commissions (IOSCO). FSB har tillsammans med BCBS och IOSCO utarbetat rekommendationer för hur skuggbanker ska övervakas och regleringar kopplade till skuggbanker, främst inom följande områden:<sup>36</sup>

- **Kopplingar mellan banker och skuggbanker**

BCBS har arbetat med att göra bankerna mer motståndskraftiga mot risker som kan uppkomma när de har kopplingar till skuggbanker. Det arbetet inbegriper krav på hur mycket kapital bankerna måste hålla vid exponeringar mot olika former av skuggbanker och regler för hur stora dessa exponeringar får vara.

- **Penningmarknadsfonder**

IOSCO har tillsammans med FSB kommit med rekommendationer som ska minska riskerna med penningmarknadsfonder. Rekommendationerna gäller främst penningmarknadsfonder med konstant fondandelsvärde, men ställer också bland annat krav på likvida tillgångar som gäller för samtliga penningmarknadsfonder.

- **Värdepapperisering**

Att värdepapperisering av framför allt amerikanska bolån bidrog till finanskrisen berodde bland annat på att informationen om dem var bristfällig och komplex. IOSCO och FSB har sett över hur riskerna med värdepapperisering kan begränsas, främst genom ökad standardisering av den information värdepapperiseringsinstituterna ger till investerarna.

<sup>36</sup> För mer information om detta arbete inom FSB se exempelvis FSB (2013b). Även den årliga undersökning av skuggbanksektorns storlek internationellt som genomförs av FSB ingår i detta uppdrag, se exempelvis FSB (2014). Dessutom pågår arbete inom FSB för att identifiera vilka skuggbanksinstitut som är globalt systemviktiga på samma sätt som har gjorts för globalt systemviktiga banker (FSB, 2014a).



- **Övriga skuggbanker (utöver penningmarknadsfonder och värdepapperisering)**

Som tidigare nämnts finns det vissa oklarheter kring vad som ska klassificeras som en skuggbank. FSB har därför utarbetat ett ramverk för hur skuggbanker ska identifieras, som baseras på vilka verksamheter de utför. Dessutom föreslår FSB olika verktyg, inklusive regleringar, för att hantera de systemriskerna de olika typerna av skuggbanker kan ge upphov till.

- **Värdepappersfinansiering**

Värdepappersfinansiering (på engelska *Securities financing transactions*) utgörs främst av repotransaktioner och värdepapperslån. FSB har tagit fram rekommendationer för att minska riskerna med dem. De rekommendationerna säger bland annat att de som utför repotransaktioner och värdepapperslån måste rapportera dem till ett transaktionsregister.

FSB utfärdar endast rekommendationer. Det är upp till de enskilda länderna att följa dem. EU-kommissionen har presenterat två förslag på nya förordningar som till stor del bygger på FSB-rekommendationer. I augusti 2013 presenterades ett förslag till ny förordning om penningmarknadsfonder (EU-kommissionen, 2013) och i januari 2014 presenterades ett förslag till en ny förordning för ökad genomlysning av transaktioner vid värdepappersfinansiering, det vill säga repotransaktioner och värdepapperslån (EU-kommissionen, 2014). När den senare genomförs kommer det finnas betydligt bättre statistik för de transaktionerna än i dagsläget. Därmed kommer det också att finnas bättre statistik för det som redovisas i den här artikeln om svenska skuggbanksaktiviteter. Båda förslagen på nya förordningar håller just nu på att förhandlas.

Även andra införda och kommande regleringar inom EU kan minska riskerna från skuggbanksektorn.<sup>37</sup> En sådan är *Alternative Investment Funds Manager Directive* (AIFMD) som bland annat medför ökad tillsyn av hedgefonder och riskkapitalbolag och begränsar deras skuldsättning, det vill säga deras användning av en hävstång.<sup>38</sup> Även regelverken för banker (CRR/CRD IV) inom EU stärker bankernas motståndskraft mot problem i skuggbanksektorn, framför allt genom att införa de standarder för banker som BCBS har rekommenderat.

European Systemic Risk Board (ESRB) arbetar med skuggbanker ur ett EU-perspektiv. ESRB har bland annat gett ut en rekommendation gällande utformningen av ny reglering för penningmarknadsfonder inom EU (ESRB, 2012). De har också analyserat systemriskerna på marknaden för värdepappersfinansiering, det vill säga repor och värdepapperslån, inom EU (Keller m.fl., 2014). Inom EU pågår det också arbete vad gäller skuggbanker inom till exempel European Securities Market Authority (ESMA) och European Banking Authority (EBA).


Svenska myndigheter (Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksbanken) deltar också i arbetet med skuggbanker inom EU. De deltar till exempel i EU-förhandlingarna om ny reglering, och i arbetet inom ESMA, EBA och ESRB. Finansinspektionen och Riksbanken är också involverade i arbetet inom BCBS som syftar till att begränsa riskerna för bankerna till följd av exponeringar mot skuggbanker.

Det har även införts svenska regleringar inriktade på att stärka konsumentskyddet, som kan påverka skuggbanksektorn. Ett exempel på en sådan reglering är att snabblåneföretag (sms-lån) och

<sup>37</sup> För en genomgång av dessa regleringar, se EU-kommissionen (2013b).

<sup>38</sup> AIFMD införs i svensk lag genom lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

liknande företag med konsumentkrediter står under tillsyn av Finansinspektionen från och med den 1 juli 2014 (*Lag (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter*). Företagen kan finansiera utlåningen med kortfristig finansiering och är i det avseendet skuggbanker. Men de svarar för en mycket liten del av den finansiella sektorn i dagsläget och har därmed endast marginell betydelse för storleken på den svenska skuggbanksektorn.



## Appendix: Förklaring av begrepp som används i artikeln

*Börshandlade fonder* (på engelska *exchange-traded funds*, ETF:er) är fonder vars värde följer utvecklingen av finansiella tillgångar som aktier, eller av ett finansiellt index (se också Riksbanken (2014a)). Till skillnad från traditionella fonder kan investerare i börshandlade fonder handla fondandelar på en marknadsplats och inte bara lösa in dem hos utgivaren av fonden som vid traditionella fonder. Utgivaren av börshandlade fonder investerar vanligtvis i de underliggande tillgångarna och indexen. Men vissa utgivare väljer istället att investera i derivat som följer värdet på den underliggande tillgången.

*Centrala motparter* (på engelska *central counterparties*, CCP) är finansiella infrastruktur företag vars funktion är att minska risken att motparten inte kan fullfölja kontraktet vid derivat- och värdepappersaffärer. Det gäller också för repotransaktioner och värdepapperslån. Istället för att motpartsrisken vid affärer kvarstår mellan köpare och säljare genomförs affären via en central motpart som blir säljare till alla köpare och köpare till alla säljare. På så sätt flyttas motpartsrisken till den centrala motparten. Ett exempel på en central motpart i Sverige är Nasdaq OMX.

*Finansbolag* specialiserar sig ofta på en viss typ av finansiering. De tillhandahåller till exempel leasing och fakturaköp till företagskunder och betal- och kreditkort till hushållskunder. Till exempel erbjuder ofta de stora biltillverkarna finansiering när deras kunder köper bilar via ett finansbolag. Finansbolagen finansierar huvudsakligen sin verksamhet på två sätt. Det första är att låna från andra finansiella institut, framför allt från banker. Det andra är att ge ut certifikat och obligationer på värdepappersmarknaden. I Sverige regleras finansbolagen ofta på samma sätt som banker och omfattas även av insättningsgarantin. De anses därmed inte vara skuggbanker. Det finns dock finansbolag i Sverige som inte omfattas av bankreglering eller står under tillsyn, och klassificeras därmed som skuggbanker.

En *fond* kan beskrivas som en portfölj med värdepapper som ägs av flera investerare. Det finns flera olika typer av fonder med olika placeringsinriktningar. *Räntefonder* placerar i räntebärande värdepapper, främst obligationer och certifikat. Räntefonderna delas ofta upp i *penningmarknadsfonder* och *obligationsfonder*.<sup>39</sup> En typ av obligationsfonder är *företagsobligationsfonder*, som investerar i företagsobligationer. *Aktiefonder* investerar i aktier, medan *blandfonder* placerar i både aktier och räntebärande papper. En "*fond-i-fond*" placerar i en eller fler fonder, till exempel aktiefonder och hedgefonder. Förutom de här olika typerna av fonder finns även *hedgefonder* som skiljer sig från andra fonder genom att deras förvaltning är relativt obunden. Det gäller både placeringsstrategierna och vilka finansiella instrument, som aktier, räntebärande värdepapper eller derivat, som kan användas.

Penningmarknadsfonder kan antingen ha *konstant* eller *rörligt fondandelsvärde*, vilket har att göra med vilket värde fondandelarna får. Om penningmarknadsfonden har ett konstant värde har fondandelarna samma värde över tiden, till exempel 1 dollar eller 1 euro. Avkastning på en sådan fond får man oftast i form av nya fondandelar istället för att värdet

39 I Sverige har penningmarknadsfonder en genomsnittlig löptid på sitt innehav av räntebärande tillgångar upp till ett år, medan obligationsfonder har en genomsnittlig löptid över ett år.

på fondandelarna stiger. Vid rörligt värde på fondandelarna kan värdet gå upp eller ner från dag till dag. Penningmarknadsfonder med konstant fondandelsvärde finns främst i USA, Luxemburg och på Irland. De som finns i Sverige har rörligt fondandelsvärde.

*Inlåningsföretag* står inte under Finansinspektionen tillsyn, men måste vara registrerade hos Finansinspektionen. Inlåningsföretag får ha insättningar på konto från allmänheten, men då högst 50 000 kronor per konsument. Insättningar hos den typen av företag omfattas inte av insättningsgarantin.

*Investmentbolag* avser bolag där ett stort antal fysiska personer äger bolaget och där bolaget förvaltar aktier eller liknande tillgångar.<sup>40</sup> Sett till verksamheten påminner investmentbolag om riskkapitalbolag eftersom de investerar i ett antal andra bolag precis som riskkapitalbolag. Men riskkapitalbolag kan ha få eller endast en ägare medan ägandet i investmentbolag är spritt på ett stort antal fysiska personer. Investor och Industrivärden är exempel på investmentbolag.

*Riskkapitalbolagen* investerar framför allt i noterade företags aktiekapital, även om de i vissa fall också investerar i noterade företag. Investeringar kan ske via riskkapitalfonder som förvaltas av riskkapitalbolaget, och som också är öppna för andra investerare eller direkt av riskkapitalbolaget.

*Utlåningsföretag* som lämnar eller förmedlar krediter till konsumenter måste sedan 1 juli 2014 ha tillstånd från Finansinspektionen och står under delad tillsyn av Finansinspektionen och Konsumentverket. Det gäller också snabblåneföretag (sms-lån) och andra företag som lämnar krediter till hushåll men inte är en bank.

*Värdepapperisering* (på engelska *securitisation*) innebär något förenklat att man finansierar en oftast illikvid tillgång genom att skapa värdepapper baserade på den tillgången. Med *värdepapperiseringsinstitut* (på engelska *financial vehicle corporations*<sup>41</sup>) avses finansiella bolag som ägnar sig åt värdepapperisering och som drivs som ett fristående bolag (ett så kallat specialföretag).<sup>42</sup> Värdepapperisering kan utföras på flera olika sätt som ofta är mycket komplexa. Ett exempel på en enkel värdepapperisering är att bankerna flyttar över sina bolån till ett fristående institut, ett värdepapperiseringsinstitut. Värdepapperiseringsinstitutet finansierar bolånen genom att låna på de finansiella marknaderna via värdepapper som obligationer och certifikat. Innehavarna av värdepapperna får ofta rätten till kassaflödet från de underliggande fordringarna. För en mer utförlig beskrivning av värdepapperisering, se exempelvis Jobst (2008). Värdepapperiseringsinstitut är alltså en typ av specialföretag som sätts upp för att överföra tillgångar eller risker från ett företag, ofta en bank, till ett fristående företag som finansierar köpet av tillgångarna genom att ge ut värdepapper.<sup>43</sup>

40 Med förvaltning av aktier avses ett långsiktigt ägande. Bolag som bedriver värdepappershandel anses därför inte uppfylla kriteriet för investmentbolag.

41 Dessa institut kallas också ibland också för *conduits*, *special purpose vehicles (SPV)* eller *structured investment vehicles (SIV)* även om dessa benämningar ibland även inkluderar andra typer av specialföretag.

42 Banker som ger ut säkerställda obligationer räknas inte till värdepapperiseringsinstitut även om värdepapperna i båda fallen har specifika underliggande tillgångar som säkerhet.

43 Det finns också specialföretag som sätts upp för att sköta värdepappersemissioner åt företag utan att tillgångar förs över till specialföretaget. Dessa specialföretag ingår inte i värdepapperiseringsinstitut.

*Värdepappersbolag* är andra aktiebolag än banker som har tillstånd att bedriva värdepappersrörelse vilket bland annat omfattar att förmedla och handla med finansiella instrument, ägna sig åt kapitalförvaltning och ge krediter till kunder i samband med värdepappersaffärer.

## Referenser

- Acharya, Viral, Philipp Schnabl och Gustavo Suarez (2013), "Securitization Without Risk Transfer," *Journal of Financial Economics*, Vol. 107(3), s. 515–536.
- Adrian, Tobias och Hyun Song Shin (2009), "The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation," *Banque de France Financial Stability Review*, no. 13 (september 2009), s. 1–10.
- Adrian, Tobias (2014), "Financial Stability Policies for Shadow Banking," *Federal Reserve Bank of New York staff report*, no. 664 (februari 2014).
- Adrian, Tobias, Daniel Covitz och Nellie Liang (2014a), "Financial stability monitoring," *Federal Reserve Bank of New York staff report*, no. 601 (juni 2014).
- Ansideo, Julie, Elias Bengtsson, Daniele Frison och Giles Ward (2012), "Money Market Funds in Europe and Financial Stability," *ESRB Occasional paper series*, no. 1 (juni 2012), European Systemic Risk Board.
- Baba, Nakohika, Robert McCauley och Srichander Ramaswamy (2009), "US dollar money market funds and non-US banks," *BIS Quarterly Review*, March 2009, s. 65–81.
- Bakk-Simon, Klára, Stefano Borgioli, Celestino Girón, Hannah Hempell, Angela Maddaloni, Fabio Recine och Simonetta Rosati (2012), "Shadow banking in the euro area – An overview," *ECB Occasional Paper*, no. 133 (april 2012), European Central Bank.
- Banklagskommittén (1998), *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag (SOU 1998:160)*, Statens offentliga utredningar.
- Bonthron, Fredrik (2014), "Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer," *Ekonomiska kommentarer*, nr 7, Sveriges riksbank.
- Bouveret, Antoine, Julien Jardelot, Joachim Keller, Philippe Molitor, John Theal och Mathieu Vital (2013), "Towards a monitoring framework for securities financing transactions," *ESRB Occasional Paper Series*, no. 2 (mars 2013), European Systemic Risk Board.
- Broos, Menno, Krit Carlier, Jan Kakes and Erik Klaaijzen (2012), "Shadow banking: An exploratory study for the Netherlands," *DNB Occasional Studies*, vol. 10/no. 5 (2012), De Nederlandsche Bank NV.
- Brunnermeier, Marcus (2009), "Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008," *Journal of Economic Perspectives* 23(1), s. 77–100.
- Claessens, Stijn, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski och Manmohan Singh (2012), "Shadow banking: Economics and policy," IMF Staff discussion note (december 2012), International Monetary Fund.
- Claessens, Stijn och Lev Ratnovski (2012), "What is shadow banking?," IMF Working paper (WP/14/25), International Monetary Fund.
- Deutsche Bundesbank (2012), "The shadow banking system: small in Germany, but globally connected," *Financial stability review 2012*, Deutsche Bundesbank, s. 67–78.
- The Economist (2014), "Special report: Shadow and substance," *The Economist*, May 10<sup>th</sup> 2014.
- ECB (2013), "Enhancing the monitoring of shadow banking," *ECB Monthly Bulletin February 2013*, European Central Bank, s. 89–99.
- ECB (2014), "Structural features of the wider euro area financial sector," *ECB Banking Structures Report*, October 2014, European Central Bank, s. 28–45.
- ESRB (2012), *Recommendation of the ESRB of 20 December 2012 on money market funds (ESRB/2012/1)*, European Systemic Risk Board.
- EU-kommissionen (2013), *Proposal for a regulation of the European parliament and of the Council on Money Market Funds (COM(2013) 615)*, European Commission.

EU-kommissionen (2013a), *Communication from the Commission to the Council and the European parliament: Shadow Banking – Addressing new sources of risk in the financial sector* (COM(2013) 614), European Commission.

EU-kommissionen (2014), *Proposal for a regulation of the European parliament and of the Council on reporting and transparency of securities financing transactions* (COM(2014) 40), European Commission.

FSB (2011), *Shadow banking: Scoping the issues*, Financial Stability Board (april 2011).

FSB (2013), *Global shadow banking monitoring 2013*, Financial Stability Board (november 2013).

FSB (2013a), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking: Policy framework for addressing shadow banking risks in securities lending and repos*, Financial Stability Board (augusti 2013).

FSB (2013b), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking: An integrated overview of policy recommendations*, Financial Stability Board (augusti 2013).

FSB (2014), *Global shadow banking monitoring 2014*, Financial Stability Board (oktober 2014).

FSB (2014a), *Consultative document: Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*, Financial Stability Board (januari 2014).

Gravelle, Toni, Timothy Grieder och Stéphane Lavoie (2013), "Monitoring and assessing risks in Canada's shadow banking sector," *Financial System Review*, June 2013, Bank of Canada.

Gorton, Gary och Andrew Metrick (2011), "Regulating the shadow banking system," *Brookings Paper on Economic Activity*, Fall 2011, s. 261–312.

Gunnarsdóttir, Gudrun och Maria Strömquist (2010), "Penningmarknadsfonderna och den finansiella stabiliteten," *Penning- och valutapolitik*, 2010:2, Sveriges riksbank, s. 19–45.

Hilander, Ida (2014), "Storbankernas kortfristiga upplåning i utländsk valuta och deras användning av den kortfristiga valutaswapmarknaden," *Penning- och valutapolitik* 2014:1, Sveriges riksbank, s. 27–49.

Hördahl, Peter och Michael R. King (2008), "Developments in repo markets during the financial turmoil," *BIS Quarterly Review*, December 2008, Bank for International Settlements, s. 37–53.

IMF (2014), "Chapter 2: Shadow banking around the globe: How large, and how risky?," *Global Financial Stability Report*, October 2014, International Monetary Fund.

IMMFA (2014), "Regarding the European Commission Proposal for a Regulation on Money Market Funds," *IMMFA Position paper* (juli 2014), The Institutional Money Market Funds Association.

Jobst, Andreas (2008), "What is Securitization?," *Finance and Development*, Vol. 45(3), International Monetary Fund, s. 48–49.

Keller, Joachim (2012), "The Shadow banking system: economic characteristics and regulatory issues," *NBB Financial Stability Review 2012*, National Bank of Belgium, s. 121–134.

Keller, Joachim, Antoine Bouveret, Cristina Picillo, Zijun Liu, Julien Mazzacurati, Philippe Molitor, Jonas Söderberg, John Theal, Francesco de Rossi och Romain Calleja (2014), "Securities financing transactions and the (re)use of collateral in Europe - An analysis of the first data collection conducted by the ESRB from a sample of European banks and agent lenders," *ESRB Occasional Paper Series*, no. 6 (september 2014), European Systemic Risk Board.

Krishnamurthy, Arvind (2010), "How Debt Markets Have Malfunctioned in the Crisis," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24(1), s. 3–28.

Luck, Stephan och Paul Schempp (2014), "Banks, shadow banking, and fragility," *ECB working paper series*, No 1726 (augusti 2014), European Central Bank.

Luttrell, David, Harvey Rosenblum och Jackson Thies (2012), "Understanding the Risks Inherent in

Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned," *Dallas FED Staff papers*, no. 18 (november 2012), Federal Reserve Bank of Dallas.

Mehrling, Perry, Zoltan Pozsar, James Sweeney och Dan Neilson (2013), "Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance," *Shadow Banking Colloquium*, Institute for New Economic Thinking.

Nilsson, Christian, Jonas Söderberg och Anders Vredin (2014), "Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet," *Ekonomiska kommentarer*, nr 3, Sveriges riksbank.

Olson, Peter (2012), "Regulation's Role in Bank Changes," *FED NY Economic Policy Review*, Vol. 18 (2), s. 13–20.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft och Hayley Boesky (2013), "Shadow banking," *Economic policy review*, vol 19 (2), Federal Reserve Bank of New York, s. 1–16.

Sandström, Maria, David Forsman, Johanna Stenkula von Rosen och Johanna Fager Wettergren (2013), "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten," *Penning- och valutapolitik*, 2013:2, Sveriges riksbank, s. 22–49.

SCB (2014), "Svenskt portföljnehav 2013 – Utländska portföljaktier och räntebärande värdepapper," *Betalningsbalans och finansmarknad rapport 2014:1*, Statistiska centralbyrån.

Shleifer, Andrei och Robert Vishny (2011), "Fire Sales in Finance and Macroeconomics," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25(1), s. 29–48.

Sveriges riksbank (2010), "Hur livbolagen kan påverka den finansiella stabiliteten," fördjupning i *Finansiell stabilitet 2010:2*, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2013), *Riksbanken och finansiell stabilitet*.

Sveriges riksbank (2013a), "De svenska storbankernas upplåning i amerikanska dollar," fördjupning i *Finansiell stabilitet 2013:1*, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2014), "Skuggbanker och det svenska finansiella systemet," fördjupning i *Finansiell stabilitet 2014:1*, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2014a), *Den svenska finansmarknaden 2014*.

Witmer, Jonathan (2012), "Does the buck stop here? A comparison of withdrawals from money market mutual funds with floating and constant share prices," *Working Paper*, no. 2012:25, Bank of Canada.