



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-10-07
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Risker och finansiell stabilitet

Låt mig börja med att tacka för att jag också blev inbjuden till er hemkomstfest, även om jag aldrig tillhört just den företagsekonomiska institutionen vid Uppsala universitet. Jag tänker ägna den här stunden åt att tala om den snabba utveckling som skett på de finansiella marknaderna under de senaste 10-15 åren och diskutera frågan om denna innebär att risker byggs upp som senare kommer att resultera i allvarliga bakslag. De trender och tendenser som jag tänker peka på idag vad gäller marknadsaktörernas beteende kan främst iakttas utanför Sveriges gränser – det är viktigt att understryka. Att jag väljer att ändå tala om dessa är dels för att det kan ge oss en uppfattning om vad som kan bli aktuellt även i Sverige på sikt, dels för att dessa tendenser kanske kan leda till problem på de internationella marknaderna och därmed indirekt påverka även den svenska marknaden.¹

Vad har skett på de finansiella marknaderna?

De finansiella marknaderna har utvecklats snabbt under de senaste åren och skälen till detta är flera.

Den teknologiska utvecklingen har markant förändrat möjligheterna att genomföra finansiella transaktioner. Till exempel har IT-utvecklingen gjort det möjligt att lagra stora mängder data över priser och genomföra omfattande beräkningar i olika riskmodeller. Därmed kunde den utveckling som skedde inom finansiell teori med alltmer avancerade modeller för att beräkna priser och risker tas till vara.

Teknikutvecklingen bidrog i viss mån till den omfattande avreglering som skett på de finansiella marknaderna. I en värld där tekniken gjorde det möjligt att kringgå många av de regleringar som fanns, tvingades dessa bort. Spelreglerna förändrades därmed. Det företag som behöver låna kapital behöver idag inte förlita sig endast på sedvanlig bankutlåning utan kan välja andra typer av instrument och andra aktörer. Valmöjligheterna har ökat.

¹ Inspiration till detta tal har jag i hög grad fått av en diskussion vid Federal Reserve Bank of Kansas Citys seminarium "Monetary Policy in the Era of Alan Greenspan" baserad på en artikel av Raghuram G. Rajan "Has Financial Development Made the World Riskier?".

■ Den stabila makroekonomiska utvecklingen – med låg och stabil inflation - som pågått under de senaste årtiondena har sannolikt också utgjort en bra bas för utvecklingen. Finansiella innovationer hade kanske inte skett i samma takt i en osäker ekonomisk omgivning.

Vad innebär det för dem som agerar på dessa marknader?

Tillsammans har dessa faktorer lett till att konkurrensen ökat och att nya instrument och aktörer tillkommit. Det har påverkat det finansiella landskapet på flera håll och förändrat rollen för traditionella kreditinstitut som banker och bolåneinstitut. Marknaderna har fått allt större roll och såväl kompletterar som konkurrerar med den traditionella bankmarknaden.

Ett exempel på marknadernas ökade roll är att många hushåll inte längre sparar i banker i lika stor utsträckning, utan direkt på de finansiella marknaderna via fonder samt försäkrings- och pensionsbolag. Förutom att köpa värdepapper på marknaden kan dessa i sin tur placera hushållens medel i andra fonder med olika riskprofil. Det är därmed fler aktörer inblandade.

Möjligheten att idag dela upp kassaflöden i olika typer av värdepapper med just den likviditet, löptid och risk som passar en viss investerare är ett annat exempel. Det innebär till exempel att bankerna som accepterar att låna ut pengar till en kund inte behöver behålla den kreditrisk som detta ger upphov till utan kan sälja den till exempelvis ett pensionsbolag. Detta sker genom att banken säljer lånet till ett specialbolag som sedan ger ut värdepapper med lånet som säkerhet. Pensionsbolaget kan i sin tur sälja riskerna till andra som söker bra placeringar, till exempel hushåll eller andra investerare.

Även derivatprodukter gör det möjligt att separera risker och prissätta dem var för sig. Aktörerna på de svenska marknaderna använder sig emellertid relativt sparsamt av såväl kreditderivat som värdepapperisering än så länge. Internationellt har dessa marknader växt i snabb takt. Mellan åren 2001 och 2004 ökade värdet av utestående kontrakt för kreditderivat nära nog sexfaldigt.

Denna utveckling leder sammantaget till att investerare, låntagare och banker kan skapa den kombination av risk som de föredrar. Som jag nämnde har det förändrat bankernas förutsättningar, än så länge mest i vår omvärld. Bankerna har nu behov av att hitta nya intäktsområden för att kompensera för att intäkterna faller på mer traditionella, mogna marknader. Deras aktiviteter finns alltmer inom områden för mer kundpassade lösningar, finansiella innovationer och riskhantering. Bankerna är därmed inte lika dominerande i alla delar av det finansiella systemets funktioner som de en gång var.

Många menar att det finansiella systemet – det vill säga aktörer, marknadsplatser och infrastruktur – kan fungera bättre med dessa förändringar eftersom riskerna sprids bland fler aktörer och de därmed kan hanteras på ett bättre sätt. Samtidigt finns det de som höjer ett varningens finger och som menar att vissa tendenser i utvecklingen sannolikt kommer att leda till färre, men allvarigare finansiella kriser. Låt mig börja med att resonera kring de tänkbara fördelar som utvecklingen fört med sig.

■ Har de finansiella marknaderna blivit robustare...

Frågan om de finansiella marknaderna blivit robustare är en fråga som många ställde sig efter att Asienkrisen, Rysslandskrisen, LTCM och andra kriser kommit och gått utan några allvarigare störningar på marknaderna än tillfälliga och förhållandevis små prisrörelser. Effekterna på det internationella finansiella systemet blev därmed små, även om de kriser som drabbade både Asien och Ryssland ledde till omfattande förmögenhetsomfördelningar och politiskt tumult i dessa länder.

Det finns sannolikt fler skäl till att effekterna blivit så begränsade. Ett är förmodligen att den ekonomiska politiken under de senaste årtiondena blivit allt mer förutsägbar i många länder med sunda statsfinanser och stabil, låg inflation. Marknaderna bör därmed vara mindre känsliga för störningar.

Men ett skäl är nog faktiskt att det finansiella systemet blivit mer motståndskraftigt i sig. Att riskerna är mer spridda gör det mer stabilt. Riskerna flyttas också till de aktörer som vill eller ska ha dem.

Ett annat skäl är nog också att bankerna fått bättre erfarenhet av att agera på avreglerade finansiella marknader. Utvecklingen mot mer marknadsbaserade transaktioner innebär att banker nu kan koncentrera sig på de risker de är bäst på att hantera. De har också blivit bättre på att hantera dem, med mer utvecklade riskhanteringsmetoder och -modeller.

Så långt gott och väl. Mer spridda risker och förbättrad riskhantering kan bidra till att chocker i det finansiella systemet absorberas bättre. Å andra sidan kan det finnas inslag som ökar risken för allvarigare chocker som också sprider sig i hela systemet.

...eller har de blivit mer riskfyllda?

En sådan tendens skulle kunna vara en ökad benägenhet bland marknadsaktörer att dels ta större risker, dels agera som andra. Orsaken skulle vara att de som placerar våra pengar idag i högre grad utvärderas – och därmed även belönas – i förhållande till andra aktörer och på kortare sikt än vad som var fallet i en värld med traditionell bankverksamhet. Det är också enklare att följa i andras fotspår eftersom det finns mer information om hur andra gör.

De kriser som vi upplevt under senare tid har återkommande visat att händelser som bedöms som närmast osannolika trots allt inträffar ibland och då slår hårt på resultaten.

Med Tage Danielssons ord skulle denna typ av risker beskrivas på följande sätt: Innan denna händelse inträffade var det ju ytterst osannolikt att det som hände verkligen skulle hända. Det finns fortfarande de som tycker att det som hände var så otroligt osannolikt så egentligen har det nog inte hänt. Och man förstår ju att de tvekar för enligt deras egna sannolikhetsberäkningar så inträffar ju en sådan här händelse så sällan. Och om det som hände verkligen är sant, då är ju risken att det ska hända en gång till löjligt liten. Egentligen var det tur att det hände. För då vet vi ju att nu är det nästan säkert att det inte händer igen.

Det är möjligt att det finns vissa inneboende mekanismer i aktörernas sätt att agera som kanske gör att dessa typer av risker undervärderas. En sådan mekanism skulle kunna vara det faktum att de utvärderas på kort sikt. Har förvaltarna

■ tur så lyckas de pricka in perioden med positiv avkastning och den sällsynta förlusten blir inte verklighet under den tid de utvärderas. Detta ter sig ju mer sannolikt ju kortare utvärderingsperioden är.

Viljan att ta risk kan förstärkas i en miljö med låga räntor. Aktörer kan då vilja ta mer ränterisk och kanske gå längre ut på avkastningskurvan och därmed bli känsligare för snabbare ränteförändringar. De kan också söka andra typer av placeringar än de tidigare gjort.

Att dessutom utvärderas mot andra på marknaden kan föra med sig att fondförvaltare gärna agerar i flock, även om de egentligen har en annan uppfattning om utvecklingen på de finansiella marknaderna. Det är bättre att förlora i sällskap än att stå på sig om en placering som kanske långsiktigt ger bra avkastning, men som på kortare sikt resulterar i förluster. Just det där ordet kanske är centralt här eftersom ingen kan förutsäga marknadsutvecklingen och det därför är besvärligt att gå emot en trend. Flockbeteenden kan på så vis medföra att tillgångspriser kan avvika från grundläggande ekonomiska förutsättningar under en förhållandevis lång period. Spridningseffekterna kan då också bli större när synen på världen förändras.

Flockbeteendet bland marknadsaktörerna består inte endast av att de följs åt vad gäller placeringar. Det finns tecken på att det också omfattar informationssökandet. Alla håller armlängds avstånd och räknar med att någon annan gör jobbet, vilket innebär att många använder samma informationskällor om strategier och placeringar. Tesen att marknadspriserna bygger på all tillgänglig information faller då. Priserna bygger snarare på rekommendationer från ratinginstitut och andra externa bedömare som därmed får ett stort ansvar. Till viss del måste det vara så, att varje enskild aktör själv söker efter information skulle vara alltför tids- och kostnadskrävande. Men det är viktigt att utnyttja den marknad som trots allt finns, med olika bedömare.

Fler aktörer som är närmare länkade till varandra för med sig att likviditeten i marknaden – kort sagt att det finns någon där när man vill sälja till ett rimligt pris - blir allt viktigare. Det finns större risker för att svårigheter med likviditeten uppstår när länkarna i kedjan är fler och om aktörerna på marknaden riskerar att springa åt samma håll. Då kan det bli flera som försöker sälja samma tillgång samtidigt.

Även om många av marknadsaktörerna blivit allt bättre på att hantera risk baseras många modeller på historiska data som i liten utsträckning kan ge någon information om risken i nya, oprövade produkter. Om en av dessa mycket osannolika händelser skulle inträffa kan det leda till ökad osäkerhet och vilja att snabbt förändra sitt innehav, vilket kanske är svårt när alla andra också blivit försiktigare.

Vid Rysslandskrisen 1998 kunde till exempel modellerna inte förutse att den ryska regeringen skulle ställa in betalningarna – sådana händelser är generellt svåra att modellera - och vilka prisfall det skulle få på många marknader. Inte heller att likviditeten skulle minska så markant så att bankerna inte kunde sälja sina säkerheter utan att det skulle leda till kraftiga prisfall. Tillgångspriser som tidigare rört sig åt motsatt håll och därmed minskat den totala risken i portföljen rörde sig nu plötsligt åt samma håll. Riskerna blev därmed betydligt större än vad modellerna visat.

Just sådana snabba anpassningar av marknadspriser med minskad likviditet är ett scenario som vi återkommande pekat på som ett riskscenario i vår stabilitetsbe-

■ dömning. Om riskpremierna är för låga i tillgångspriserna på de finansiella marknaderna kan ändrade förväntningar leda till instabilitet med stora prisrörelser och minskad likviditet. Om priserna på olika tillgångar samvarierar i högre grad än tidigare skulle de finansiella aktörernas riskexponeringar snabbt kunna öka. Att många investerare gått in i nya tillgångsslag kan i ett sådant läge leda till minskat intresse för dessa tillgångar och att likviditeten helt eller delvis försvinner från vissa marknader. Det som hände efter att den amerikanska hedgefonden LTCM kollapsat hösten 1998 är ett exempel på detta.

Tar riskmodeller hänsyn till sådana svårigheter? Ja, åtminstone i teorin skulle jag vilja säga. I sin riskbedömning testar bankerna sina riskmodeller med en rad olika antaganden, bland annat för risken att tillgångs priser som tidigare inte samvarierat gör det fullt ut. Men frågan är sedan hur styrande dessa tester får vara. Det är inte säkert att de i slutändan beaktas i tillräcklig utsträckning om de framstår som mindre rimliga och kostnaderna av att ta hänsyn till dem är stora.

Det finns tecken på att riskexponeringen vuxit på de internationella finansiella marknaderna. Flera stora internationella banker har ökat sina risker. Så som deras riskmodeller är utformade har de kunnat öka sina exponeringar i mer riskfyllda placeringar och andra tillgångsslag utan att den totala uppmätta risken ökat, bland annat till följd av att räntan är låg. Finansiella institut har ökat sina investeringar i högriskobligationer, i olika råvaror och i olika typer av kreditderivat.

Frågan är om bankernas möjligheter att sälja av viss risk innebär att deras risker verkligen minskat eller om de ökat till följd av att de behåller de största och mest komplicerade riskerna. Antagligen har bankerna mer volatila risker på sin balansräkning. Balansräkningen krymper, men riskerna är procentuellt sett större.

Frågan är vad det innebär att bankerna säljer av sina risker, främst kreditrisk? Risker kan ju liknas vid energi eller värme. De försvinner inte ut i tomt intet, utan finns kvar någon annanstans. Finns det därmed ökade koncentrationer av risk hos andra aktörer som pensionsbolag och hedgefonder där de kan skapa problem? I allmänhet hamnar de hos dem som kan hantera risker och därmed kan ta dem. Frågan är om vi som övervakar systemet och de som agerar på marknaderna vet om risker uppstår?

Vad betyder utvecklingen för stabilitetsarbetet?

Anledningen till att jag talat om dessa frågor för er idag är bland annat att utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkar ett av Riksbankens huvudmål – att främja ett säkert och effektivt betalningssystem. I arbetet med detta mål försöker vi identifiera tänkbara risker i det finansiella systemet och bedöma motståndskraften mot eventuella störningar. Vår analys koncentreras på de stora bankerna eftersom de har en central roll i systemet.

Vi är idag – även i Sverige – mer beroende av de finansiella marknaderna. Även om många av de tendenser jag talat om ännu inte är så påtagliga hos oss kan vi på det vis som var fallet hösten 1998 bli påverkade av det som händer i utlandet.

Det råder knappast någon tvekan om att de förändringar som skett har bidragit till att marknaderna blivit mer effektiva. För samhället i stort är det bra, till och med mycket bra. Antagligen har de också blivit mer robusta, med riskerna bättre spridda i samhället. Det som hänt under senare år tyder på det.

■ Men finansiella kriser kommer vi aldrig att kunna undvika. De kommer att komma igen. De som lagstiftar, reglerar och övervakar marknader kommer inte att kunna förhindra detta. Vad kan man då göra?

Till att börja med handlar det förstås om att skapa oss en så god överblick och kunskap som möjligt om vad som sker. För oss i Riksbanken är i detta sammanhang arbetet i Bank of International Settlement inom kretsen av de så kallade G10-länderna ovärderligt. Men även i andra sammanhang inom ramen exempelvis för Valutafondens verksamhet lär vi oss mycket.

En konsekvens av den här utvecklingen är att vi i vårt eget arbete med stabilitetsanalys och i våra rapporter måste beakta internationella förhållanden i större utsträckning. Vi måste också mer än tidigare övervaka utvecklingen på de finansiella marknaderna och inte enbart ägna oss åt de stora bankerna. Vi måste försöka att upptäcka när priser lämnar de nivåer som är rimliga och istället innebär risker.

När det gäller hanteringen av risker i enskilda institut blir det allt svårare att genomskåda vad som händer. Mer tid måste därför läggas ner på att värdera de system och personer som är inblandade. Detta är det synsätt som präglar det nya övervakningssystemet för bankerna, det s.k. Basel II, som nu ska genomföras.

Det är också vår uppgift att rigga system och infrastruktur så väl att effekterna av de kriser som äger rum minimeras. Till detta kommer förstås att ha beredskap för att kunna hantera kriser, något som blivit alltmer komplicerat i takt med den ökade integrationen och kräver stora insatser idag från centralbankers och finansinspektioners sida.

Aktörerna på de finansiella marknaderna måste också ta sitt ansvar. De riskhanteringsmodeller som finns i de finansiella instituten måste i större utsträckning testas för hur de fungerar om marknadsförhållandena snabbt förändras. VaR-modeller måste kompletteras med stresstester som fångar just extrema händelser. Med omfattande prisrörelser och ändrad dynamik i prissättningen kanske de historiska sambanden inte längre gäller.

Så långt det finansiella systemet så som vi brukar tala om det. Men kanske den största skillnaden som skett på de finansiella marknaderna är att hushållen blivit en betydande aktör, även i Sverige. Det gäller i första hand de hushåll som investerar i fonder och pensionsbolag. Men så är ju fallet för allt fler bland annat genom det nya allmänna pensionsystemet. Hushållen som grupp bär därmed idag mer direkt finansiell risk. Det här reser också viktiga frågor. Hur förberedda är de på detta? Vilken roll spelar skolan för att ge de färdigheter som behövs? Bör andra aktörer engagera sig i detta?

I bakgrunden finns också en större fråga. Hur långt bör denna utveckling drivas? Annorlunda uttryckt: vad kan göras för att de hushåll som vill minimera sina finansiella risker inför exempelvis ålderdomen ska ha sådana möjligheter?

Det här är stora men viktiga frågor som utvecklingen reser. Att ta tag i dem i tid är viktigt.