

■ Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn

Finansiell reglering måste bygga på en solid grund av samhälls-ekonomisk analys. Två villkor måste därför vara uppfyllda för att reglering ska vara befogad: dels att det går att påvisa ett marknadsmisslyckande av något slag, dels att nyttan med regleringen överstiger den samhällsekonomiska kostnaden. I den här artikeln diskuteras övergripande hur marknadsmisslyckanden kan motivera reglering av olika delar av den finansiella sektorn. Vidare pekas på problem och målkonflikter som uppstår då nyttan av en reglering ska vägas mot dess kostnad.

För att ett samhälle ska fungera väl krävs – liksom en fysisk infrastruktur – även en grundläggande juridisk infrastruktur bestående såväl av regler som av institutioner som tillämpar reglerna.⁵⁶ Hit hör ett starkt egendomsskydd och pålitliga system för pantsättning av egendom som säkerhet för lån. Även framväxten av det moderna aktiebolaget, som i sina grunder ser ungefär likadant ut i hela världen, är en viktig faktor bakom den ekonomiska utvecklingen.

Den fortsatta analysen utgår från att en sådan infrastruktur redan finns på plats och fokuserar på behovet av ytterligare regleringar. Fokus är på regleringar av finansiella företag, även om mycket av det som sägs också kan gälla reglering av andra sektorer. Finansiella företag är visserligen i särskilt hög grad föremål för reglering och tillsyn, men de är inte unika i detta avseende. Livsmedelsbranschen är ett annat exempel.

Två motiv brukar framhållas som grund för särreglering av finansiella företag: behovet att skydda ekonomin mot systemstörningar och behovet av konsumentskydd. Systemskydd innebär regler i syfte att skydda hela det finansiella systemet mot allvarliga chocker, t.ex. en bankkras. Konsumentskydd innebär regler som syftar till att skydda den enskilda konsumenten mot olika former av otillbörligt utnyttjande.

Reglering innebär dock kostnader, både av direkt och indirekt karaktär. Nyttan av reglering måste alltid vägas mot dessa kostnader. Behovet av att skärskåda den finansiella särregleringen förstärks av att det befintliga regelverket har byggts under lång tid och är resultatet av politiska kompromisser, inte minst i form av EG-direktiv.

Till följd av att finansiell reglering numera ofta har sitt ursprung i olika internationella överenskommelser är Sveriges möjligheter att i efterhand välja en annan inriktning av regleringarna begränsade. Sverige kan dock – med målsättningen att regleringar ska baseras på ekonomisk analys – påverka utformningen av regelverket genom att lämna synpunkter på reglerings- och lagstiftningsförslag samt genom att delta i det internationella arbetet med utformningen av gemensamma standarder och rekommendationer. Detta är en viktig del av

⁵⁶ Ekonomisk forskning har lyft fram vikten av juridisk infrastruktur för ekonomiskt framåtskridande. Se till exempel Levine (1999), "Law, Finance and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, 8, 8-35, Mayer och Sussman (2001) "The Assessment: Finance, Law and Growth", *Oxford Review of Economic Policy*, 17, 457-466, och Rajan och Zingales (2001), "Financial Systems, Industrial Structure and Growth", *Oxford Review of Economic Policy*, 17, 467-482.

Riksbankens arbete. Ett exempel är att banken, inom ramen för s.k. G10-samarbetet, deltar i Baselkommittén som utformar kapitalkrav för bankerna.

Syftet med denna artikel är att utifrån ett samhällsekonomiskt synsätt analysera motiven för särreglering av den finansiella sektorns olika delar.⁵⁷ Avsikten är inte att analysera specifika regleringar i detalj. Diskussionen omfattar den finansiella sektorn i vid bemärkelse och har bäring på betalningsförmedlare, banker, värdepappersbolag, kreditmarknadsbolag, inlåningsföretag, börser och marknadsplatser, försäkringsbolag, fondbolag m.m.

Artikeln inleds med en principiell diskussion kring de generella motiven för reglering följt av en allmän beskrivning av de finansiella regleringsmotiven med utgångspunkt från den finansiella sektorns tre huvudfunktioner. Huvuddelen av artikeln analyserar sedan de två traditionella motiven för finansiell särreglering, systemskydd och konsumentskydd. Därefter diskuteras olika målkonflikter och problem med särregleringen. Avslutningsvis presenteras ett antal implikationer för den finansiella regleringen i Sverige.

Generella motiv för reglering

Motiven för finansiell reglering skiljer sig inte på något fundamentalt sätt från motiven för reglering av vilken annan verksamhet som helst. Därför kan det vara värdefullt att, innan vi går in på de specifika motiven för finansiell särreglering, beskriva hur ekonomisk teori ser på reglering generellt.

Samhällsekonomisk effektivitet anses normalt kunna uppnås när ekonomiska verksamheter kan bedrivas på väl fungerande marknader under god konkurrens och med ett minimum av offentliga regleringar och ingripanden.⁵⁸ Fria och oreglerade marknader kan, med detta synsätt, i de flesta fall tillgodose hushålls och företags olika intressen. Ibland förekommer emellertid brister som gör att marknadsmekanismerna inte fungerar. Därmed uppnås inte heller det samhällsekonomiskt mest effektiva resultatet; det kommer antingen att produceras för mycket eller för lite av någon vara eller tjänst i förhållande till vad som vore samhällsekonomiskt optimalt. Ibland lyckas marknadsaktörerna själva konstruera olika sätt att hantera sådana brister i marknadens funktion, i andra fall lyckas de mindre väl med detta. I det senare fallet uppstår således ett verkligt *marknadsmisslyckande*. Det kan då finnas motiv för det offentliga att gripa in med någon form av reglering.

⁵⁷ Traditionellt har diskussioner kring motiv för finansiell reglering ofta baserats på andra bevekelsegrunder än de rent samhällsekonomiska som används i denna artikel. Oavsett ursprunglig bevekelsegrund, bör alla regleringar underkastas en samhällsekonomisk analys, eftersom de nästan alltid innebär prioriteringar av ändliga resurser.

⁵⁸ De flesta grundläggande läroböcker i mikroteori innehåller en diskussion kring dessa frågor., se t.ex. Hal Varian, *Intermediate Microeconomics*, W.W. Norton & Company, eller Peter Bohm *Samhällsekonomisk effektivitet*, SNS förlag.

MARKNADSMISSLYCKANDEN

Ett marknadsmisslyckande inträffar helt enkelt när de som handlar på marknaden, ofta av helt legitima skäl, inte har motiv att agera så att priser och kvantiteter blir de som skulle uppkomma på en fri och konkurrensutsatt marknad. I samhällsekonomisk teori identifieras flera olika typer av marknadsmisslyckanden.

Externa effekter är en typ som ofta nämns. Negativa externa effekter uppstår till exempel när en aktör fattar beslut som medför kostnader för andra, utan att den som fattar beslutet tar hänsyn till dessa. Ett klassiskt exempel på detta är när ett företag, samtidigt som det producerar varor, även producerar luftföroreningar som drabbar omgivningen. Dessa luftföroreningar utgör en samhällsekonomisk kostnad, som den som driver företaget i det här fallet inte tagit tillräcklig hänsyn till. Samhället kan därför behöva gripa in för att på något sätt reglera eller prissätta utsläppen.

Existensen av externa effekter behöver dock inte alltid föranleda några större regleringsingrepp. Ibland kan det räcka med att tydligare specificera äganderätterna för att avstyra allvarigare marknadsmisslyckanden. I exemplet med luftföroreningar kan ett system med köp- och säljbara utsläppsrätter leda till att en stor del av de negativa externa effekterna "internaliseras". Genom att utsläppen prissätts får fabrikanterna tydliga motiv att ta hänsyn till dem i sina beslut. Detta är ett exempel där generella lagar och regler om rättigheter inte inkluderar rätten att förorena. När dessa rättigheter definieras i lag skapas förutsättningar för en marknad som kan lösa problemet med den externa effekten.

Kollektiva varor är en annan typ av marknadsmisslyckande. Med detta menas sådana varor – eller tjänster – som kan konsumeras av flera samtidigt utan att nyttan för någon part minskar. Problemet som kan uppstå när en vara konsumeras även av dem som inte betalar för den är att ingen enskild har tillräckliga motiv att producera den. Marknadsmekanismen är då inte ett tillräckligt effektivt instrument, utan det offentliga kan behöva ingripa för att varan ska produceras. Försvar och gatubelysning brukar utgöra skolbokensexempel på sådana kollektiva varor.

Förekomsten av olika slags **informationsproblem** kan också ge upphov till marknadsmisslyckanden. En marknad kan inte fungera effektivt om köpare eller säljare till exempel har ofullständig information om alternativa produkter. Problem uppstår också om aktörerna har olika tillgång till information, det vill säga om informationen är *asymmetrisk fördelad*. Konsumenterna av olika varor och tjänster har ofta ett betydande informationsunderläge gentemot dem som tillhandahåller dessa varor eller tjänster. Detta gäller speciellt i fall när varorna eller tjänsterna är komplicerade till sin natur.

I vissa sammanhang kan asymmetrisk information leda till allvariga marknadsmisslyckanden. Är informationsasymmetrierna tillräckligt

stora kan de som har sämre information föredra att inte delta framför att handla och riskera att göra dåliga affärer. Om tillräckligt många väljer att avstå från att delta försvinner underlaget för en marknad helt.⁵⁹

Asymmetrisk information behöver dock inte nödvändigtvis utgöra ett marknadsmisslyckande som kräver offentliga ingrepp. Många specialiserade tjänster, som exempelvis bankverksamhet, mäklarverksamhet, rådgivningsbyråer syftar just till att hantera informationsasymmetrier. Det går därför inte att hävda att asymmetrisk information i sig alltid motiverar reglering.

Imperfekt konkurrens är ett marknadsmisslyckande som bland annat uppstår när det finns få säljare på en marknad. Om det endast finns ett fåtal eller till och med endast en säljare betecknas marknaderna som oligopol respektive monopol. Problemet med imperfekt konkurrens är att det kan leda till priser som överstiger de som skulle råda på en fri konkurrensmarknad och därigenom till att det produceras för lite av varan givet efterfrågan.

Stordriftsfördelar föreligger om kostnaden för att producera en vara faller ju mer som produceras. Stordriftsfördelar uppstår bland annat om det finns stora fasta kostnader, medan de rörliga kostnaderna är relativt små. Ofta leder detta till imperfekt konkurrens eftersom endast ett fåtal företag kan producera effektivt. Om stordriftsfördelarna är betydande kan konsekvensen bli att det uppstår naturliga monopol.

Stordriftsfördelar är dock inte automatiskt till nackdel för kunderna. Ett exempel kan vara den gemensamma infrastruktur som banker bygger upp för att hantera betalningar mellan sig. En sådan infrastruktur har ofta betydande fasta kostnader, men små marginalkostnader. Förutom dessa stordriftsfördelar i produktionen finns det även en form av stordriftsfördelar för konsumenten, så kallade nätverkseffekter. Det klassiska exemplet är telefonnät där konsumentens nytta tydligt ökar med antalet abonnenter. Men nätverkseffekter är också vanliga i den finansiella sektorn. Kundernas nytta ökar rimligen om de kan skicka betalningar till flera olika banker. Det gäller att väga nyttan av att utnyttja skalfördelarna mot den bristande konkurrens som blir följden.

Existensen av ett marknadsmisslyckande är med detta synsätt ett nödvändigt villkor för reglering. Det är dock inte ett tillräckligt villkor. Därutöver krävs att den samhällsekonomiska nyttan med regleringen är större än den samhällsekonomiska kostnad som regleringen medför. Denna avvägning är ofta svår att göra, men utan en sådan analys riskerar regleringen att göra mera skada än nytta.

AVVÄGNING MELLAN KOSTNADER OCH NYTTA

Förutom att en reglering ofta medför kostnader i form av en offentlig kontrollapparat kan den också leda till betydande kostnader för de

⁵⁹ Se till exempel Akerlof (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, 89, 488-500.

reglerade företagen i form av bland annat informations- och rapporteringskrav. Ofta överlastas dessa kostnader på slutkunden.

De allvarligaste samhällskostnaderna av en reglering är dock kostnader av ett mer subtilt slag. Offentliga ingripanden kan ha oönskade effekter på de ekonomiska aktörernas förutsättningar och beteende. Detta kan exempelvis snedvrider konkurrensen inom den aktuella branschen eller mellan branscher. Att vissa företag indirekt gynnas och andra missgynnas bidrar ofta till ineffektiv resursallokering i ekonomin, vilket på sikt leder till sämre tillväxt. Vid varje reglering är det således viktigt att noga analysera både de fördelar och de direkta och indirekta kostnader som regleringen medför.

Ett stort problem är att det normalt är besvärligt att mäta kostnader av en reglering. Den samhällsekonomiska nyttan kan vara ännu svårare att uppskatta. Det är heller inte alltid möjligt att analysera regleringsförslaget isolerat. Den samlade effekten av många olika regleringar kan bli oönskad, även om var och en av regleringarna ter sig välmotiverad. Dessvärre kan de samlade effekterna av en viss reglering ofta inte heller avgöras förrän långt i efterhand. Dessa svårigheter gör dock inte uppgiften mindre angelägen.

För att en reglering ska vara motiverad krävs det således att det finns ett marknadsmisslyckande och att regleringens nytta är större än dess kostnader.

Motiv för reglering av den finansiella sektorn

Med utgångspunkt från dessa generella principer för effektiv reglering övergår vi nu till att diskutera motiven för särskild reglering av den finansiella sektorn. För att kunna göra detta kan det vara värdefullt att först översiktligt betrakta det finansiella systemets huvudsakliga funktioner.

DEN FINANSIELLA SEKTORN HUVUDUPPGIFTER

Den finansiella sektorn erbjuder i huvudsak tre typer av tjänster till hushåll och företag; att genomföra betalningar, att förmedla kapital och att hantera risk.

Betalningar är av central betydelse för varje ekonomi. Det är svårt att tänka sig någon form av ekonomisk aktivitet utan betalning. Om möjligheterna att utföra säkra och effektiva betalningar skulle försämrats riskerar det att få stora negativa konsekvenser för samhälls-ekonomin.

I en modern ekonomi sker många betalningar – och dessutom de största och viktigaste – inte som direkta överföringar mellan betalare och betalningsmottagare utan istället som överföringar mellan kon-ton hos en betalningsförmedlare – vanligtvis en bank. Betalningar med hjälp av t.ex. betalkort, kreditkort och gireringar sker genom att en betalningsförmedlare debiterar betalarens konto och krediterar betalningsmottagarens konto. Det är först när denna kontoöverföring hos betalningsförmedlaren är gjord som betalningen är slutförd.

Om slutanvändarna har olika förmedlare/banker krävs det system för överföringen mellan betalningsförmedlarna, det vill säga en finansiell infrastruktur för betalningar.

Kapitalförmedlingen är den andra av den finansiella sektorns huvuduppgifter. Många hushåll önskar jämna ut sin konsumtion över tiden. Samtidigt behöver företag finansiering. Stora samhällsekonomiska effektivitetsvinster kan därför uppnås genom att knyta samman dem som av olika skäl vill spara, dvs. inte omedelbart konsumera hela sin inkomst, med dem som behöver resurser för investeringar av olika slag eller för konsumtion. Marknadspriset på lånen, räntan, fungerar som styrmedel och medför att de mest lönsamma investeringarna får tillgång till kapital. De kommer nämligen att kunna betala den högsta riskjusterade räntan. På så sätt allokeras kapitalet, i idealfallet, till de samhällsekonomiskt mest produktiva investeringarna, vilket leder till högre ekonomisk tillväxt.

Traditionellt spelar banker en central roll i kapitalförmedlingen genom att å ena sidan ta emot inlåning och å andra sidan låna ut. Det finns dock alternativ. Finansbolag och hypoteksbolag står idag för en betydande del av utlåningen. En stor del av sparandet finns i fonder. Värdepappersmarknaderna är också viktiga för att kapitalet ska kanaliseras till dem som kan använda det bäst. Det är ofta på värdepappersmarknaderna som alternativa kapitalförmedlare finansierar sig respektive placerar sina medel. Även bankerna finansierar sig numer till stor del via värdepapper. Det gör att värdepappersmarknaderna blir centrala för övriga finansiella aktörers möjligheter att tillhandahålla ett brett utbud av kapitalförmedlingstjänster till hushåll och företag, även om de senare inte agerar direkt på dessa marknader.

Riskhanteringen är den tredje huvuduppgiften för finanssektorn. Försäkringsbolag är det tydligaste exemplet på institut som tillhandahåller tjänster för att hantera risk. Även bankerna hanterar många risker. Ett exempel är att bankerna lånar ut till ett stort antal olika företag och hushåll och därmed minskar riskerna för den vanlige insättaren. Men både försäkringsbolagen och bankerna skulle idag ha svårt att erbjuda ett omfattande utbud av riskhanteringstjänster om de inte i sin tur kunde avhända sig sina risker på de finansiella marknaderna. Exempelvis har derivatmarknaderna gjort det möjligt att relativt enkelt skilja ut olika risker och att handla med dessa separat. Därmed har också stora effektivitetsvinster kunnat göras i främst de professionella aktörernas riskhantering.

MARKNADSMISSLYCKANDEN I DEN FINANSIELLA SEKTORN

Av diskussionen ovan framgår tydligt att det är av stor betydelse för ekonomin som helhet att den finansiella sektorn utför sina huvuduppgifter på ett effektivt och säkert sätt. Detta är dock inte i sig tillräckligt för att motivera reglering utan det krävs också att det finns ett tydligt marknadsmisslyckande. De marknadsmisslyckanden som framförallt utmärker den finansiella sektorn är externa effekter, informationsproblem och stordriftsfördelar.

Externa effekter uppstår till exempel i den finansiella sektorn på grund av spridningsriskerna. Om en bank får finansiella problem påverkar det normalt sett omgående ett antal andra banker. I de beslut som påverkar en banks risker, saknas ofta incitament att ta hänsyn till de samhällsekonomiska kostnaderna som dessa spridningsrisker medför. Förekomsten av dessa negativa externa effekter – ofta kallade systemrisker – skapar ett systemskyddsmotiv för särreglering av den finansiella sektorn.

Informationsproblem är vanliga i fråga om finansiella tjänster och ofta en naturlig följd av att informationen är asymmetriskt fördelad, till exempel mellan säljare och köpare. Tjänsterna kan vara komplicerade och det är naturligt att säljarna har väsentligt bättre information än köparna, som ofta är enskilda konsumenter. Även om problemen till följd av asymmetrisk information inte är unika för finansiella tjänster är dessa problem ofta större än för andra varor och tjänster. Det finns därför ett konsumentskyddsmotiv för särreglering av finansiella tjänster.

Stordriftsfördelar är också vanliga för en del finansiella tjänster. Det innebär å ena sidan att en eller ett fåtal producenter kan producera dessa tjänster till en lägre styckkostnad än om det hade funnits många olika producenter. Å andra sidan medför dessa stordriftsfördelar inte sällan att konkurrensen begränsas, på samma sätt som för naturliga monopol. Förekomsten av stordriftsfördelar kan förstärka behovet av reglering från såväl system- som konsumentskyddsperspektiv.

I de följande två avsnitten diskuteras närmare motiven bakom särreglering av den finansiella sektorn med utgångspunkt från den traditionella indelningen i systemrisker respektive konsumentskydd.

Behov av systemskydd i den finansiella sektorn

De externa effekterna i den finansiella sektorn hänger nära samman med förekomsten av **systemrisk**. Systemrisk kan definieras som risken att en störning i någon del av det finansiella systemet utvecklas till ett krisförlopp som fortplantas genom systemet så att någon av dess grundläggande funktioner hotas, till exempel genom att många aktörer, institut eller system får så allvarliga problem att deras verksamhet äventyras, eller så att betydande kapitalvärden sätts på spel.⁶⁰ Den negativa externa effekten består i att en enskild aktör inte tar hänsyn till alla de kostnader som skulle uppstå om en eller flera av den finansiella sektorns grundläggande funktioner slogs ut. Med andra ord är de enskilda aktörernas motiv att hantera systemrisken lägre än vad som är samhällsekonomiskt optimalt. Systemskydd är därför ett viktigt motiv för reglering.

⁶⁰ Det finns många referenser till systemrisk. För en översikt se Goodhart och Illing (2002) *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, London, Oxford University Press. Empiriska studier kring systemrisk inkluderar bland annat Gropp och Vesala (2004), "Bank Contagion in Europe", mimeo ECB och Bartram, Brown och Hund (2005), "Estimating Systemic Risk in the International Financial System", working paper Kenan-Flagler Business School, University of North Carolina at Chapel Hill.

Även om sannolikheten *a priori* för en systemkris är liten kan de samhällsekonomiska effekterna vara stora. Det är ofta svårt att beräkna kostnaderna för en finanskris med någon precision. En undersökning som gjorts av Bank of England uppskattar den ackumulerade produktionsförlusten till följd av en finanskris till i genomsnitt 15–20 procent av BNP.⁶¹ Detta pekar på att det samhällsekonomiska värdet av stabilitet i det finansiella systemet är stort, vilket stärker argumenten för systemskyddsreglering.

Hur viktigt ett enskilt system eller institut är ur systemskydds-synpunkt beror på vilka alternativ som finns för användaren inom en rimlig tidshorisont. Om det finns realistiska alternativ minskar det samhällsekonomiska intresset av att skydda ett specifikt system eller institut.⁶² Eftersom de tillgängliga alternativen kan variera över tiden, beroende på teknisk utveckling och marknadsförhållanden, är det viktigt att löpande följa vilka institut och system som är vitala för att tillhandahålla de grundläggande tjänsterna.⁶³

Systemriskerna har stor betydelse för den finansiella sektorn av två skäl. För det första är en del funktioner i det finansiella systemet särskilt känsliga för störningar. För det andra finns det i vissa finansiella verksamheter betydande smittoeffekter, vilket gör att störningar lätt fortplantar sig mellan olika aktörer och därmed kan orsaka en kris i hela systemet. Smittoeffekter riskerar därför att skapa stora kostnader och långvariga återverkningar i hela samhällsekonomin.

Systemkriser kan emellertid uppstå även utan kedjeeffekter. Detta gäller framför allt om marknaden är så koncentrerad att den är beroende av att något eller några få institut eller system fungerar. Om ett sådant system får problem kan det leda till att någon av den finansiella sektorns samhällsviktiga funktioner inte kan upprätthållas.

En systemkris kan således innebära att utbudet av vissa varor eller tjänster helt försvinner. Marknaden bryter samman trots att tjänsterna fortfarande i hög grad är efterfrågade. Denna instabilitet ska inte blandas ihop med de naturliga och nödvändiga strukturförändringar som finns inom alla verksamheter och som ofta beror på ändrad efterfrågan eller ändrade produktionsmöjligheter. Om till exempel ett lands bilindustri blir utkonkurrerad av utländska företag innebär detta att konsumenterna valt andra alternativ, men det innebär inte att det kommer att råda brist på transportmedel eller att transportsystemet som helhet äventyras. Normalt beror dessa strukturella förändringar på ändrade preferenser eller ändrade relativa kostnader och inte på att marknaden kollapsar och att efterfrågan inte kan tillgodoses. Systemskydd handlar således inte om ett skydd mot naturliga strukturförändringar.

61 Hoggarth, Reis & Saporta (2001), "Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence", Working paper 144, Bank of England.

62 Ofta är dagens finansiella institut så stora och komplicerade att de har flera funktioner i ekonomin. Om ett institut fyller en systemviktig funktion innebär det inte alltid att hela institutet är systemviktigt.

63 Se till exempel Finansiell Stabilitet 2003:1 "Kan ett bankfallissemang hota betalningssystemet", s. 75–92 och Andersson, Guibourg och Segendorff (2001) "Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen", *Penning och Valutapolitik* 2001:3, s 5–19.

Behovet av systemskydd skiljer sig väsentligt mellan olika finansiella delmarknader.⁶⁴ Olika marknadsmisslyckanden kan också kräva olika lösningar.

MARKNADEN FÖR BETALSYSTEM, CLEARING OCH AVVECKLING

När det gäller **betalssystem** finns framför allt tre källor till systemrisk: spridningsrisker, stordriftsfördelar och nätverkseffekter.

Spridningsriskerna i betalssystemen hänger samman med de kedjeeffekter som kan uppstå då en part i en ekonomisk transaktion av någon anledning inte kan eller vill betala. En sådan händelse kan leda till att många andra aktörer inte heller kan betala. Därmed kan betalningsproblem komma att spridas i hela systemet. Eftersom det inte är rimligt att anta att den första som ställer in betalningen tar hänsyn till alla konsekvenser i senare led – om en aktör hamnat i betalningsbekymmer har den för övrigt knappast något val – finns det ett marknadsmisslyckande i form av negativa externa effekter. Spridningsriskerna utgör därför ett potentiellt systemhot som kan slå ut betalningsförmedlingsfunktionen.

En annan egenskap hos betalssystemen är att stordriftsfördelarna ofta är ansenliga. Av den anledningen kan stora system ofta erbjuda betalningstjänster till lägre pris än små betalssystem. Det får till följd att inträdesbarriärerna i betalssystem normalt är betydande och koncentrationstendenserna i regel stora. Dessutom är betalssystem vanligen förknippade med betydande nätverkseffekter.⁶⁵ En deltagare tjänar normalt på att fler användare är med i betalssystemen, eftersom det ökar möjligheterna att genomföra och erhålla en betalning.

Koncentrationstendenserna gör att betalssystem ofta får karaktären av naturliga monopol. I de flesta länder finns det endast ett enda betalssystem för varje typ av betalning. I Sverige finns till exempel Riksbankens RIX-system för stora interbankbetalningar och Bankgirocentralen BGC:s system för mindre brådskande betalningar av mindre belopp. Det innebär att betalningsförmedlingsfunktionen blir mer kritiskt beroende av stabiliteten i det enskilda betalssystemet. Men det innebär också att de fasta kostnaderna kan slås ut på fler användare och att kunderna lättare kan genomföra betalningar till andra kunder. Samtidigt finns det en risk att koncentrationen leder till monopolprissättning och att motiven för omvandling och utveckling minskar.

Tendensen till koncentration gör att det kan finnas motiv för särskild reglering och tillsyn av betalningssystem i syfte att minska systemriskerna. Systemriskproblemen kan dock föranleda regleringar som ytterligare förstärker koncentrationen på marknaden, varför det kan finnas anledning att speciellt följa konkurrensfrågorna på detta område. För regleraren finns det därför i praktiken svåra avvägningar att göra mellan att minska risken för systemkriser och samtidigt upprätthålla konkurrens och omvandlingstryck.

⁶⁴ En analys med utgångspunkt från dessa principer har tidigare genomförts bland annat kring motiven för reglering av banker, se exempelvis Banklagskommitténs betänkande, "Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag", (SOU 1998:160).

⁶⁵ För en analys av dessa nätverkseffekter se bland annat Guibourg (2001), "Interoperability and Network Externalities in Electronic Payments", Working Paper 126, Sveriges Riksbank.

Clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner är föremål för i stort sett samma slags problem som betalsystemen.⁶⁶ För det första är spridningsriskerna likartade. Eftersom clearing och avveckling tar flera dagar att genomföra på de flesta marknader skapas betydande exponeringar innan avvecklingen är genomförd. Om en säljare av ett värdepapper inte kan leverera detta kan det ge stora återverkningar i flera led. Till detta kan läggas att clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner i regel är intimt förknippad med betalsystemen, vars flöden i stor omfattning härstammar från värdepappershandeln. Problem i clearing och avveckling av värdepapper riskerar därför också att sprida sig in i betalsystemen, vilket i sig ger motiv för reglering och tillsyn. Regleringen bör inriktas på att öka sannolikheten för att aktörer kan leverera rätt värdepapper i tid och på att minimera konsekvenserna av eventuella leveransproblem.

På samma sätt som betalsystemen kännetecknas systemen för clearing och avveckling av betydande stordriftsfördelar. Koncentrationen kan vara bra ur ett stabilitetsperspektiv eftersom kostnaderna kan slås ut på många användare, men samtidigt ökar riskerna vid ett fallissemang. Koncentrationstendenserna riskerar att hämma en dynamisk utveckling. Motiven för reglering är således desamma som för betalsystem.

BANKMARKNADEN

För att betalsystemen ska fungera är det också viktigt att betalningsförmedlarna kan fullgöra sina uppgifter som mellanhänder i betalningarna. I de flesta moderna ekonomier spelar bankerna en central roll både som förvaltare av betalningsmedel och som betalningsförmedlare. Med betalningsmedel avses här belopp som är avsedda för betalningar inom en relativt snar framtid och som därför placerats så att de snabbt är tillgängliga till låg kostnad.

Normalt sett är en banks tillgångar, i form av utlåning till företag och hushåll, illikvida medan skulderna, det vill säga upplåningen från värdepappersmarknaderna och inlåningen från företag och hushåll, är likvida. Insättarna kan vanligtvis ta ut medlen med kort varsel, till exempel för att göra betalningar. Detta är i själva verket ett av syftena med att sätta in betalningsmedel. Upplåningen från värdepappersmarknaderna sker också till stor del med korta löptider, vilket innebär att den är likvid. I kontrast till detta är bankens utlåning till företag och hushåll normalt inte återkrävningsbar med kort varsel och den kan inte heller snabbt avyttras utan avsevärda rabatter. En av bankernas huvuduppgifter kan sägas vara just att genomföra denna omvandling mellan likvid inlåning och illikvida lån.

Men denna obalans i likviditet innebär givetvis en risk för bankerna. Om finansieringen via värdepappersmarknaderna helt försvinner eller om alla insättare samtidigt skulle vilja ta ut sina insatta medel så skulle banken inte klara detta. Eftersom bankens lånefinansiärer

⁶⁶ Clearing avser den sammanställning av de åtaganden som följer av handeln, det vill säga hur mycket köparen ska betala till säljaren samt vilka och hur många värdepapper säljaren ska leverera till köparen. Avvecklingen avser själva överföringen av de likvida medlen till säljaren och värdepappret till köparen.

inser detta kan en bank som får finansiella problem drabbas av en uttagsanstormning, där alla insättare snarast möjligt vill ta ut sina medel och övriga långgivare dra tillbaks sin finansiering. Det kan till och med räcka med att banken endast misstänks ha problem för att utlösa en uttagsanstormning. När bankens likvida medel tar slut tvingas banken stänga. Det faktum att en enskild marknadsaktör eller insättare inte beaktar de konsekvenser på bankens finanser som dennes agerande kan få utgör en negativ extern effekt, ett marknadsmisslyckande.

Problemen förstärks av de spridningsrisker som finns. Om en bank får betalningsproblem, till exempel på grund av en uttagsanstormning, kan likviditetsproblemen lätt sprida sig till andra banker. Spridningen kan ske på olika sätt. För det första kan spridningen ske direkt, via de exponeringar som banker har mot varandra i betalssystemen och i samband med valuta- och värdepappershandel. Svåra kedjeeffekter kan uppstå om en problemdrabbad banks kunder får sina betalningsmedel inlåsta. Detta försvårar betalningar till andra hushåll och företag, vilket kan leda till likviditetsproblem som i sin tur kan ge upphov till kreditförluster och betalningsproblem för dessa kunders banker.

Ett annat problem är att bankerna ofta är exponerade mot samma slags risker, vilket ökar sannolikheten för att exempelvis en makroekonomisk chock ska drabba mer än en bank. Farhågor om detta gör att bankers finansiärer kan bli överdrivet försiktiga med att förnya sin utlåning, även i de fall då korrelationen mellan bankerna är begränsad. Spridningen av problem mellan banker kan således uppstå även som en *indirekt* effekt, via förväntningar om att andra banker kan vara drabbade av likartade problem som den först drabbade, eller via mer eller mindre välgrundade misstankar om bankernas exponeringar mot varandra.

Bankernas betydelse som betalningsförmedlare i kombination med deras inneboende instabilitetsegenskaper skapar motiv för reglering. Problemet är just att hela marknaden för insättningar – och därmed även för långgivning – riskerar att försvinna trots att efterfrågan på tjänsterna är oförändrad.

Om banksystemet slås ut, skulle detta också kunna leda till en kraftig och snabb kreditåtstramning (*credit crunch*), som riskerar att medföra samhällsekonomiska kostnader. Tidsaspekten är här viktig. För företag som är beroende av checkkrediter och liknande kan en bankkris snabbt få allvarliga konsekvenser. Men för kapitalförmedlingen som helhet tar det sannolikt betydligt längre tid innan en bankkris ger lika allvarliga återverkningar som den gör för betalförmedlingen.

Att problemen är mindre när det gäller kapitalförmedlingen än för betalningsförmedlingen beror på att kunden faktiskt ofta kan byta bank, om de bara får lite tid. Risken att tjänsten helt ska försvinna är således mindre för kapitalförmedlingen än för betalssystemen. Samtidigt har kreditgivare ofta en historisk relation med sina kredittagare och därför kreditinformation av privat karaktär som är svår att överlåta. Detta kan göra det svårt och tidsödande för en alternativ finansiär

att ta över kreditgivningen från en fallerande bank. Ett annat problem är att kapitaltäckningsreglerna kan utgöra en restriktion på hur snabbt andra kreditinstitut kan expandera låneportföljen. Detta innebär att systemriskernas betydelse för kapitalförmedlingen också bör beaktas.

MARKNADERNA FÖR FINANSIELLA INSTRUMENT

Handel med finansiella instrument – värdepapper, valuta och derivat – förutsätter likvida marknader. I vissa fall kan det dock uppstå ett marknadsmisslyckande där marknadslikviditeten och därmed möjligheterna till finansiell handel försvinner.

Marknadslikviditet är förknippad med nätverkseffekter. I takt med att fler handlare får tillgång till en viss marknad ökar nyttan för alla som deltar på marknaden. Aktörer som handlar – och därmed tillför likviditet till marknaden – kommer inte i sina egna privata eller företagsekonomiska kalkyler att beakta den nytta som ökad likviditet ger övriga marknadsaktörer. Det finns med andra ord positiva externa effekter förknippade med likviditet. En följd av detta är att orderflödet på en marknad lockar till sig ytterligare orderflöden; likviditet attraherar likviditet. Men myntet har också en baksida. Om likviditeten av någon anledning sjunker i någon del av marknaden, finns risken att likviditeten, i en negativ spiral, mycket snabbt dras undan från marknaden som helhet. Det finns alltså en betydande risk att marknadslikviditeten torkar ut om det uppstår en finansiell kris.

Normalt finns det alltid aktörer som är villiga att handla. Med ökad osäkerhet på marknaderna krävs dock i regel att man kan erbjuda ett fördelaktigt pris för att locka fram en motpart. Likviditeten är alltså normalt en fråga om att hitta rätt pris. Det kan dock inte uteslutas att osäkerheten blir så stor att ingen vill handla och att marknaden under en kortare period helt försvinner, det vill säga att det uppstår ett så kallat likviditetshål.⁶⁷ Följden blir att marknadsaktörerna inte kan ändra sina finansiella positioner. Likviditeten riskerar således att bli som sämst just när den behövs som bäst. Historiskt har vi upplevt sådana likviditetshål vid några tillfällen, bland annat vid börskraschen 1987, i fallet med LTCM i september 1998 och i samband med terroristangreppet den 11 september 2001. I praktiken är det ofta svårt att avgöra när det uppstår ett likviditetshål. Vid nämnda tillfällen gjorde den amerikanska centralbanken i alla fall bedömningen att riskerna var överhängande och ingrep därför.

Problem med marknadslikviditeten uppstår oftast till följd av snabba prisfall på finansiella tillgångar orsakade av att ny information blivit känd eller att investerarna av någon anledning plötsligt ändrat uppfattning om en tillgångs värde.

Rationella investerare kan skydda sig mot prisfall med hjälp av inbyggda stop-loss-funktioner som utlöses automatiskt när en tillräckligt stor negativ prisförändring infaller. Om tillräckligt många investerare har liknande funktioner, kan detta dock leda till en mycket snabb nega-

67 Se Avinash Persaud "Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity" Risk Books, dec 2003 eller Morris och Shin (2004) "Liquidity Black Holes", *Review of Finance* 8:1–18.

tiv spiral i tillgångspriserna och en snabb uttorkning av likviditeten. Det finns med andra ord en negativ extern effekt eftersom den enskilde investeraren inte har anledning att ta hänsyn till och internalisera den samhällsekonomiska kostnaden av sitt agerande. Det akuta problemet är inte att priset anpassas till en ny – kanske mer realistisk – nivå utan att anpassningen sker så snabbt att likviditeten försvinner och att marknaden funktionssätt därmed allvarligt skadas.

Sådana nedåtgående spiraler på värdepappersmarknaderna kan förstärkas av beteenden hos stora placerare som livförsäkringsbolag och pensionsfonder. För att livförsäkringsbolagen, vid ett snabbt fall i tillgångspriserna, ska kunna upprätthålla solvenskravet enligt gällande regelverk kan de vara tvungna att göra utförsäljningar. Det kan i sin tur leda till ytterligare prisfall, vilket kan utlösa eller förstärka en negativ prisspiral. Aktiemarknadens fall under våren och sommaren 2003 var enligt många bedömare delvis en effekt av att regelverket på detta sätt framtvungade försäljningar från livförsäkringsbolagen.

De exempel på problem med marknadslikviditeten som här har angetts visar på svårigheten att via offentliga ingrepp påverka utvecklingen. Likviditet kan inte regleras fram. Ur ett regleringsperspektiv är istället det väsentliga att offentliga ingrepp inte minskar marknadens förutsättningar att själv skapa och upprätthålla likviditet. Dessutom pekar exemplen på att det i vissa krissituationer kan finnas behov av en centralbank som kan ingripa för att tillföra likviditet.

Ovan berördes bankernas betydelse som betalningsförmedlare och deras ökade beroende av de finansiella marknaderna för sin finansiering. Det ökade beroendet av marknaderna för finansiella instrument gäller också för bankernas riskhantering, bland annat för deras dynamiska hedging-strategier.⁶⁸ Problem på de finansiella marknaderna kan därför försvåra och fördyra såväl finansieringen som riskhanteringen i banksystemet. Om det uppstår ett likviditetshål finns det en risk att detta snabbt drabbar bankerna och i förlängningen ger stora problem i betalsystemen.

Samtidigt torde sannolikheten för att det ska uppstå ett likviditetshål variera mellan olika marknader. På de marknader som till exempel är viktigast för bankernas riskhantering är sannolikheten större att det finns villiga motparter. Därmed torde likviditetsproblemen snarast resultera i mer oförmånliga priser för de aktörer som måste handla. Systemvida problem kan dock inte uteslutas.

FÖRSÄKRINGSMARKNADEN

Som framgått ovan kan försäkringsbolagens agerande i värsta fall förvärra likviditetsproblemen på marknaderna. När det gäller försäkringsbolagens verksamhet i övrigt är det dock svårare att finna marknadsmisslyckanden som ger upphov till systemstabilitetsproblem på samma sätt som för banker och betalsystem. Försäkringsmarknaden saknar de nätverkseffekter och koncentrationstendenser som utmär-

⁶⁸ En dynamisk hedging-strategi innebär att riskhanteringen sker genom att innehavaren dagligen eller nästan dagligen justerar sin position, vilket därför kräver god tillgång till likvida marknader för finansiella instrument.

ker marknaden för betalssystem. De likviditets- och spridningsrisker som kännetecknar bankmarknaden är också begränsade på försäkringsmarknaden.

Även om riskerna inom till exempel sakförsäkringsbranschen är korrelerade, exempelvis i samband med naturkatastrofer, är dessa bolag normalt tillräckligt diversifierade och återförsäkrade på de internationella marknaderna för att klara ganska stora skador som drabbar en hel bransch. Inom livförsäkringsbranschen torde riskerna för systemkriser också vara begränsade. När ett enskilt livförsäkringsbolag får ekonomiska problem försämrar det knappast de övriga bolagens ekonomiska situation. Visserligen kan det finnas en korrelation i de risker bolagen är utsatta för, exempelvis marknadsrisker och förändringar i försäkringstagarnas förväntade medellivslängd.

Frånvaron av extrem koncentration och likviditetsrisk gör dock att kriser som drabbar försäkringsbolag ofta har ett mer långsamt förlopp. Problem i livförsäkringsbolagen kan på sikt få realekonomiska konsekvenser, men knappast skapa en systemkris.

Behov av konsumentskydd i den finansiella sektorn

Behovet av konsumentskydd på olika marknader är ett viktigt och vanligt förekommande motiv för reglering, vilket inte minst återspeglas i den generella konsumenträtten. Detta gäller även för finansiella tjänster och en betydande del av regelverket inom den finansiella sektorn motiveras utifrån olika konsumentskyddsaspekter.

Konsumentskyddet är viktigt av flera skäl. För det första är många finansiella tjänster att beteckna som nödvändighetsvaror – enskilda hushåll och företag är i sin ekonomiska vardag exempelvis beroende av att kunna ta emot och göra betalningar. För det andra omfattar finansiella tjänster, som bank- och pensionssparande och bolån, ofta stora värden för den enskilde konsumenten. Exempelvis torde många personer vid pensionstillfället ha en betydande andel av sin livsinkomst i pensionssparande. Skulle hela pensionskapitalet försvinna skulle det få stora ekonomiska effekter för den enskilde. Drabbas många torde det också kunna leda till sociala och, i förlängningen, politiska problem.

Dessutom finansiella tjänster ofta är förknippade med informationsproblem, framför allt att informationen är asymmetriskt fördelad mellan köpare och säljare. Konsumenterna av finansiella tjänster kan befinna sig i ett betydande informationsunderläge gentemot säljarna av dessa varor och tjänster. Informationsproblemet uppstår genom att flera finansiella tjänster också är relativt komplexa med avtalsvillkor och värderingsgrunder som kan vara svåra att förstå. Komplexiteten gör det svårt för personer som inte är så insatta att fatta väl underbyggda beslut. Tidsaspekten förstärker informationsproblemet. Flera finansiella tjänster, exempelvis pensionssparande, har en lång horisont där själva syftet med tjänsterna är att de ska konsumeras långt in i

framtiden. Detta gör det svårt för konsumenter att bedöma tjänsternas kvalitet och olika leverantörers trovärdighet utifrån egna erfarenheter.

Det är just *kombinationen* av dessa egenskaper – å ena sidan den enskilde konsumentens beroende och utsatthet och å andra sidan informationsproblem – som kan motivera särskild reglering av finansiella tjänster.

KONSUMENTSKYDDETS OMFATTNING OCH UTFORMNING

Hur allvarliga informationsproblemen är för konsumenterna hänger i hög grad ihop med hur marknaden fungerar som helhet. På en väl fungerande marknad med begränsade informationsproblem har seriösa, långsiktigt syftande säljare av finansiella tjänster starka motiv att ha kundens bästa för ögonen. Annars försvinner kundunderlaget på sikt till konkurrenterna. Om problemen med asymmetrisk information är stora och om marknaden av något skäl inte själv klarar av att lösa dessa är det dock troligt att enskilda konsumenter kommer i kläm. I extrema fall kan en befintlig marknad försvinna trots att den fyller en viktig samhällsfunktion.

Det kan emellertid vara komplicerat att definiera vem som ska skyddas och mot vad. Vem som är konsument är inte alltid entydigt. Behovet av konsumentskydd varierar också mellan olika typer av konsumenter, bland annat beroende på olika kunskaper, resurser och preferenser. Dessutom kan behovet vara olika för olika produkter. De flesta kanske kan acceptera risken att förlora pengar på aktiehandel, men vill mindre gärna förlora insatta pengar vid en bankkonkurs.

När två jämbördiga parter ingår avtal om finansiella tjänster minskar behovet av skydd. Vidare är det knappast rimligt att skydda varje konsument mot alla typer av risker. Att förbjuda eller försvåra för en enskild att bära olika risker eller att skydda kunden mot alla oförmanliga utfall är knappast önskvärt. Samtidigt kan det vara berättigat att hushållen har ett rimligt skydd både för sina besparingar och för tillgången till ett antal väl fungerande finansiella tjänster.

En lämplig utformning av konsumentskyddet beror också på andra aspekter, som till exempel på syftet med skyddet och på vilken finansiell tjänst som avses. Om konsumentskyddet i första hand syftar till att skydda de ekonomiskt svagaste konsumenterna är det möjligen effektivast att fokusera skyddet på enklare tjänster som betalningar, banklån och inlåning. Samtidigt är det sannolikt att informationsproblemen är större för mer komplicerade tjänster, som exempelvis aktieindexobligationer. Det kan motivera att konsumentskyddet snarast fokuseras på denna typ av tjänster.⁶⁹

Ett exempel på en reglering som syftar till att förbättra informationen till konsumenterna är den svenska lagstiftningen om finansiell rådgivning. Även här finns dock svåra avvägningar. Genom att ställa

⁶⁹ Det finns likheter med andra områden som hälsovården. Det är i regel relativt fritt att köpa enklare värtabletter, medan mer komplicerad medicinering kräver ett starkare skydd till exempel i form av krav på recept från legitimerade läkare.

krav på dokumentation kring informationsutbyte i samband med finansiell rådgivning fördyras denna. En tänkbar effekt av detta är att färre konsumenter i praktiken kommer att få rådgivning. Det är således viktigt att den som utformar lagen också försöker beakta dess praktiska konsekvenser.

Ur konsumentskyddssynpunkt uppstår kanske de svåraste problemen på fond- och livförsäkringsmarknaderna, där tidsaspekten är särskilt viktig. Eftersom resultatet av placeringarna blir tydliga först efter lång tid är marknadsmekanismen, åtminstone från den enskilde konsumentens synvinkel, inte alltid ett effektivt styrmedel. Inlåsnings effekter till följd av skatter och avgifter kan ytterligare försvåra strategiska byten av sparform och leverantör.

En komplicerande faktor är att det ofta är svårt för kunden att övervaka och bedöma prestationerna hos den som tillhandahåller de finansiella tjänsterna. Om det vore möjligt att skriva kontrakt som fullständigt reglerade alla situationer som kan uppstå i relationen mellan köparen och säljaren av den finansiella tjänsten skulle detta kunna lösa problemet. I praktiken är det emellertid omöjligt att skapa sådana kontraktslösningar.

Denna problematik försvåras av underliggande intressekonflikter, som kan vara av ganska allvarlig karaktär. Intressekonflikter finns förutom mellan det finansiella företaget och kunden också potentiellt mellan olika kunder till det finansiella företaget. Den senare typen av intressekonflikter blir speciellt framträdande när finansiella företag är verksamma på många olika områden. Att vara verksam på flera områden innebär ofta fördelar ur marknadsföringssynpunkt och effektivitetssynpunkt, då skalfördelarna kan vara betydande, men kan samtidigt ge upphov till frestelser att otillbörligt exploatera kundernas informationsunderläge, eller att gynna en grupp av ofta mer lönsamma kunder på en annan grupps bekostnad. Ett naturligt första steg för att hantera intressekonflikter är att se till att kunderna är informerade och medvetna om dem.

Avvägningar mellan regleringarnas nytta och kostnader

Som vi konstaterat ovan kan marknadsmisslyckanden av olika slag motivera finansiell särreglering från såväl ett system- som ett konsumentskyddsperspektiv. Reglering medför dock som nämnts även såväl direkta och mer indirekta kostnader som flera komplexa målkonflikter.

Ett generellt regleringsproblem är att det inte räcker med att enbart beakta marknadens tillkortakommanden. Om marknaden inte kan lösa problemet är det inte säkert att en bättre lösning kan åstadkommas med en reglering. Det är med andra ord möjligt att såväl marknad som reglerare kan misslyckas med uppgiften. En ytterligare komplikation är att offentliga regleringar ofta tar tid att ändra och att regleringar därför kan hämma omvandlingen av en bransch när marknadsförutsättningarna ändras.

Erfarenheten visar också att regleringar, även om de motiveras utifrån ett vällovligt syfte kan skapa problem, som i sin tur måste hanteras via ytterligare regleringar. I bedömningen av kostnader och nytta av en reglering är det därför viktigt att även beakta de följdregleringar som blir nödvändiga. Eftersom regleringarna ofta växer fram successivt finns det en risk att regleringskostnaderna endast beräknas på marginalen och att helhetsbilden blir otydlig. Ett exempel är försäkringsbranschen där regleringar av konsumentskyddskaraktär successivt har byggts ut, och där varje enskild reglering kan te sig motiverad, men där helheten har begränsat konkurrensen och effektiviteten och dessutom skapat olika intressekonflikter.

STABILITET OCH EFFEKTIVITET

En målkonflikt kan uppstå mellan stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet. Det går till exempel att konstruera nästan helt säkra betalssystem, men de blir då så dyra att marknadsaktörerna förmodligen kommer att välja andra lösningar. De senaste decenniernas avreglering av de finansiella marknaderna är ett led i att öka effektiviteten i kapitalförmedling, riskhantering och betalningsförmedling, delvis på bekostnad av ett mindre stabilt finansiellt system. Många länder med starkt reglerad finansiellt system betalar ett pris i form av ineffektivitet och begränsad tillväxt. Det finns alltså en potentiell konflikt mellan stabilitet och effektivitet. Samtidigt skulle en systemkris medföra stora effektivitetsförluster. En tillfredställande grad av stabilitet är en förutsättning för samhällsekonomisk effektivitet. I praktiken blir det därför en delikat uppgift att hitta en rimlig avvägning mellan dessa mål, då regleringar utformas.

KONKURRENS

Vi har tidigare pekat på att skalfördelar och nätverkseffekter kan ge upphov till monopol exempelvis i systemen för clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner. Samtidigt har vi konstaterat att marknadsmisslyckanden kan motivera reglering för att minska risken för att clearing- och avvecklingssystemen bryter samman. Problemet är att systemskyddsreglering i detta fall riskerar att ytterligare förstärka koncentrationstendenserna och därmed hämma konkurrensen ännu mer. För att få en väl utformad reglering av clearing- och avvecklingssystemen, krävs alltså att de företag som erbjuder dessa system också följs av konkurrensmyndigheterna.

Ett problem är också att regleringar många gånger utgår från den existerande företagsstrukturen.⁷⁰ Det innebär ofta att befintliga aktörer gynnas på nya och potentiella aktörers bekostnad. Ett exempel är att börser i många länder länge har varit nationella monopol. I takt med att investeringsmiljön blev allt mer internationell och handeln elektroniserades har de nationella monopolerna successivt avskaffats.

⁷⁰ Ett undantag som kan nämnas är Banklagskommittén SOU 1998:160, som försökte göra en funktionell analys, vilket bl.a. ledde till ett förslag om att vissa delar av inlåningsmarknaden skulle avregleras. Det kan dock vara svårt att helt komma bort ifrån en institutionell ansats, eftersom det i slutändan endast är institut som kan regleras.

Den traditionella ömsesidiga ägarstrukturen av dessa företag har knappast underlättat en strukturomvandling i den internationella börsverksamheten. Ett annat exempel är den reglering som berör pensionsförsäkringsmarknaden. Här medför det samlade regelverket betydande inlåsnings effekter som i praktiken innebär att nya företag enbart kan konkurrera om nytillkommande sparflöden. Den befintliga stocken av pensionsförsäkringsmedel är alltså i praktiken endast i begränsad omfattning föremål för konkurrens.

Strävan efter ett stabilt finansiellt system kan alltså lätt bli en ursäkt för att bevara ett statiskt system. Förändringar är nödvändiga och de mest effektiva producenterna av finansiella tjänster bör få möjlighet att konkurrera ut de mindre effektiva producenterna. En viktig konsekvens av detta är att även finansiella företag måste kunna tillåtas gå i konkurs. Det väsentliga är att en avveckling kan ske i ordnade former. Det är funktionen som kan behöva skyddas och inte de enskilda företagen.

DYNAMISK EFFEKTIVITET

Målkonflikter finns inte enbart mellan stabilitet och effektivitet, utan kan även uppstå i skärningen mellan statisk effektivitet och effektivitet i mer långsiktig, dynamisk mening. En samhällsekonomiskt effektiv prissättning innebär att priserna sätts lika med marginalkostnaden. Stora fasta kostnader och stordriftsfördelar medför dock att producenterna kan få svårt att täcka sina fasta kostnader om man övergår till en sådan prissättning. Marginalprissättning skulle även försvåra finansieringen av de stora investeringar som med jämna mellanrum behövs i den finansiella infrastrukturen för att fortsatt kunna tillhandahålla vissa finansiella tjänster på ett effektivt sätt.

Det finns därför en konflikt mellan att uppnå statisk effektivitet med hjälp av marginalprissättning och möjligheterna att ge utrymme för förändring och omvandlingstryck, dvs. att uppnå en mer dynamisk effektivitet. En sådan konflikt är, som vi konstaterat tidigare, inte unik för de finansiella infrastrukturföretagen. Men mot bakgrund av att regleringar motiverade av stabilitets- eller konsumentskyddsskäl kan förstärka koncentrationstendenser och försvåra för konkurrerande verksamheter kan problemet förstärkas för denna typ av finansiella företag.

Vi har även pekat på andra källor till indirekta regleringskostnader, som moral hazard-problem. Dessa kan vara betydande i det finansiella systemet. När staten exempelvis bygger upp ett skydd mot systemrisk kan det leda till att bankernas risktagande ökar.⁷¹ Det beror på att bankernas aktieägare får större avkastning om ett riskfyllt projekt slår väl ut, medan det offentliga skyddsnätet kan komma till användning om projektet misslyckas och banken får problem. På

⁷¹ Det finns även en typ av moral hazard-problem mellan företagsledning och ägare ofta kallat principal agent problem. I en kris kommer dessa skillnader i incitament rimligen att öka. Det ligger då troligen i företagsledningens intresse att ta extra risk. Om det går bra får man behålla jobbet. Om det går dåligt är det aktieägarnas pengar som sättsas.

väl fungerande marknader och under normala omständigheter torde detta problem vara begränsat. Men om en bank hamnar farligt nära en finansiell kris, kan ökat risktagande te sig frestande om inte dessa incitamentsproblem hanteras på något sätt. I utformningen av en systemskyddsreglering är det således viktigt att moral hazard-problemen begränsas.

SÄRSKILDA KONSUMENTSKYDDSASPEKTER

I fråga om konsumentskydd kan avvägningar mellan regleringars nytta och kostnad vara särskilt svåra. Ett alltför svagt skydd riskerar att leda till att konsumenterna väljer bort komplicerade, men potentiellt mycket värdefulla tjänster, därför att informationsproblemen är för stora. Det kan därmed uppstå en effektivitetsförlust i ekonomin.

Å andra sida kan som tidigare påpekats ett alltför starkt konsumentskydd fördyra finansiella tjänster och därmed minska utbudet eller begränsa kretsen av personer som utbudet vänder sig till. I extremfallet kan det leda till att tjänsten helt försvinner från marknaden, vilket kan innebära en effektivitetsförlust. Ett överdrivet konsumentskydd kan också bidra till att konsumenternas kritiska utvärdering av de finansiella tjänsteproducenterna minskar. Det kan också minska konsumenternas motiv att ifrågasätta och kontrollera de finansiella riskerna hos producenterna. Det uppstår med andra ord åter igen ett moral hazard-problem, med negativa konsekvenser för såväl effektiviteten som stabiliteten i ekonomin.

När det gäller konsumentskyddet kan en viktig gränslinje kan dras mellan professionella aktörer och icke-professionella detaljistkunder. De icke-professionella kunderna behöver inte enbart avse hushåll – alltså konsumenter i traditionell mening – utan även företag.⁷² På marknader med endast professionella aktörer är det svårt att se något väsentligt motiv för konsumentskydd, framför allt för att informationsproblemen är mindre, men också för att dessa aktörer, speciellt på värdepappersmarknaderna, främst agerar som jämbördiga motparter.

Däremot kan regleringar som syftar till att skydda konsumenter på detaljistmarknaden, men som stör de professionella marknadernas funktion, påverka de professionella aktörernas utbud av finansiella tjänster i detaljistledet till men för konsumenternas nytta, utan att något väsentligt konsumentskyddsbehov blir tillfredsställt. För ett värdepappersföretag gäller normalt olika spelregler beroende på om det gör affärer med en detaljistkund eller med andra värdepappersföretag på grossistmarknaden. Om exempelvis de särskilda krav som en värdepappersmäklare har att leva upp till då han utför en detaljistkunds order skulle överföras till att i alla delar även gälla hans affärer med andra värdepappersmäklare, skulle effekten kunna bli att det blir olön-

⁷² Uppenbarligen kan stora företag som exempelvis Volvo eller Ericsson vara detaljistkunder i fråga om många finansiella tjänster. Även stora finansiella företag kan i vissa fall befinna sig i en detaljistkundssituation när de beställer en brandförsäkring eller någon annan finansiell tjänst som de inte själva yrkesmässigt tillhandahåller.

samt att fortsätta att göra affärer.⁷³ Utbudet av finansiella tjänster till detaljstakunderna riskerar då att minska. Försvinner utbudet av denna tjänst kan det innebära en mycket större nyttoförlust för konsumenten än den eventuella vinsten av ett utvidgat investerarskydd.

En intressant iakttagelse är också att även om ett grundläggande motiv bakom konsumentskyddet har att göra med asymmetrisk information, är det endast en begränsad del av regleringarna som faktiskt syftar till att hantera informationsproblemen. En stor del av regleringarna, till exempel olika former av solvensregler, syftar till att hantera symptomen snarare än grundproblemet. Det är möjligen effektivt i en del fall, men underlättar inte möjligheterna att analysera om nyttan av summan av all reglering överstiger kostnaderna.

INTERNATIONELL HARMONISERING AV REGLERING

Utvecklingen mot allt mer integrerade finansiella marknader skapar en dynamik mot harmonisering av regler mellan olika länder. Denna trend är tydlig inom till exempel bankverksamhet, värdepappershandel och redovisning. Harmoniseringen är viktig, eftersom den bör kunna leda till lägre inträdesbarriärer och en globalt sett effektivare allokering av kapital och risker. Detta är också det uttryckliga syftet bakom de flesta harmoniseringssträvanden.

Det finns dock risker av mer dynamiskt slag. Harmoniseringen behöver inte nödvändigtvis leda till mer effektiva regler, eftersom de ofta är resultatet av kompromisser, där den effektivaste lösningen inte alltid är det givna utfallet. Snarare kan regelstrukturen bli alltför komplicerad, eftersom alla förhandlingsparter vill ha med sina delar.

Även om harmonisering i grunden är någonting positivt, kan också något gå förlorat i processen. Om konkurrens är bra för utvecklingen av de flesta andra verksamheter, borde detta i någon mån även gälla offentliga regleringar. När olika länder använder olika strategier för reglering finns det också möjligheter att lära av andras misstag och framgångar på regleringsområdet. Harmonisering som medför en mer enhetlig regelstruktur leder till att dessa möjligheter minskar.

Några implikationer för den finansiella regleringen i Sverige

Även om syftet med denna artikel inte är att utvärdera några specifika regleringar eller förslag till regleringar vill vi peka på några områden där mycket tyder på att regleringen inte möter upp till de kriterier vi här har ställt upp.

Det första exemplet är hanteringen av banker i kris. Vi har konstaterat att finansiella kriser kan vara kostsamma för samhället och att det finns utrymme för regleringar för att minska risken för kriser. Samtidigt finns det en genuin instabilitet i bankverksamhet och en reglering kan aldrig bli heltäckande. Det är därför viktigt att det införs

73 EG-direktivet 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument innehåller en del krav som kan tolkas på detta sätt. Den exakta tolkningen och genomförandet av detta direktiv är dock inte klar.

tydliga regler och lagar för hur banker ska hanteras när en kris inträffat. Risken för moral hazard-problem är annars uppenbar. I länder som Sverige, med relativt färsk erfarenhet av att rädda banksektorn undan kollaps, är det särskilt viktigt att uppmärksamma och hantera den här typen av potentiella problem. Det finns ett förslag till lag om offentlig administration av banker i kris⁷⁴ och det är viktigt att de centrala delarna genomförs och dessutom utvidgas till att omfatta även försäkringsbolag.

Det andra exemplet är från livförsäkringsbranschen. Vi drar i artikeln slutsatsen att det är svårt att se allvarigare systemrisk i branschen, men att det finns tydliga konsumentskyddsmotiv till reglering av försäkringsbolagen. Denna reglering är idag redan omfattande. Många av regleringarna kan te sig motiverade var för sig, men skapar sammantaget inlåsnings effekter, inträdesbarriärer och andra ineffektiviteter. Det är därför tveksamt om summan av alla regleringar verkligen ger den önskade effekten. Problemet förstärks av att regleringsstrukturen över tiden tenderar att snedvrída hela sparandemarknaden.

Ett tredje exempel gäller de inträdesbarriärer som finns för värdepappersföretagen. På senare år har det från EU kommit en rad direktiv som riktas mot värdepappersmarknaden, till exempel Prospekt-direktivet, Marknadsmisbruksdirektivet, UCITS-direktivet och Direktivet om marknader för finansiella instrument. Även om dessa direktiv kan motiveras i sig innebär summan av alla detaljregler en betydande börda för värdepappersföretagen. Risken är att den samlade regleringsbördan avskräcker nyetablering på värdepappersmarknaderna och att de största och mest väletablerade företagens positioner på marknaden befästs.

Avslutande kommentarer

Ett övergripande samhällsekonomiskt mål är att ekonomiska resurser ska fördelas effektivt, det vill säga styras till de projekt och användningsområden som är mest produktiva. I denna artikel har vi diskuterat ett sätt att analysera regleringar av olika delar av den finansiella sektorn.

En viktig slutsats är att regleringar av finansiell verksamhet bör baseras på dels en analys av marknadsmislyckanden, dels en avvägning av regleringens nytta och kostnader. Även om en sådan analys kan vara svår att genomföra av ett enskilt regleringsförslag är den desto mindre viktig. Risken är annars att det införs regleringar som motverkar sitt syfte eller som försämrar den samhällsekonomiska effektiviteten och därmed ger medborgarna med sämre välfärd.

En annan slutsats är att ett finansiellt system som är instabilt och där konsumenter regelmässigt förleds ingå oförmånliga avtal knappast fullgör sina grundläggande uppgifter – att förmedla betalningar och

74 Se SOU 2000:66.

kapital, samt att hantera och omfördela risker – på ett samhällsekonomiskt effektivt sätt. Det finns därför relevanta ekonomiska motiv för en särreglering av den finansiella sektorn. Samtidigt existerar systemriskerna endast i vissa delar av den finansiella sektorn. Behovet av konsumentskydd varierar också mellan olika kundkategorier och olika finansiella delmarknader.

Riksbanken har som uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. En rimlig tolkning av denna uppgift är att i första hand verka för att undvika systemkriser som försvårar tillgängligheten till det finansiella systemets tre grundläggande funktioner. Regler som påverkar stabiliteten och effektiviteten i det finansiella systemet är därför av högsta prioritet för Riksbanken. En effektiv finansiell sektor förutsätter också ett välavvägt konsumentskydd. I Sverige ligger dock ansvaret för konsumentskydd i den finansiella sektorn i första hand på Finansinspektionen och Konsumentverket. Även konkurrensfrågorna är i flera fall speciella inom den finansiella sektorn. Konkurrensverket har här, tillsammans med övriga berörda myndigheter, en viktig roll att fylla.

Även om systemskydd och konsumentskydd i strikt principiell mening har olika syften sammanfaller de i praktiken i flera fall. I slutändan kan många regleringar motiveras ur både system- och konsumentskyddsperspektiv. Systemskyddsregleringar syftar till att säkerställa tillgången till de grundläggande finansiella tjänsterna, exempelvis betalsystem. Sådana regleringar är också högst relevanta ur ett konsumentskyddsperspektiv. På motsvarande sätt förutsätter ett effektivt finansiellt system i slutändan att konsumenter har ett tillräckligt skydd för att de ska känna förtroende och våga nyttja de finansiella tjänster som systemet erbjuder.