

■ Nya utmaningar kring den finansiella stabiliteten

Det är i år tio år sedan Riksbankens publicerade sin första stabilitetsrapport. Under den tid som förflutit har mycket hänt inom den finansiella sektorn. Förändringar i det finansiella landskapet har ökat svårigheterna att överblicka riskerna. Det visar inte minst den senaste tidens oro på de internationella finansiella marknaderna. Riskfaktorer har kommit till som innebär nya utmaningar för myndigheter med ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet.

Den kris som drabbade det svenska banksystemet i början av 1990-talet blottlade flera allvarliga brister såväl hos bankerna som i myndigheternas beredskap. Det fanns ingen utvecklad kultur för att hantera riskerna med den snabbt expanderande utlåningen som följde på 1980-talets lättnader i kreditregleringen och uppdämda lånebehov.⁸¹ Även hos myndigheter som Finansinspektionen,⁸² Finansdepartementet och Riksbanken var det tydligt att det saknades tillräcklig överblick av riskerna i banksystemet för att förutse den kris som skulle komma. Ingen av dessa myndigheter hade heller fått uppgiften att anlägga ett sådant övergripande perspektiv.

ANALYSEN BEHÖVER STÄNDIGT FÖRNYAS

Efter bankkrisen stod det därför klart att beredskapen behövde stärkas. Inte minst behövdes en systematisk analys av sårbarheter och källor till risk i det finansiella systemet. Riksbanken har en central roll i betalningssystemet och en möjlighet att tillhandahålla nödkrediter till finansiella företag. Det var därför naturligt att Riksbanken i mitten av 1990-talet tog initiativet till en sådan analys. Stabilitetsrapporten har nu i tio års tid varit en vital del av Riksbankens stabilitetsarbete och en viktig utgångspunkt för dialog med bankerna och andra aktörer.⁸³

Stabilitetsanalysen – som redovisas offentligt två gånger per år i rapporten Finansiell stabilitet – har förhoppningsvis ökat myndigheternas förmåga att överblicka och bedöma sårbarheter i det finansiella systemet. I någon mån har den sannolikt också bidragit till ökade insikter bland finanssektorns aktörer.⁸⁴

Den finansiella sektorn är en av de mest dynamiska sektorerna i ekonomin. Nya instrument, tekniker och institutioner kommer ständigt till. Det gör också att riskbilden kontinuerligt förändras. Därmed behöver myndigheterna oupphörligt utveckla sina metoder för stabilitetsarbetet och reflektera över hur tillsyn och reglering bör anpassas på bästa sätt. Inte minst bankernas ökade gränsöverskridande verksamhet och ökade marknadsberoende innebär nya utmaningar för myndigheter med ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet.

Syftet med den här artikeln är att beskriva några viktigare utvecklingstendenser och diskutera vad de innebär för det fortsatta

81 Se till exempel Pettersson (1993) och Ingves & Lind (1996) för redogörelser för bankkrisens uppkomst och sedermera hantering.

82 1991 slogs dåvarande Banksinspektionen och Försäkringsinspektionen samman och bildade Finansinspektionen.

83 En tillbakablickande artikel om utvecklingen av Riksbankens stabilitetsarbete planeras till en kommande utgåva av Riksbankens periodiska tidskrift Penning- & valutapolitik.

84 Allen et al. (2004) har genomfört en oberoende utvärdering av Riksbankens stabilitetsarbete.

arbetet med finansiell stabilitet. I följande avsnitt redogörs först för några principiella utgångspunkter som legat till grund för utvecklingen av Riksbankens stabilitetsanalys. I det påföljande avsnittet pekas på några betydande förändringar i det finansiella landskapet och vad som drivit fram dem. Därefter redogörs för några av de nya riskfaktorer som det nya landskapet gett upphov till. Det följs av en diskussion av de nya utmaningar som detta ställer myndigheterna inför, och de anpassningar som krävs i stabilitetsarbetet. Avslutningsvis presenteras Riksbankens slutsatser.

Att publicera eller inte publicera...

När väl Riksbanken börjat genomföra systematiska stabilitetsanalyser i mitten av 1990-talet uppstod frågan om resultatet av dessa analyser även borde publiceras. Frågan om publicering var ingalunda okontroversiell vid den här tidpunkten och många andra centralbanker förhöll sig ännu skeptiska till idén. Bland annat ansåg många att en publicering snarare skulle kunna verka destabiliserande genom att centralbanken därigenom tydliggjorde förekomsten av risker och stabilitetshot.

Ganska snart framstod dock en publicering av stabilitetsanalysen som önskvärd. Riksbanken gjorde bedömningen att det snarare skulle underlätta kommunikationen med finansmarknadens aktörer om de sårbarheter som eventuellt behövde rättas till. En regelbunden publicering skulle också skärpa analysarbetet och ge det tydligt fokus. Det skulle också göra det lättare för Riksbanken att återrapportera till Sveriges riksdag om uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Dessutom låg det i linje med den förnyelse av Riksbankens arbetssätt i övrigt – särskilt vad gäller penningpolitiken – som genomfördes under de här åren. Den forna bilden av Riksbanken som en slutet och närmast hemlighetsfull institution kom att bytas mot en där ökad öppenhet och transparens var viktiga ledord och inte minst en viktig del i arbetsmetodiken.

Riksbanken publicerade sin första stabilitetsrapport i november 1997. Riksbanken tillhörde därmed pionjärerna på området. Bank of England hade året dessförinnan gett ut sin första *Financial Stability Review*. Här redovisades dock ingen stabilitetsbedömning. Rapporten innehöll istället ett antal fristående artiklar med bäring på ämnet finansiell stabilitet. Norges bank hade i juni 1997 offentliggjort en trettonsidig stabilitetsanalys ("finansiellt utsyn") i den periodiska samlingsskriften *Penger og Kreditt*, där även penningpolitiken redovisas.

Idag ger centralbanker i ett femtiotal länder ut regelbundna stabilitetsrapporter.⁸⁵ Det gör även ett antal större internationella organisationer, som *Internationella valutafonden* (IMF) och *Europeiska centralbanken* (ECB).

85 Se till exempel Cihák (2006) och Oosterloo *et al.* (2007) för genomgångar av användningen av stabilitetsrapporter.

Riksbankens analys av finansiell stabilitet

BETALNINGSSYSTEMET I FOKUS

En ändamålsenlig stabilitetsanalys måste vila på en god analytisk grund. Det var också utgångspunkten när stabilitetsarbetet inleddes i mitten av 1990-talet. Arbetet måste också vara väl förankrat i Riksbankens uppdrag och roll i samhället. Riksbanken har den lagstadgade uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Den uppgiften har sin grund i centralbankers traditionella betydelse för olika funktioner i ett lands betalningsväsende. Förutom att ge ut sedlar och mynt är det vanligt att centralbanker också inrättar system för att underlätta stora betalningar mellan bankerna, det vill säga agerar som en "bankernas bank". I Sverige fungerar Riksbanken som ägare och operatör av det system som används för clearing och avveckling av betalningar mellan de svenska bankerna. Interbankmarknaden har också stor betydelse för att Riksbanken ska kunna genomföra sin penningpolitik. Dessa förhållanden räcker i sig för att Riksbanken ska ha ett intresse av att betalningssystemet fungerar väl och att de banker som deltar i systemet är stabila.

Men det finns också ett mer grundläggande samhällsintresse av stabilitet i betalningsväsendet. Betalningsväsendet utgör en viktig del av samhällets infrastruktur. Betalningar är ju ett centralt inslag i all ekonomisk aktivitet. Ett sammanbrott i betalningsväsendet skulle innebära stora samhällsekonomiska förluster, med negativa konsekvenser i form av försämrad tillväxt och lägre sysselsättning. Det visade inte minst 1990-talets bankkris. Av samma skäl som det är viktigt att vägar, el- och telenät fungerar, är det väsentligt för samhället att betalningar kan genomföras. De allt större flöden som koncentreras i systemen för betalningar och clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner gör att dessa system blivit ännu mer kritiska än för tio år sedan.

BANKERNA HAR EN CENTRAL ROLL

Bankerna spelar en nyckelroll i betalningsväsendet. Det beror på att viktiga betalningar sker i form av överföringar mellan bankernas inlåningskonton. En kris i banksystemet skulle därför på ett allvarligt sätt kunna drabba betalningsväsendets förmåga att fungera. Men bankernas verksamhet är samtidigt förknippad med en inneboende instabilitet. Den beror på att bankernas tillgångar i form av framför allt utlåning är betydligt *mindre likvida* än deras finansiering i form av inlåning och kortfristig upplåning på värdepappersmarknaderna.⁸⁶

⁸⁶ Bankers tillgångar består till stor del av lån till företag och hushåll. Dessa lån är ofta svåra att värdera, särskilt för personer utanför det långivande institutet. De är dessutom förenade med kreditrisk. Svårigheten att värdera bankens lånetillgångar gör dessa illikvida i den bemärkelsen att de inte snabbt kan säljas utan betydande rabatter i förhållande till deras verkliga värde. Läntagarna kan också få svårt att med kort varsel återbetala sina lån, eftersom det i regel förutsätter att de kan få lån någon annanstans ifrån. Bankers finansiering å andra sidan består till stor del av inlåning, som insättarna kan ta ut med omedelbart varsel. Den består även av andra kortfristiga krediter, till exempel lån på interbank- och värdepappersmarknaderna. Upplåningen från värdepappersmarknaderna sker till stor del med korta löptider. Finansieringen är således – i motsats till tillgångarna – extremt likvid.

Det finns också betydande spridningsrisker om problem skulle uppstå i någon del av banksystemet. Eftersom bankerna deltar i olika betalningssystem har de tidvis mycket stora exponeringar mot varandra. Detta medför att problem i en bank lätt kan fortplantas till övriga delar av det finansiella systemet. Smittoeffekter uppstår dock inte bara på grund av att banker har stora fordringar på varandra. Det kan ibland räcka med att det finns misstankar om problem eller stor osäkerhet om bankernas exponeringar. I värsta fall kan ogrundade rykten till och med bli självuppfyllande. Risker som kan ge upphov till spridningseffekter över hela det finansiella systemet brukar benämnas *systemrisk*er.

Enskilda aktörer på de finansiella marknaderna har som regel tillräckligt starka motiv att värdera och i lämplig mån skydda sig mot risker som kan drabba den egna verksamheten. Systemrisker omfattar dock inte enbart den egna verksamheten utan inbegriper även kostnader för andra institut såväl som för samhället i stort. De privata incitamenten att undvika dessa risker är inte tillräckliga sett ur samhällets perspektiv; i ekonomisk terminologi är systemriskerna förknippade *negativa externa effekter*. Det finns alltså viktiga motiv för statsmakterna att utöva tillsyn av och att ha speciella lagar och regler för företag som verkar inom finanssektorn. Systemriskerna är därmed också av central betydelse i Riksbankens uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Riksbankens stabilitetsanalys är därför i hög grad fokuserad på de största bankerna och de marknader och aktörer som är av betydelse för bankernas intjänning, finansiering och riskhantering. Det var utgångspunkten när Riksbanken inledde sitt stabilitetsarbete och är det alltjämt. Men förändringar i det finansiella systemets sätt att fungera innebär också att det uppstår nya källor till risk och nya kanaler varigenom dessa kan spridas in i systemet. För att möta den utvecklingen måste Riksbanken anpassa sina analyser och sitt övriga stabilitetsarbete.

Vid sidan av Riksbanken har även Finansinspektionen och Finansdepartementet viktiga roller i stabilitetsarbetet. Finansinspektionen bidrar till stabiliteten i det finansiella systemet bland annat genom att övervaka enskilda finansiella företags kapitalstyrka och riskhantering, det vill säga genom att utöva så kallad stabilitetstillsyn.⁸⁷ Vidare är Finansdepartementet den myndighet som bereder lagstiftningen på det finansiella området. Och det är också den myndighet som är närmast berörd om en eventuell kris i det finansiella systemet skulle medföra konsekvenser för statsbudgeten. Även dessa myndigheters roller i stabilitetsarbetet påverkas av förändringarna i den finansiella sektorn.

I nästa avsnitt pekas på några av de viktigaste tendenserna som påverkar det finansiella landskapet.

87 Förutom att bidra till att det finansiella systemet uppfyller samhällets krav på stabilitet, har Finansinspektionen även i uppdrag att bidra till att systemet fungerar effektivt samt att verka för ett gott konsumentskydd.

Ett nytt finansiellt landskap

Många av de förändringar som uppstått i den finansiella sektorn har sin grund i tekniska landvinningar. De förbättrade möjligheterna att utföra avancerade beräkningar har stimulerat den akademiska forskningen. Det har gett upphov till en mängd innovationer på det finansiella området. Tillämpningen av dessa innovationer – ”den finansiella ingenjörskonsten” – har lett till en rad nya finansiella instrument och tekniker som har minskat kostnaderna för att hantera och handla med finansiella risker. Minskade transaktionskostnader och förbättrad teknik förstärker dessutom varandra, så att det uppstår ett ständigt sökande efter nya innovationer. Robert Merton har benämnt fenomenet ”den finansiella innovationsspiralen”.⁸⁸

En annan viktig faktor är de genomgripande förändringarna i det finansiella regelverket. Den första vågen av förändringar inleddes redan för mer än två decennier sedan. Den innebar en omfattande avreglering, som ledde till att den finansiella sektorn i många länder liberaliserades. På senare år har förändringarna i regelverket ofta drivits av en strävan att underlätta utbudet av finansiella tjänster över gränserna.

De stora framstegen inom informations- och kommunikationstekniken och målmedvetna politiska satsningar på harmonisering av regelverket har samverkat till att den finansiella sektorn blivit allt mer internationell, på samma sätt som ekonomierna i övrigt blivit allt mer globaliserade. Detta har i sin tur bidragit till att stöpa om det globala finansiella landskapet i grunden. Nedan redogörs för några specifika uttryck för detta.

FINANSIELLA MARKNADER BLIR ALLT VIKTIGARE

En övergripande internationell trend är en allt starkare marknadsorientering. Traditionella intermediärer, som banker, blir allt mer beroende av finansiella marknader för sin intjäning, finansiering och riskhantering.

Den stiliserade bilden av en bank är ett företag som först och främst ägnar sig åt utlåning mot betalning i form av en ränta och som huvudsakligen finansierar sig via inlåning från allmänheten. Banken är framför allt expert på att utvärdera och övervaka kreditrisker. Genom att träda in som mellanhand och övervakare av kreditrisken kan banken skapa trygghet och enkelhet för både sparare och låntagare och därmed underlätta kapitalförmedlingen i ekonomin. Till stora delar har emellertid bilden av banken på senare år kommit att bli allt mer komplicerad.

- Många bankkoncerners verksamhet har med åren blivit allt mer diversifierad. En betydande del av intjäningen härstammar idag från verksamheter på områden som livförsäkring och tillgångsförvaltning. Intäkterna från dessa verksamheter består främst av

88 Se Merton (1992, 1995).

provisioner av olika slag. Dessa är i sin tur beroende av utvecklingen på de marknader där tillgångarna handlas.

- Andelen finansiering genom inlåning från allmänheten har successivt minskat. I stället består en allt större del av bankernas finansiering av upplåning på de finansiella marknaderna. De ränte- och valutarisker som uppstår på dessa marknader hanteras på derivatmarknaderna.
- På senare år har det också uppstått tekniker och instrument som möjliggör en omfattande handel med kreditrisker och därmed nya sätt att hantera dessa risker. En av dessa tekniker är att *värdepapperisera* delar av utlåningsportföljen. Vanligtvis innebär det att ett antal krediter samlas i ett för ändamålet skapat bolag, som sedan finansieras genom att man ger ut obligationer, vanligen uppdelade i olika riskklasser.⁸⁹ *Kreditderivat* är en annan typ av instrument för att överföra och handla med kreditrisker.⁹⁰ Dessa nya tekniker har blivit allt vanligare internationellt.⁹¹ Därmed har många banker och andra kreditinstitut världen över allt mer kommit att fjärma sig från den traditionella rollen som övervakare av kreditrisk. I stället har de i allt högre grad gått in för att initiera lån, vars inneboende kreditrisker omedelbart fördelas ut till riskvilliga investerare på de finansiella marknaderna.

NYA AKTÖRER ÖKAR I BETYDELSE

Samtidigt som bankerna blivit mer beroende av marknaderna har de själva kommit att bli viktiga aktörer på dessa marknader. Men även andra aktörer har kommit att spela en allt viktigare roll i det finansiella systemet.

Till dessa hör exempelvis institutionella placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder. Enligt Internationella valutafondens beräkningar ökade de belopp som globalt förvaltas av försäkringsbolag och pensionsfonder från 21 000 miljarder dollar till 53 000 miljarder dollar under en tioårsperiod fram till 2005.⁹² Utvecklingen hänger till stor del ihop med att befolkningen blir allt äldre i många länder. Det har lett till ett ökat beroende av privat pensionssparande och en ökad efterfrågan på investeringstillgångar.

Därutöver har nya aktörer, som hedgefonder och riskkapitalbolag, kommit att spela betydande roller på de finansiella marknaderna.⁹³ Totalt sett har basen av investerare blivit bredare, och omfattar en allt större och mindre enhetlig grupp aktörer över hela världen.

89 Se särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i denna rapport.

90 Se till exempel Finansiell stabilitet (2006:2) för en mer ingående beskrivning av kreditderivat.

91 Svenska kreditinstitut använder av olika skäl ännu inte värdepapperisering och kreditderivat i någon större utsträckning.

92 Se International Monetary Fund (2007a).

93 Se till exempel Finansiell stabilitet (2006:1) för en redogörelse för hedgefonder och Sveriges riksbank (2005:1) för en beskrivning av de svenska riskkapitalbolagens verksamhet i Sverige.

MARKNADERNA LÄNKAS SAMMAN

De tekniska landvinningarna har inte bara stimulerat utvecklingen av nya finansiella instrument. De har också möjliggjort blixtnabb kommunikation och informationsöverföring över stora geografiska avstånd. Elektronikerna har skapat möjligheter att länka samman ett stort antal finansiella marknader. Många av de största internationella finansiella instituten är verksamma på i stort sett samtliga finansiella marknader och sammankopplingen av marknader möjliggör i princip handel tjugofyra timmar om dygnet.

Numera är det inte bara de traditionella ränte- och valutamarknaderna som omfattas av denna världsomfattande integration. På senare år har också aktiehandeln upplevt en våg av konsolidering över gränserna. De gamla nationella börserna har kopplats samman till omfattande nätverk för global handel. I den nordisk-baltiska regionen började denna integration tidigt. Idag äger *OMX Group* börserna i Helsingfors, Köpenhamn, Reykjavik, Riga, Tallinn, Stockholm och Vilnius. Dessa är sammankopplade i *Den Nordiska Börsen*, som fungerar som gemensam plattform med ett gemensamt system och gemensamma regler för handeln i nordiska och baltiska aktier. För närvarande, under hösten 2007, förefaller integrationen vara på väg att drivas ytterligare ett steg genom att *OMX Group* införlivas i ett större konsortium av internationella börser. Ett liknande exempel på integrationen inom aktiehandeln är *NYSE-Euronext*, som sammanbinder handeln mellan ett antal europeiska börser och New York-börsen.

I Europa påverkas integrationen av de finansiella marknaderna också av harmoniseringar av det finansiella regelverket. Direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID) tillämpas i EU:s medlemsstater sedan 1 november 2007. Det innebär att börslagstiftningen harmoniseras samtidigt som man undanröjer många hinder mot gränsöverskridande utbud av värdepapperstjänster. Det kommer exempelvis att räcka med tillstånd från hemlandets myndigheter för att få bedriva värdepappersverksamhet i andra EU-länder. Det kommer att ytterligare underlätta en gränsöverskridande integration av marknadsplatser inom EU. Samtidigt innebär de nya reglerna att det blir lättare för nya aktörer att konkurrera om orderflödet med de traditionella börserna.⁹⁴

Det pågår även en integration inom den övriga infrastrukturen som behövs i handeln med värdepapper, de led som följer efter själva handeln. Dit hör exempelvis clearing, avveckling och registerföring. Utvecklingen har länge gått mot så kallad *Straight Through Processing* (STP). Det innebär att hela kedjan från köp- och säljorder till clearing och avveckling i stort sett sker helt utan manuell inblandning. När

⁹⁴ Ett uttryck för ökad konkurrens om orderflödet är *Turquoise*. Det är en paneuropeisk plattform för aktiehandel som för närvarande håller på att utvecklas i samarbete mellan sju internationella investmentbanker. *Turquoise* möjliggör handel i ett antal europeiska aktier utanför de börser där de ursprungligen är inregistrerade. Clearing och avveckling av transaktioner i *Turquoise* sker i *EuroCCP*, ett dotterbolag till amerikanska *DTCC*.

olika led i värdekedjan kan kopplas närmare samman uppstår stordriftsfördelar. Därmed kan kostnaderna sänkas. För att uppnå sådan *vertikal* integration har det på många håll inletts ett nära samarbete mellan och ibland även samgående av företag i de olika leden i infrastrukturen.

De internationella finansmarknadernas allt närmare sammankoppling har stärkt behoven av att öka även den *horisontella* integrationen inom infrastrukturen. Med en ökad mängd transaktioner och allt större flöden över gränserna ökar behovet av att systemen för betalning och avveckling av värdepapper blir effektivare. Det har därför tagits ett antal initiativ till konsolidering av olika system för betalningar och avveckling.⁹⁵ Ett exempel på långt driven gränsöverskridande integration är *CLS Bank*. Den har bildats genom samarbete mellan ett sjuttioal banker världen över och som genomför över hälften av all clearing och avveckling av valutatransaktioner i världen.

BANKERNA BLIR ALLT MER INTERNATIONELLA

På senare år har det uppstått en våg av gränsöverskridande förvärv bland flera stora internationella banker. Förvärven har också kommit att omfatta allt större värden. Flera exempel kan nämnas. 2004 köpte spanska *Banco Santander* brittiska *Abbey National*. 2005 förvärvade italienska *Unicredit* tyska *HypoVereinsbank* och dess dotterbanker i Österrike och Polen. Samma år köpte nederländska *ABN Amro* den italienska banken *Antonveneta*. 2006 övertog franska *BNP Paribas* italienska *BNL*. Sedan mars 2007 har nederländska *ABN Amro* fått olika uppköpspropåer från internationella intressenter. I Norden och Beneluxländerna inleddes vågen av gränsöverskridande förvärv redan i mitten av 1990-talet. Därför har integrationen av bankerna över gränserna också kommit mycket långt i dessa regioner.

Bakom utvecklingen finns en rad samverkande orsaker. Harmoniseringen av regelverket för kapitaltäckning (Basel II⁹⁶ och CRD⁹⁷), svårigheterna att expandera på små och mogna hemmamarknader och de allt större stordriftsfördelarna när IT-kostnadernas andel av bankernas kostnader ökar är faktorer som bidragit till utvecklingen.⁹⁸

95 Flera initiativ kommer från myndighetshåll. Som exempel av kan nämnas *Code of Conduct for Clearing and Settlement*, som är en branschöverenskommelse som kommit till på initiativ från EU-kommissionen. *Code of Conduct* syftar till att öka integrationen i det led i infrastrukturen som tar vid efter handeln. Vidare är *Target2 Securities (T2S)* ett initiativ från *ECB* som syftar till att skapa en paneuropeisk plattform för avveckling av avistaaffärer i ett och samma system och som är nära integrerat med den avveckling som sker i euro i *Target2*-systemet.

96 "Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework", *Bank for International Settlements*, Basel, June 2004. Basel II är en överenskommelse bland G10-länderna som innehåller detaljerade rekommendationer om kapitaltäckningskraven för banker.

97 Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (omarbetning), även kallat *Capital Requirements Directive*, CRD. CRD tillhör EU:s lagstiftning om kapitaltäckning och är i hög grad baserat på Basel II-överenskommelsen.

98 Den tilltagande konsolideringen över gränserna av bankernas verksamhet beskrivs och diskuteras ingående i *Finansiell stabilitet* (2007:1).

Nya riskfaktorer

Utvecklingen av detta nya finansiella landskap medför en rad positiva effekter på både effektiviteten och stabiliteten i det finansiella systemet. Men den medför även nya riskfaktorer. I det följande diskuteras några av dessa.

TRANSPARENSEN HAR MINSKAT

Samtidigt som många risker kunnat spridas ut över ett större antal aktörer har det blivit svårare att överblicka var riskerna befinner sig. Marknaderna har således blivit mindre transparenta.

En förklaring till den minskade transparensen är att många av de nya instrumenten och teknikerna för handel med kreditrisker är komplexa. Skräddarsydda lösningar och bristen på standardisering ger upphov till mängder av strukturer och tillgångsklasser. Var och en av dessa har egna unika villkor, egenheter i prissättningen och speciella egenskaper. De särskilda bolag som använts vid värdepapperisering av kreditrisk har också ofta varit behäftade med olika garantiåtaganden och andra förbindelser som ligger utanför bankernas balansräkningar och som inte alltid är lätta att överblicka.⁹⁹ När riskerna dessutom paketeras om och säljs vidare i flera led, har det blivit svårare att avgöra i vilka balansräkningar de slutliga riskerna egentligen finns.

Komplexiteten gör också värderingen av instrumenten besvärlig och kräver ofta avancerade beräkningsmodeller. Tyvärr kan man inte utgå från att dessa modeller alltid är pålitliga under turbulenta marknadsförhållanden. När prisrörelserna blir alltför stora kullkastas ofta de antaganden som modellerna bygger på. Att instrumenten är svåra att värdera kan i sin tur göra det svårt för företag att redovisa sina exponeringar på ett korrekt sätt. Det bidrar ytterligare till att minska transparensen.

BEROENDET AV LIKVIDA MARKNADER ÖKAR

En marknad är likvid om det går snabbt och enkelt att gå in eller ur en position utan att priset påverkas.¹⁰⁰ För att en marknad ska vara likvid krävs att det hela tiden finns tillräckligt många och stora intressen på både köpsidan och säljsidan. Men ibland kan det av olika skäl plötsligt uppstå så stor osäkerhet om värdet på en tillgång att betydligt fler vill sälja än köpa. Prisfallet kan då givetvis bli drastiskt. Problemet är inte att priset anpassas till en ny, och kanske på sikt mer realistisk nivå, utan att många vill sälja precis samtidigt.¹⁰¹ Det kan då uppstå

⁹⁹ Se särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i Finansiell stabilitet 2007:2.

¹⁰⁰ Se till exempel. O'Hara (2004).

¹⁰¹ Även om försäljningen är rationell sett från investerarnas perspektiv kan placeringsreglementen och interna belöningsystem påverka beteendet hos stora placerare som livförsäkringsbolag och pensionsfonder så att en neråtgående spiral ytterligare förstärks (se till exempel Schiller, 2000). Många företag är dessutom ofta beroende av samma eller likartade modeller som bas för sin riskhantering. Även om de riskhanteringstekniker som används är till stor nytta för enskilda företag, kan ett utbrett bruk av samma tekniker och riskmodeller förstärka en marknadstendens.

situationer där köpintresset på marknaden inte räcker till för alla som vill sälja. Skillnaden mellan efterfrågan och utbud kan helt enkelt bli så stor att det under en period inte sker några avslut över huvud taget. När handeln på detta sätt helt ebbar ut, brukar man säga att det uppstår ett "svart hål" i likviditeten.¹⁰²

När marknaden och prismekanismen sätts ur spel får det konsekvenser av olika slag. Marknadsaktörerna kan få problem att ändra sina finansiella positioner och att värdera sina innehav, vilket försvårar deras portfölj- och riskhantering. Och de företag som gett ut värdepapper på den aktuella marknaden för att finansiera sig kan hamna i problem när värdepappren löper ut och det är dags att refinansiera sig. Likviditeten på andrahandsmarknaden kan således ha betydelse för möjligheterna till finansiering på förstahandsmarknaden. Bankernas ökade beroende av marknader för sin riskhantering och finansiering innebär att de också blir mer känsliga för störningar i likviditeten på dessa marknader.

Historiskt har likviditetshål uppstått vid ett antal tillfällen. Det hände bland annat vid börskraschen 1987, när hedgefonden LTCM fallerade i september 1998 och i samband med terroristangreppet mot World Trade Center den 11 september 2001. Och så sent som under sommaren och hösten 2007 skapade utvecklingen på den amerikanska subprime-marknaden stor osäkerhet.¹⁰³ Detta medförde en förtroendekris som ledde till att likviditeten på delar av penningmarknaden under en period utsattes för stora påfrestningar. När banker blev drabbade av likviditetsproblemen valde ECB, Federal Reserve och Bank of England att agera för att underlätta på interbankmarknaden.

MARKNADERNA RÖR SIG SNABBARE OCH BLIR SVÅRARE ATT FÖRUTSE

Sammankopplingen av de finansiella marknaderna och deras vidhängande infrastruktur har ökat förmågan att hantera allt större volymer allt snabbare. Detta har lett till en större internationell rörlighet av kapital och – under normala omständigheter – förbättrad marknadslikviditet. Det bidrar i sin tur till effektivare marknader där finansiella flöden och priser kan anpassas snabbare till ny information. Därmed blir prisbildningen bättre. Men samtidigt har marknadsdynamiken blivit svårare att förutsäga och fått ett snabbare förlopp.

De finansiella marknaderna har inte bara blivit sammanlänkade elektroniskt. De är i högsta grad även *finansiellt* sammankopplade genom att tillgångar som omsätts på en marknad används för att aktivt hantera risker som uppkommer på andra marknader. Problem som uppstår på en marknad kan därför få stora och oväntade återverkningar på andra marknader. Före Rysslands fallissemang år 1998 föreföll ryska och brasilianska kreditrisker vara högt korrelerade. Av

¹⁰² Se till exempel Persaud (2002).

¹⁰³ Turbulensen på de finansiella marknaderna under sommaren och hösten 2007 behandlas i en särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i Finansiell stabilitet 2007:2.

det skälet försökte många investerare som köpte ryska värdepapper säkra upp sina kreditexponeringar genom att ta korta positioner på den brasilianska terminsmarknaden. Denna var då mycket likvid. På grund av att många använde denna strategi överfördes turbulensen på den ryska marknaden till den brasilianska.¹⁰⁴

Oron som uppstod på de finansiella marknaderna 2007 ger också en illustration av fenomenet. Många av de institut som drabbades värst av problemen på den amerikanska subprime-marknaden befann sig i själva verket på långt geografiskt avstånd från denna.

Mycket tyder också på att upp- och nedgångar på de finansiella marknaderna har blivit fler och skarpare. Som exempel kan nämnas turbulensen på obligationsmarknaderna 1994 och 1996, den mexikanska krisen 1994 till 1995, den asiatiska krisen 1997, den ryska krisen 1998 och LTCM-krisen samma år samt dot com-bubblan som drabbade världens aktiemarknader i början av 2000-talet.¹⁰⁵ Till raden av exempel kan nu läggas oroligheterna på världens finansmarknader under sommaren och hösten 2007.

RISKEN FÖR ATT KRISER SPRIDS MELLAN LÄNDER ÖKAR

Verkligt allvarliga kriser i det finansiella systemet är tack och lov relativt ovanliga händelser, men olyckligtvis kan de inte alltid förhindras. När de stora finansiella instituten nu blir allt mer internationella minskar också möjligheterna att isolera en kris inom ett lands gränser. Risken för att en kris i något av de stora gränsöverskridande instituten ska få allvarliga effekter i flera länder har således ökat.

OPERATIVA RISKER ÖKAR PÅ VÄXANDE MARKNADER

När marknaderna för nya komplexa instrument växer så snabbt som de har gjort på senare år, finns risken att rutiner för administration och kontroll samt arrangemang för clearing och avveckling inte riktigt hänger med. Det kan bland annat innebära eftersläpningar i dokumentationen och annan efterbehandling av de transaktioner som görs. Internationella aktörer som tidigt var aktiva på dessa nya marknader drabbades till en början ofta av att affärsbekräftelser hamnade på kö, så kallade *back-logs*. Detta kan i sin tur medföra betydande legala och andra operativa risker.¹⁰⁶

På nya marknader kan det också inledningsvis saknas rutiner för att reda ut affärer om en motpart skulle falla. Ofta behöver då netto-positionen mellan olika motparter räknas fram för att positionerna ska kunna stängas, så kallad *close-out netting*. Legala och andra osäkerheter om hur detta ska gå till kan försvåra och fördröja hanteringen av ett fallissemang. Detta kan i sin tur medföra dominoeffekter i det finansiella systemet med följder som är svåra att överblicka. Det var bland annat osäkerheten om vad som skulle hända vid en *close-out*,

¹⁰⁴ Se till exempel Schinasi (2006).

¹⁰⁵ Samtidigt förefaller volatiliteten i den *reala* ekonomin ha minskat (Se till exempel Rogoff, 2006).

¹⁰⁶ Se Committee on Payment and Settlement Systems (2007).

som mobiliserade de åtgärder som vidtogs för att lösa krisen i hedgefonden LTCM som fallerade 1998.

Den snabba utvecklingen och komplexiteten i de nya instrumenten kan också innebära utmaningar för företagens interna riskkontroll. Det innefattar de rutiner som finns för att fånga upp och sammanställa exponeringar på företagsnivå och övervakning av att de risker som tas i olika verksamhetsgrenar är förenliga med företagets övergripande riskmål.

Myndigheterna står inför stora utmaningar

Det nya finansiella landskapet ställer myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet inför en rad utmaningar. Det ökade ömsesidiga beroendet mellan olika marknader och det tilltagande gränsöverskridande inslaget gör att många av dessa utmaningar måste angripas gemensamt, av myndigheter i många länder. Inte minst den finansiella oro som uppstod under 2007 ställer en rad svåra, men fundamentala frågor på sin spets.

UTMANING 1: FÖRBÄTTRA GENOMLYSNINGEN AV BANKERNA

Ett av kännetecknen för oroligheterna på de finansiella marknaderna som uppstod sommaren 2007 var oklarhet om var riskerna fanns. I och för sig behöver det inte alltid vara ett stort problem att inte känna till var riskerna finns. Normalt räcker det med att investerarna själva vet vilka risker de tar på sig och kan skydda sig mot dessa i lämplig grad. Den spridning av risken som naturligt sker på en marknad med ett stort antal aktörer leder också i allmänhet till en större motståndskraft i det finansiella systemet. Nu har det emellertid visat sig att riskerna i bankerna i verkligheten inte minskat så mycket som man trott. Genom garantiåtaganden med mera har de risker som bankerna försökt avhända sig i många fall snabbt studsat tillbaka in i deras balansräkningar.¹⁰⁷ Osäkerheten om bankernas verkliga exponeringar har i sin tur bidragit till den förtroendekris som drabbat vissa marknader. Bristen på genomlysning har därför varit ett reellt problem som gjort det svårare både för privata och offentliga intressenter att bedöma exempelvis likviditetsrisker och motpartsrisker. *En central fråga är hur genomlysningen av bankerna kan bli bättre.*

- Vissa initiativ har redan kommit från den privata sektorn, bland annat ett projekt som syftar till att utarbeta nya riktlinjer för branschen som svar på händelserna i spåren av subprime-krisen.¹⁰⁸

107 Se särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i Finansiell stabilitet 2007:2.

108 Se Callan et al (2007).

- Samtidigt går det inte att bortse från att myndigheter kan behöva se över regleringen. Ett av skälen till den växande användningen av strukturerade kreditriskprodukter är att den internationella överenskommelse om kapitaltäckning som rått sedan länge, "Basel I", har medgett möjligheter till så kallat regelarbitrage. Bankerna har helt enkelt sluppit undan en del kostnadskrävande kapitaltäckning genom att värdepapperisera en del av kreditrisken.¹⁰⁹ Den gamla kapitaltäckningsregimen har successivt kommit att ersättas av en ny överenskommelse, "Basel II", som slöts 2004. Nya regler har dock ännu inte hunnit införas i alla länder. Basel II är betydligt mer finmaskig bland annat när det gäller olika arrangemang för värdepapperisering. Kraven är där betydligt högre ställda på att en bank ska minska risken för att det ska uppstå oväntade juridiska anspråk i samband med värdepapperisering. Vidare måste en bank fullt ut kapitaltäckna de risker som är förenade med varje så kallad tranche i de specialföretag för värdepapperisering som den stöder finansiellt. I Basel II skärps också kraven på genomlysning av bankernas riskhantering och egna kapital. Det var i hög grad sådan information som efterlystes under höstens turbulens.

Även om ett bredare genomförande av Basel II-regelverket kan förväntas minska problem av den art som uppstod under 2007, kan det inte uteslutas att ytterligare anpassningar av regelverket för kapitaltäckning blir nödvändiga. Utöver en eventuell översyn av regelverket för kapitaltäckning bör det möjligen övervägas om kraven på stresstester och kontinuitetsplaner som tar sikte på likviditetskriser ska göras ännu tydligare. Det kan heller inte uteslutas att internationella redovisningsstandarder kan behöva kompletteras.

- Den bristande transparensen ställer även den finansiella tillsynen inför betydande utmaningar. Det är tydligt att den stabilitets-tillsyn som finansiella tillsynsmyndigheter utövar inte förmått att genomskåda de risker som banksystemet utsatts för. Basel II-överenskommelsen innebär skärpta informationskrav. Samtidigt skulle exempelvis alltför långtgående rapporteringskrav på investerare som försäkringsbolag och hedgefonder innebära resurskrävande insamling och behandling av stora mängder data, som dessutom tämligen omgående bli skulle inaktuella. Det skulle knappast vara till någon större nytta i stabilitetstillsynen.

Det tyder på att stabilitetstillsynen i första hand snarare bör vara inriktad på att kontrollera att företagen har pålitliga system på plats för att hantera sina risker.

¹⁰⁹ Överenskommelsen omfattar de myndigheter från G10-länderna som deltar i Baselkommittén för banktillsyn. Kommittén sammanträder i och har sitt sekretariat förlagt hos Bank for International Settlements (BIS). BIS har sitt säte i Basel i Schweiz, därav kommitténs namn.

UTMANING 2: HANTERA INSTRUMENTENS KOMPLEXITET

En annan omständighet som bidragit till problemen under 2007 har varit att instrumenten varit så komplexa och brokiga i utformningen att aktörerna själva inte vetat alltid varit fullt medvetna om vilka risker de köpt på sig eller behållit på sina balansräkningar. Bankerna är de aktörer som normalt sköter övervakningen av kreditrisker. De har nu i många fall övergett den rollen. Istället har specialiserade kreditvärderingsinstitut ofta fått träda in för att tillhandahålla riskbedömningar av enskilda instrument. Särskilt när kostnaderna för att utveckla egna metoder för riskbedömning varit höga, som fallet varit med många av de nya komplexa instrumenten, har kreditvärderingsinstituten blivit värdefulla för investerarna. De kreditbetyg som kreditvärderingsinstituten utfärdat har på ett relativt enkelt sätt förmedlat den grad av trygghet som investerarna krävt för att våga investera i instrumenten.

Samtidigt är kreditbetygen till naturen endimensionella mått. De mäter vanligen sannolikheten för fallissemang eller förväntad förlust, men tar inte hänsyn till hur riskerna samvarierar och fördelar sig i övrigt. Och de tar inte hänsyn till likviditetsrisker. Därmed ger de inte heller en fullständig bild av risken. Särskilt för de nya strukturerade kreditriskprodukterna, som spjälkas upp i olika riskklasser ("trancher"), kan det innebära en betydande underskattning av den "oförväntade förlusten". När sannolikheten för fallissemang i någon av de sämre trancherna ändras, blir ändringarna i kreditbetyg för de kringliggande trancherna inte sällan drastiska. Mycket talar nu för att investerare i alltför hög grad bortsett från begränsningarna i kreditbetygens användbarhet.

Det tyder på att kreditvärderingsinstituten kan behöva överväga en större differentiering av kreditbetygen och att myndigheter och investerare kan behöva se över tillämpningen av kreditbetyg i reglering och investeringsreglementen.

Många av de problem som uppstod under 2007, hade också kunnat undvikas med en högre grad av standardisering. En större tydlighet och enhetlighet i kontraktens utformning och innehåll hade minskat problemen. I vissa fall skulle ökad standardisering göra det möjligt att handla även via clearinghusbaserade börser.

Ett viktigt inslag i de flesta finansiella arrangemang är att uppnå säkerhet om att varje motpart i en transaktion fullgör sina förpliktelser. På en organiserad börs kan clearingorganisationen skapa sådan säkerhet på flera sätt. Genom att träda in som central motpart minskar clearinghuset avtalsparternas motpartsrisker. Och genom att kräva marginalsäkerheter som beror på kontraktets dagliga värdeutveckling minskar clearinghuset sina risker. Säkerheterna fungerar samtidigt som en buffert mot förluster på liknande sätt som kapitalkraven för banker. Börshandel kräver också standardisering av värdepapperen, vilket ökar genomlysningen; både köpare och säljare vet vad de handlar. Då kan

bankers och andra intermediärers övervakningsroll ersättas av marknaden.

Idag handlas terminer ofta på en börs, medan exempelvis ränteswappar än så länge handlas "över disk" på interbankmarknaden med bilateral avveckling. Efterhand som marknaderna för ett visst instrument utvecklas och når allt större omsättning, sker det ofta en successiv standardisering såväl av instrumenten som av handeln med dem. Även den tekniska, legala och administrativa infrastrukturen kring instrumenten strömlinjeformas efter hand, i takt med att branschstandarder utvecklas och entreprenörer erbjuder automatiseringslösningar. Men det borde gå att skynda på processen.¹¹⁰

Det kommer dock alltid att finnas en del instrument som är i ett utvecklingskede där de är för avancerade för börshandel. Och benägenheten att uppfinna ännu mer exotiska och skraddarsydd instrument förstärks inte minst av de stora marginaler som investmentbankerna kan ta ut för sådana speciallösningar.

Även om det inte i första hand är myndigheternas uppgift att föreskriva hur handeln ska ske, bör de kunna stärka drivkrafterna mot ökad standardisering. Hur det konkret ska gå till finns anledning att diskutera bland myndigheter internationellt.

UTMANING 3: HANTERA BANKERNAS ÖKADE BEROENDE AV MARKNADSLIKVIDITET

Innan turbulensen bröt ut på de finansiella marknaderna 2007 hade likviditetsproblem på de finansiella marknaderna knappast drabbat banksystemen i någon större utsträckning. Snarare tycks bankerna tidigare ha haft en stabiliserande roll genom att erbjuda en gardering mot de likviditetschocker som då och då uppstår på finansmarknaderna. I kraft av sina starka balansräkningar har de kunnat attrahera överskottslikviditet till sina transaktionskonton samtidigt som de kunna låna ut likvida medel till behövande aktörer via överenskomna kreditlinor.¹¹¹ Därigenom har de i någon mån bidragit till att finansiella positioner kunnat avvecklas på ett ordnat sätt så att problemen inte medfört alltför allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin.¹¹²

Men bankerna har nu, som nämnts, i allt större utsträckning börjat sälja ut delar av risken i sina låneportföljer och fördela ut dem på riskvilliga investerare. Samtidigt har de behållit en del av risken – ofta den del som är mest volatil och mest komplicerad att hantera. Bankerna själva är därmed idag alltmer beroende av likvida marknader för att finansiera sig och för att hantera de risker som är förknippade med många av de komplicerade produkter de skapat och de garantier de utfärdat.

Under 2007 kom tydliga bevis på att bankerna själva blivit allt känsligare för likviditetsstörningar. Knappast vid något tidigare tillfälle

110 Se till exempel Cechetti (2007).

111 Se till exempel Gatev & Strahan (2003) och Kashyap et al. (2002).

112 Rajan (2005).

har problem på marknaderna fötts tillbaka in i banksystemen med samma kraft. Osäkerheten dels om värdet och sammansättningen på de strukturerade kreditriskprodukter som bankerna gett ut, dels om bankernas verkliga riskexponeringar ledde både till att likviditeten på andrahandsmarknaden för vissa värdepapper tynade bort och till att bankernas refinansiering på förstahandsmarknaden blev svårare och dyrare. Samtidigt blev trycket på att utnyttja bankernas kreditlinor hårt. Problemen blev allvarliga för flera institut som varit beroende av kortsiktig finansiering på de marknader där likviditetsproblemen var som störst eller hade stora motpartsexponeringar mot strukturerade kreditriskprodukter.

De svenska bankerna var lyckligtvis inte exponerade mot strukturerade kreditriskprodukter i någon större utsträckning och deras soliditet var och är alltså god. Likväl kunde de inte undvika att i någon mån påverkas av den ansträngda likviditetssituation som rådde på delar av penningmarknaden under sommaren och hösten 2007.

Frågan är om bankernas generellt ökade marknadsberoende kan få deras balansräkningar att framstå som mindre förtroendegivande i en framtida krissituation och därmed göra det finansiella systemet mindre stabilt.

Centralbanker världen över behöver undersöka om de har de verktyg som behövs för att hantera kommande likviditetskriser. Frågan om när och hur likviditetsstöd kan ges och hur ett sådant beslut ska kommuniceras kan komma att kräva nytänkande.

UTMANING 4: HANTERA GRÄNSÖVERSKRIDANDE KRISER

Den gränsöverskridande konsolideringen av bankernas verksamhet leder till förbättrad konkurrens, vilket gynnar småföretag och privatkunder genom lägre finansieringskostnader och större utbud av finansiella tjänster. Detta är effektivitetsvinster som i förlängningen förväntas vara till gagn för tillväxten i samhällsekonomin.

Men samtidigt ökar risken för att en bankkris ska spridas över nationsgränserna, med potentiellt allvarliga konsekvenser i flera länder samtidigt. Sådana kriser är mer komplicerade att hantera än rent nationella kriser. Det gäller då inte bara att samordna myndigheterna i ett land. Det kan vara nog så svårt eftersom skillnaderna i myndigheters mål, perspektiv och arbetssätt kan vara betydande inom ett land. I en kris med ett gränsöverskridande förlopp kan det dessutom bli fråga om att samordna tillsynsmyndigheter, centralbanker och finansdepartement i ett flertal olika länder. Förutom att fler myndigheter involveras tillkommer en rad legala och praktiska komplikationer. Det gör att samordningen av informationsutbyte och beslutsfattande kan sättas på svåra prov.

För att i någon mån råda bot på detta finns några särskilda arrangemang. På EU-nivå finns en övergripande överenskommelse om krishantering – ett så kallat *Memorandum of Understanding* (MoU).

Det omfattar centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansministerier i samtliga medlemsstater. Därutöver finns ett antal regionala och bilaterala överenskommelser mellan myndigheter i olika länder. Överenskommelser av det här slaget är värdefulla därför att de skapar ordnade former för samarbete, upparbetade kontaktnät och – inte minst – ett gemensamt språkbruk som kan vara av stor betydelse under hanteringen av en kris. Men de har också brister. De är ofta vagt utformade och är normalt inte legalt bindande.

Men den allvarligaste bristen är att de inte tar hänsyn till de konflikter mellan nationella intressen som kan uppstå vid en kris. Sådana intressekonflikter kan bli särskilt tydliga om de samhällsekonomiska kostnaderna av en kris i ett gränsöverskridande institut är ojämnt fördelade mellan olika länder. Det kan i vissa situationer påverka viljan att bidra konstruktivt till en lösning av krisen och det finns en uppenbar risk att krishanteringen sinkas av politiska förhandlingsspel. Det är därför i högsta grad osäkert i vilken utsträckning dagens MoU:er räcker för att säkerställa att krishanteringen blir effektiv.¹¹³

Ett värdefullt verktyg för att testa förmågan att hantera kriser är att genomföra övningar med finansiella krisscenarier. På senare år har ett antal sådana krisövningar genomförts, såväl på EU-planet som på nationell och regional nivå. Under hösten 2007 genomfördes en nordisk-baltisk krisövning, i vilken centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansministerier från samtliga fem nordiska länder samt centralbankerna från de baltiska länderna deltog. Av dessa krisövningar kan man få lärdomar om hur samarbetet kan vidareutvecklas för att säkerställa att det fungerar väl i ett skarpt läge.

En av de viktigaste utmaningarna som myndigheterna står inför är således att utveckla strukturerna för att hantera kriser med ett gränsöverskridande förlopp. Det är inte bara de praktiska och legala problemen som behöver övervinnas. Man behöver även minska risken för att nationella intressekonflikter ska försvåra och fördröja hanteringen av en kris. För att förbättra förutsättningarna behöver man också utveckla mekanismer för att fördela de samhällsekonomiska bördorna av en kris. Detta kan på sikt kräva institutionella lösningar på överstatlig nivå.

Vägen framåt för Riksbankens stabilitetsarbete

Det nya finansiella landskapet ger alltså upphov till svåra utmaningar och komplicerade frågor för myndigheter internationellt. Också för Riksbanken innebär förändringarna att utmaningarna efter hand behöver mötas av konkreta anpassningar i stabilitetsarbetet.

¹¹³ Se till exempel Sveriges riksbank (2005c).

VÄXANDE KOMPLEXITET KRÄVER BREDARE ANALYS

- Den svenska finansiella stabiliteten påverkas av den växande komplexiteten och den ökade mängden spridningsvägar för problem in i bankerna och betalsystemet. Det innebär att Riksbanken successivt behöver bredda analysen och fördjupa kunskaperna på ett antal områden. Det krävs bland annat ökad kännedom om hur bankernas strategier för riskhantering ser ut och hur deras engagemang i strukturerade produkter med mera utvecklas. När bankernas åtaganden utanför balansräkningen blir allt mer betydelsefulla blir det allt mer angeläget att få ett grepp om hur dessa åtaganden utvecklas.
- Det blir också väsentligare att ännu närmare följa och analysera utvecklingen på vissa finansiella marknader, inte minst den internationella kreditmarknaden, som kommit att spela en allt viktigare roll för bankernas finansiering och riskhantering.
- Bankerna har alltjämnt en central roll i betalningsväsendet och är därför i fokus för stabilitetsarbetet. Men bankernas ökade marknadsberoende gör att även deras motparter på dessa marknader blir allt viktigare att följa.
- Idag har de fyra största svenska bankerna mer än hälften av sina sammanlagda tillgångar i utlandet. Och nästan lika stor andel av deras sammanlagda rörelseresultat härstammar från utlandet. Det gör att det blivit allt viktigare att följa utvecklingen i de länder där de svenska bankerna har stora engagemang, som i övriga nordiska länder och Baltikum.

NYA ANGREPPSSÄTT OCH UTVECKLADE
INFORMATIONSKANALER

Behovet av bredare analys och vidgade kunskaper ställer krav på nya angreppssätt och mer utvecklade informationskanaler.

- Sedan länge har Riksbanken en naturlig samtalspartner i Finansinspektionen. När de finansiella företagen och deras verksamheter blir allt mer komplicerade och svåra att genomlysa blir informationsutbytet med Finansinspektionen allt viktigare. Samarbetet med inspektionen bör därför fördjupas ytterligare.
- Det blir också viktigare att vidareutveckla kontaktnätet och informationsutbytet med myndigheter i de länder utanför Sverige där de svenska bankerna är verksamma.

- Marknadsinformation kommer att behöva utnyttjas i stabilitetsanalysen ännu mer systematiskt än tidigare. Även formerna för informationsinhämtningen från marknadens deltagare kan behöva utvecklas.
- Riksbanken har legat långt framme i utvecklingen av användbara stresstester och scenarioanalyser. Det är angeläget att utveckla dessa analysmetoder ytterligare så att de även fångar indirekta effekter av förändringar i de omständigheter som de finansiella instituten verkar inom. Det är viktigt för att utveckla förmågan att analysera spridningsriskerna.

HÖGA KRAV PÅ DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN

Den kanske viktigaste rollen när det gäller att utforma systemen för handel och clearing och avveckling har marknadsaktörerna själva. När marknader växer snabbt blir kraven på marknadsaktörerna extra höga. Riksbanken och andra myndigheter kan bidra genom att följa och uppmuntra finanssektorns utveckling av den finansiella infrastrukturen. Genom att uppmärksamma brister och driva på utvecklingen av branschstandarder kan myndigheterna agera som katalysatorer för förändringar. När viktiga system konsolideras och när flödena över gränserna ökar, ökar givetvis också kraven på gränsöverskridande samarbete mellan myndigheterna. Rollen som katalysator måste således utövas gemensamt av myndigheter i många länder.

VIKTEN AV ATT PÅVERKA REGLERINGAR

En viktig förutsättning för finansiell stabilitet är en ändamålsenlig reglering för den finansiella sektorn. Bra regleringar gynnar effektiviteten samtidigt som de motverkar exempelvis överdrivet risktagande. En viktig utgångspunkt är att regelverket ska främja balans mellan stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet.¹¹⁴

Riksbanken har bland annat pekat på bristerna i det svenska regelverket för hantering och avveckling av probleminstitut. Bristerna tydliggjordes av händelserna kring kreditmarknadsbolaget Custodias fallisseman.¹¹⁵ Det pågår nu ett intensivt arbete i regeringskansliet som förhoppningsvis leder till en proposition om ny lagstiftning om offentlig administration av banker i kris. Det pågår också en utredning om hur systemet för insättningsgaranti ska kunna effektiviseras.

En allt större del av den lagstiftning och annan reglering som berör svenska finansiella företag initieras idag på EU-nivå. Många förändringar i regelverket har också sitt ursprung i nya standarder och rekommendationer som utarbetas i andra internationella sammanhang, exempelvis inom ramen för G10-samarbetet. De svenska bankernas

¹¹⁴ Riksbankens syn på de ekonomiska motiven för reglering redovisas i Sveriges riksbank (2005a).

¹¹⁵ Bakgrunden till fallet och de brister i lagstiftningen som det uppdagade redovisas i Sveriges riksbank (2006c).

tilltagande internationalisering innebär att det blir allt viktigare för Riksbanken att bidra till att stärka de svenska insatserna i det EU-gemensamma lagstiftningsarbetet och i övrig finansiell normbildning på det internationella planet.

KRISBEREDSKAPEN KRÄVER ÖKAT SAMARBETE

Sedan 1990-talets bankkras har beredskapen för att hantera kriser i det finansiella systemet stärkts. Riksbankens krisorganisation och formerna för krissamarbete med andra myndigheter har utvecklats. Bland annat finns det sedan ett antal år en överenskommelse mellan Riksbanken, Finansinspektionen och Finansdepartementet om samarbete och informationsutbyte vid finansiella kriser. De svenska bankernas betydande verksamheter utomlands har inneburit att Riksbanken även ingått ett antal överenskommelser med centralbankerna i de övriga nordiska länderna och i Baltikum. Och som nämnts finns numera även en övergripande överenskommelse på EU-nivå.

I en kris är det viktigt att myndigheterna i olika länder förstår varandras bedömningar av läget och helst uppnår samsyn. Eventuellt likviditetsstöd och betalningar av insättningsgarantimedel över gränserna måste också kunna samordnas effektivt. Och de samhällsekonomiska bördorna i spåren av en gränsöverskridande kris måste kunna fördelas på ett rimligt sätt. Det ställer krav på ytterligare vidareutveckling av samarbetet. En viktig uppgift för Riksbanken är därför att fortsätta driva på detta arbete internationellt.

Slutsatser

1990-talets bankkras var en väckarklocka som fick Riksbanken och andra myndigheter att vakna till insikt om de allvarliga konsekvenser som bristande stabilitet i det finansiella systemet kan medföra för samhället. Lärdomarna från krisen ledde till att Riksbanken utvecklade en analyskapacitet kring finansiell stabilitet. För tio år sedan publicerade Riksbanken sin första av de nu regelbundet återkommande stabilitetsrapporterna. I rapporten diskuteras öppet sårbarheter och risker i det finansiella systemet. Att Riksbankens varit en ivrig förespråkare för detta öppna förhållningssätt har sannolikt bidragit till att bruket att publicera stabilitetsrapporter spritt sig till många centralbanker världen över.

Stabilitetsrapporten är emellertid bara en del av Riksbankens stabilitetsarbete. Insikterna från bankkrisen har också lett till att man stärkt krisorganisationen och utvecklat formerna för samarbete mellan myndigheter kring finansiell krishantering. Riksbanken har dessutom verkat aktivt på den europeiska och internationella arenan för att förbättra regelverken och de gemensamma arrangemangen för att stärka krisberedskapen. Riksbanken har också varit drivande för att få till stånd gränsöverskridande MoU:er och krisövningar. I några

avseenden står därför Riksbanken och andra myndigheter sannolikt bättre rustade för att motverka och hantera en finansiell kris än för tio år sedan.

Men under tiden har också konturerna i det finansiella landskapet fortsatt att förändras. Flödena i det finansiella systemet har ökat kraftigt samtidigt som systemet har blivit allt mer komplext och svårt att överblicka. Internationaliseringen har tilltagit. De finansiella marknaderna har blivit allt mer betydelsefulla samtidigt som det ömsesidiga beroendet mellan olika marknader har ökat. Det innebär att kriser mycket snabbare och med större kraft kan drabba allt fler ekonomier samtidigt än vad de kunde för ett decennium sedan. Betydelsen av välfungerande finansiella marknader och stabila system och institutioner har således ökat. Arbetet med finansiell stabilitet har därmed blivit viktigare samtidigt som det blivit svårare. Inte minst den oro som uppstod på många finansiella marknader under 2007 pekar på ett antal stora utmaningar som myndigheterna ställs inför. Det är utmaningar som måste angripas gemensamt på det internationella planet.

Förändringarna innebär också att Riksbanken behöver utveckla stabilitetsarbetet på ett antal punkter. Bland annat behöver analysen vidgas i vissa avseenden och nya angreppssätt och informationskanaler måste utvecklas för att ta hänsyn till den växande komplexiteten. Det blir allt viktigare att följa utvecklingen av den finansiella infrastrukturen, att påverka utformningen av finansiella regelverk och att aktivt driva på det internationella samarbetet kring krishantering.

Det viktigaste verktyget för att uppnå framgång i dessa avseenden är att bidra med välgrundande analyser och goda argument.

Referenser

- Allen, F., L. Francke & M. Swinburne (2004). "Assessment of the Riksbank's Work on Financial Stability Issues", *Penning- & valutapolitik* 3/2004.
- Calomiris, C. & J. Mason (2007). "We need a better way to judge risk", *Financial Times*, August 24, 2007.
- Callan, E., D. Wighton & K. Guha (2007). "Regulators urged to take back seat", *Financial Times*, October 21, 2007.
- Cechetti, S. (2007). "A better way to organise securities markets", *Financial Times*, October 5, 2007.
- Cihák, M. (2006). "Central Banks and Financial Stability: A Survey of Financial Stability Reports", IMF, Paper prepared for Seminar on Current developments in Monetary and Financial Law, Washington DC, October 23-26, 2006.
- Committee on Payment and Settlement Systems (2007), "New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives", *Bank for International Settlements* (BIS), Basel, March 2007.
- Gatev, E. & P. Strahan (2003). "Banks' advantage in hedging liquidity risk: Theory and evidence from the commercial paper market", *NBER Working Paper 9956*, September 2003.
- Ingves, S. & G. Lind (1996). "Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand", *Penning- & valutapolitik* 1/1996.
- International Monetary Fund (2007a). *Global Financial Stability Report*, IMF, April 2007.
- International Monetary Fund (2007b). *Global Financial Stability Report*, IMF, September 2007.
- Kashyap, A., R. Rajan, & J. Stein (2002). "Banks as providers of liquidity: An explanation for the co-existence of lending and deposit-taking", *Journal of Finance*, Vol. 57. No. 1. 33-73.
- Merton, R. (1992). "Financial innovation and economic performance", *Journal of Applied Corporate Finance* 4 (Winter), 12-22.

Merton, R. (1995). "Financial innovation and the management and regulation of financial institution". *Journal of Banking & Finance* 19, 461-481.

O'Hara, M. (2004). "Liquidity and Financial Market Stability", *National Bank of Belgium Working Paper Number 55* (May 2004).

Oosterloo, S., J. de Haan & R. Jong-A-Pin (2007). "Financial Stability Reviews: A First Empirical Analysis", *Journal of Financial Stability* 2, 337-355.

Persaud, A. (2002). "Liquidity Black Holes", *World Institute for Development Economics Research, Discussion Paper No. 2002/31* (March 2002).

Pettersson, K.-H. (1993). *Bankkrisen inifrån*. SNS Förlag, Stockholm, 1993.

Rajan, R. (2005). "Has Financial Development Made the World Riskier?", *NBER Working Papers 11728*, 2005.

Rogoff, K. (2006). "Impact of globalization on monetary policy", *Federal Reserve Bank of Kansas City, Paper prepared for symposium on The New Economic Geography: Effects and Policy Implications, Jackson Hole, Wyoming, August 24-26, 2006*.

Schiller, R. (2000). *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Schinasi, G.J. (2006). *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, IMF 2006.

Srejber, E. (2006). "Are we ready to deal with a cross-border banking crisis in Europe?" Speech held at *Seminar on Financial Institutions' Value Management in the Integrated Market in Light of the Lisbon Strategy*, Gdansk, Poland, 22 May 2006.

Sveriges riksbank (2003). "Riksbankens roll som lender of last resort", *Finansiell stabilitet* 2003:2.

Sveriges riksbank (2005a). "Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn", *Finansiell stabilitet* 2005:1.

Sveriges riksbank (2005b). "Riskkapitalbolagen i Sverige", *Finansiell stabilitet* 2005:1.

Sveriges riksbank (2005c). "Den finansiella infrastrukturen – aspekter på ramverket för banker i EU", *Finansiell stabilitet* 2005:2.

Sveriges riksbank (2005d). "Vägen mot en inre marknad för finansiella tjänster", *Finansiell stabilitet* 2005:2.

Sveriges riksbank (2006a). "Hedgefonder i det finansiella systemet", *Finansiell stabilitet* 2006:1.

Sveriges riksbank (2006b). "Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet", *Finansiell stabilitet* 2006:2.

Sveriges riksbank (2006c). "Kan svenska myndigheter hantera probleminstitut?", *Finansiell stabilitet* 2006:2.

Sveriges riksbank (2007). "Effekter av utländskt ägande i banksektorn", *Finansiell stabilitet* 2007:1.