Statens förändrade roll på finansmarknaderna

Av Martin Blåvarg och Stefan Ingves
Martin Blåvarg är verksam vid betalningssystemavdelningen och Stefan Ingves är vice riksbankschef på Sveriges riksbank.[1]

Under slutet av 1980-talet och första hälften av 1990-talet har statens roll på de finansiella marknaderna förändrats och det statliga förhållningssättet till stor del fått en ny inriktning. I denna artikel görs ett försök att belysa statens nya roll. Artikeln behandlar tendenserna efter avregleringarna och avser således inte att vara ytterligare ett inlägg i debatten om avregleringarna.

Med staten avses i denna artikel såväl regeringen och dess myndigheter som Riksbanken. Dessa har olika uppgifter på finansmarknaderna, men deras grundläggande synsätt är detsamma, vilket är naturligt, eftersom riksdagen är det gemensamma överordnade organet. I och med avregleringarna har Riksbankens reglerande inflytande över de finansiella marknaderna minskat, och eftersom statens förhållningssätt framför allt kommer till uttryck i lagstiftningsprocessen är det i första hand andra överväganden än Riksbankens som redovisas. Riksbanken har ofta deltagit i denna process på ett mindre synligt sätt, dels genom att medverka i de internationella sammanslutningar som arbetat fram lagstiftningsdirektiv på det finansiella området, dels genom att deltaga i utredningsarbete och remissförfarande inom området.[2]

80-talet – slutet på regleringsperioden

Kredit- och valutaregleringarna avvecklades succesivt under 1970- och 1980-talen. Till de viktigaste regleringsinstrumenten hörde utlåningstak, tvång att placera i stats- och bostadsobligationer, räntereglerings, likviditetskvoter samt valuta-

[1] Denna artikel är baserad på ett anförande hållet för finansutskottets ledamöter vid ett SNS-seminarium i april 1996.

[2] Ingen av författarna arbetade på Riksbanken under huvuddelen av den angivna perioden.

regleringen. Drivkrafterna bakom avregleringarna var flera. Regleringarna hade givit upphov till allokeringsproblem för både den offentliga och den privata sektorn. Statens kraftigt ökande lånebehov i slutet av 1970-talet och början av 1980-talet gjorde att bankernas finansieringsförmåga togs i anspråk i allt större utsträckning för placeringar i statspapper. Detta ledde till att staten istället började ge ut obligationer riktade mot hela marknaden, vilket gjorde att placeringsplikten för bankerna kunde slopas. Introduktionen av riksobligationer och statsskuldväxlar gjorde att det fanns möjlighet att bedriva penningpolitik med marknadsoperationer i stället för kvantitativa regleringar. Detta ledde så småningom till att de penning- och kreditpolitiska medlen kunde separeras.

Drivkrafterna bakom avregleringarna var flera; resursallokering, statens ökande lånebehov, tillväxten av den oreglerade kreditmarknaden och förbättrad informationsteknik.

Såväl staten som näringslivet hade redan under 1970-talet börjat söka finansiering utomlands. Valutaregleringen blev därmed allt mer ineffektiv som medel för att isolera den svenska finansmarknaden. Tillväxten av den oreglerade kreditmarknaden, den ökande användningen av okonventionella finansiella instrument samt förbättrad informationsteknik gjorde också att regleringarna blev alltmer ineffektiva.

Den utländska avregleringsvågen och de positiva erfarenheterna från andra länder bidrog också till en ökad vilja till avreglering. Denna internationella trend sammanföll med en alltmer negativ inställning inom den ekonomiska forskningen till politiska ingrepp i marknadsmekanismerna. Således fanns en rad samverkande faktorer som alla hade samma konsekvens – ökad medvetenhet om de kvantitativa regleringarnas ineffektivitet.

Statens direkta kontroll av de finansiella marknaderna representerades inte bara av de kvantitativa regleringarna av kredit- och valutamarknaderna. Vid ansökan om tillstånd att bedriva bankverksamhet (oktroj) fanns ett behovskriterium, dvs. oktroj skulle endast beviljas om det fanns ett allmännyttigt behov av den nya banken. Mellan 1920-talet och 1982 startades i princip inte en enda ny affärsbank i Sverige,[3] vilket i och för sig inte med nödvändighet behöver bero på att behovsprövningen satt hinder för nyetableringar. 1986 skedde en omsvängning i och med att utländska banker tilläts etablera sig i Sverige. I propositionen till denna regeländring uttalades att behovsprövningen skulle tolkas som en möjlighet för staten att inte bevilja oktroj när det fanns risk för överetablering av banker, men att nyetablering annars borde ses som en förbättring av konkurrensen, vilket skul-

[3] Vissa ombildningar av befintliga banker har ägt rum, vilket i vissa fall har lett till att nya bankföretag bildats, men någon ny bank med nya ägare har inte kommit in på marknaden under den nämnda perioden.

le vara ett tillräckligt allmännyttigt ändamål för att behovskriteriet skulle vara uppfyllt.[4] Liknande behovsregler har funnits inom försäkringsområdet.

Regeln om behovsprövning togs bort 1990, vilket då motiverades med att regeln innebar risk för godtycklig behandling och hämmade den fria konkurrensen. Senare infördes en uttrycklig regel i bankaktiebolagslagen om att oktroj inte får vägras på grund av att det inte behövs någon ytterligare bank.

Statens regleringar var inte bara kvantitativa; behovskriteriet för tillstånd att bedriva bankverksamhet och lagreglerat börsmonopol är två exempel.

Ett annat exempel på statens regleringsvilja är det lagreglerade börsmonopolet, som upphävdes från 1993. Monopolet hade motiverats med att börsverksamhet på grund av stordriftsfördelar normalt bör ge upphov till naturliga monopol och att det inte fanns behov av mer än en börs i Sverige.[5] När monopolet upphävdes ansåg regeringen att risken för att naturliga monopol uppstår inte bör förstärkas av lagstiftning, utan att marknaden bör få fungera fritt i detta avseende och att konkurrensutsättning bör vara en fördel utifrån det offentligas synpunkt.[6] Den nya börslagstiftningen hoppade i ett slag över flera utvecklingstadier och tillåter idag bl.a. direktaccess från utlandet.

Funktions- och institutionsregler på 90-talet

Att de kvantitativa och behovsrelaterade reglerna avskaffats på kapitalmarknaden innebär inte att finansiell verksamhet idag inte är underkastad vissa regler. Det rör sig framför allt om skyddsregler, som syftar till att korrigera olika former av marknadsimperfektioner. Bland de viktigaste av dessa finns systemrisker, som kan leda till att stabiliteten i det finansiella systemet som helhet hotas. En annan viktig grund för reglering är att informationsspridning och tillsyn riskerar att förekomma i för liten utsträckning på en helt oreglerad marknad, i synnerhet för att tillgodose de behov som finns av konsumentskydd på området. Regler med denna inriktning har tillkommit och förstärkts efter avregleringen, varför avreglering egentligen inte är ett helt korrekt begrepp i sammanhanget.[7]

Idag finns framför allt skyddsregler som syftar till att korrigera olika former av marknadsimperfektioner.

[4] Prop. 1984/85:191, sid. 19.
[5] SOU 1989:72, sid. 291.
[6] Prop. 1991/92:113, sid. 62.
[7] En aktuell artikel där denna frågeställning diskuteras är "Sanning och myt kring kapitalmarknadens avreglering" av Per-Ola Jansson, Juridisk Tidskrift 1995/96, sid. 996–1016.

Vid lagstiftningen på det finansiella området har effektivitet och konkurrensneutralitet kommit att prioriteras i stor utsträckning. Skyddsreglerna skall i så liten utsträckning som möjligt verka ingripande på dessa mål. Som helhet syftar de nya reglerna till ökad konkurrens och stöd för marknadens utveckling.

Funktions- eller produktregler

På 1980-talet började en mängd nya finansiella instrument och finansiella tekniker att användas, inledningsvis framför allt inom den då så kallade oreglerade delen av finansmarknaden. När användningen ökade uppstod med hänsyn till skyddsintressen ett behov hos statsmakterna att ha viss kontroll över handeln. Detta ledde till att funktions- eller produktregler uppstod.[8]

Genom lagen om handel med finansiella instrument från 1991 infördes grundläggande bestämmelser om termins- och optionshandeln.

Exempel på detta är handeln med standardiserade derivat som inleddes 1985 genom OM:s och SOFE:s verksamheter. Till en början reglerades handeln enbart genom de civilrättsliga handelsvillkor som aktörerna på dessa marknader avtalade om. Dessa handelsvillkor utformades i och för sig i samråd med dåvarande Bankinspektionen, men detta skedde utan någon lagbestämmelse till grund. Genom lagen om handel med finansiella instrument som gäller från 1991 infördes grundläggande bestämmelser om termins- och optionshandeln. I propositionen sågs derivathandeln som något positivt, eftersom den ansågs öka likviditeten i marknaden och leda till att prisfluktuationen för de underliggande fondpapperna minskade.[9]

Vissa finansiella tekniker förbjöds uttryckligen när de började användas på marknaden. Ett exempel på detta är blankning[10], som förbjöds i 1979 års fondkommissionslag. Motiveringen till detta var att Stockholms Fondbörs med hänsyn till omsättning och antalet handlade fondpapper var för liten för att klara en sådan handel, och att det i samband med blankning förekom utpräglat spekulativa inslag, där en part med stor kännedom om marknadsläget hade ett övertag gentemot en sämre informerad motpart. När blankningsförbudet togs bort i och med att fondkommissionslagen 1991 ersattes av lagen om handel med finansiella instrument och lagen om värdepappersrörelse anfördes att de ovan nämnda argumenten inte var gångbara, framför allt att spekulation och informationsövertag naturligt förekommer vid all värdepappershandel och inte på något sätt var speci-

[8] Regler som handlar om egenskaper hos finansiella produkter i stället för om de enskilda institut som tillhandahåller finansiella produkter.
[9] 1990/91:142, sid. 92.
[10] Att sälja värdepapper som man inte äger.

fikt vid blankning. Vidare sågs blankningsmöjligheten som effektivitetshöjande på liknande sätt som derivaten dels genom den likviditetshöjande effekten på marknaden, dels genom att prissättningen effektiviserades på de värdepapper som användes för blankning.[11]

En bredare användning av olika finansiella instrument började inom statsapparaten ses som ett sätt att effektivisera de finansiella marknaderna. En internationell kunskap om effektivitets- och stabilitetsfördelarna med de nya finansiella instrumenten och möjligheterna att göra diversifierade portföljval fick allt större genomslag. Detta ökade beredvilligheten att öppna lagstiftningen i större utsträckning mot en bredare användning av olika instrument. Ett exempel är att det 1990 blev tillåtet för försäkringsbolagen att placera livförsäkringspremier i aktiefonder, s.k. unit linked-fonder. Detta motiverades med att konkurrensen skulle breddas, att detaljregleringen av försäkringsverksamheten borde minska för att effektivisera en statisk marknad och att konkurrensen från utländska försäkringsföretag motiverade att svenska företag skulle ha samma möjligheter som dessa.[12]

En bredare användning av olika finansiella instrument började i staten ses som ett sätt att effektivisera de finansiella marknaderna.

En annan nyhet på försäkringsområdet var det individuella pensionssparandet som infördes 1994. Detta syftade till att vidga formerna för pensionssparande, vilket skulle kunna leda till ökat sparande, öka konkurrensen på området och göra gränserna svagare mellan försäkringsverksamhet och andra sektorer av finansmarknaderna, vilket skulle kunna effektivisera marknaden.

Regler för institutioner allt mer lika

Förändringarna av regelverket har inte bara omfattat de nya finansiella instrumenten. Även om avregleringen ledde till att villkoren för de reglerade och oreglerade delarna av finansmarknaderna närmade sig varandra har ett behov av olika regler för olika typer av finansiella institutioner kvarstått. En strävan har dock varit att reglerna skall skilja sig åt i så liten utsträckning som möjligt för att främja konkurrensneutralitet mellan olika institutkategorier. Reglerna beträffande tillstånd, tillsyn m.m. har också avsetts att bli tydligare och mer förutsebara för att undvika godtycklighet i beslutsfattandet. En viktig förutsätt-

Staten har strävat efter att reglerna för olika finansiella institutioner ska skilja sig åt så lite som möjligt för att främja konkurrensneutralitet.

[11] Prop. 1990/91:142, sid. 100.
[12] Prop. 1989/90:34.

ning för effektiv konkurrens är etableringsfrihet, på vilken tillståndsreglerna inte får ha begränsande effekter. Det främsta exemplet på detta synsätt är det ovan diskuterade borttagandet av behovsprövningen av bankoktrojer, som ersatts med mer precisa regler om vilka kriterier som skall vara uppfyllda för att oktroj skall beviljas.

Prioriteringen av konkurrensneutralitet har lett till ett flertal regeländringar med syfte att ta bort hinder för branschglidning.

Prioriteringen av konkurrensneutralitet har lett till ett flertal regeländringar med syfte att ta bort hinder för branschglidning, dvs. att olika typer av institut ges möjlighet att komma in på varandras marknader och konkurrera. Ett exempel är att banker och försäkringsbolag 1991 fick möjlighet att äga aktier i varandra, samt ingå i samma koncern. Ett annat är att regeringen på Föreningsbankens begäran via lagstiftning möjliggjorde en ombildning av banken från föreningsbank till bankaktiebolag, vilket var nödvändigt för att banken skulle kunna attrahera nytt kapital och konkurrera på lika villkor med övriga banker.[13]

För att stärka stabiliteten i kreditinstituten infördes 1990 skärpta kapitaltäckningsregler.

Även om det primära syftet med kreditregleringarna inte var att stärka stabiliteten i kreditinstituten hade regleringarna en sådan effekt. Behovet av en buffert av eget kapital som skydd mot risker för förluster i verksamheten blev därför större i och med att kreditregleringarna avskaffades. För att tillgodose detta behov infördes från 1990 skärpta kapitaltäckningsregler. Regeländringarna innebar att högre kapitalkrav ställdes för vissa åtaganden, att kapitaltäckningen skulle konsolideras på koncernbasis samt att samma kapitaltäckningsregler skulle gälla för olika typer av finansiella institut. Principerna för reglerna utarbetades internationellt inom den s.k. Baselkommittén för banktillsyn. Förändringarna motiverades med att gemensamma regler behövdes för de internationellt verksamma bankerna och att Sverige borde ställa samma krav som andra länder för att främja konkurrensneutralitet.[14]

Öppningar för internationell konkurrens

Ett led i främjandet av konkurrensen och bredden på marknaden har varit att möjliggöra tillträde för utländska finansiella institut på den svenska marknaden och likaledes göra det möjligt för svenska institut att etablera sig utomlands. Det första steget togs 1985, när utländska banker tilläts öppna dotterbanker i Sverige. År 1987 fick svenska banker möjlighet att öppna filialer i utlandet, och motsva-

[13] Prop. 1992/93:69, sid. 20.
[14] Prop. 1989/90:40, sid. 88, 100.

rande möjlighet för utländska banker infördes 1990. Ett exempel på Sveriges strävan att delta i utvecklingen mot internationell konkurrens på de finansiella marknaderna kan ges genom följande propositionsuttalande från 1987: "Sverige har ett starkt intresse av att så långt det är möjligt delta i det västeuropeiska samarbetet för att möjliggöra en enhetlig marknad för finansiella tjänster".[15]

Avgörande steg mot fri konkurrens på finansmarknaderna inom Västeuropa togs naturligtvis genom Sveriges undertecknande av EES-avtalet, som trädde i kraft 1994. I och med detta infördes regler om att auktorisation och tillsyn av banker, kreditinstitut och värdepappersföretag skulle hanteras från hemlandet. Samtidigt standardiserades dessa regler, så att samma krav för auktorisation och tillsyn skulle finnas inom EES-länderna.

Reglerna inom EU harmoniseras

Genom EU-harmoniseringen har funktions- och institutionsreglerna i många avseenden utvecklats och förbättrats.

En fri europeisk marknad för finansiella tjänster förutsätter att villkoren för de finansiella instituten i allt väsentligt överensstämmer mellan olika länder. Principerna för regelverket inom EU har varit desamma som inom Sverige efter avregleringarna – att upprätta ett minimum av regler som klarar av att upprätthålla de skyddsintressen som en helt oreglerad marknad inte tillgodoser. Genom EU-harmoniseringen har funktions- och institutionsreglerna i många avseenden utvecklats och förbättrats.

En av de viktigaste skyddsreglerna – kapitaltäckningskraven – har i år utökats med kapitaltäckningskrav för marknadsrisker.

De kanske viktigaste skyddsreglerna vid sidan av auktorisations- och tillsynsreglerna är kapitaltäckningsreglerna. Dessa har ytterligare förbättrats genom de kapitaltäckningskrav för marknadsrisker som infördes från 1996. De tidigare kapitaltäckningsreglerna avsåg enbart att hantera risken för kreditförluster hos kreditinstitut. Genom de nya reglerna beaktas även risker för förluster som prisförändringar på finansiella instrument kan ge upphov till, liksom risken för avvecklings- och motpartsrisker som ett institut utsätts för i sin verksamhet i handelslagret. Behovet av skyddsregler även beträffande dessa risker har uppstått inte minst på grund av den ökade omsättningen på kapitalmarknaderna och den ökade diversifieringen av finansiella instrument, vilket gjort riskbilden mer komplex. Liksom de ovan diskuterade förändringarna av kapitaltäck-

[15] Prop. 1987/88:66, sid. 107.

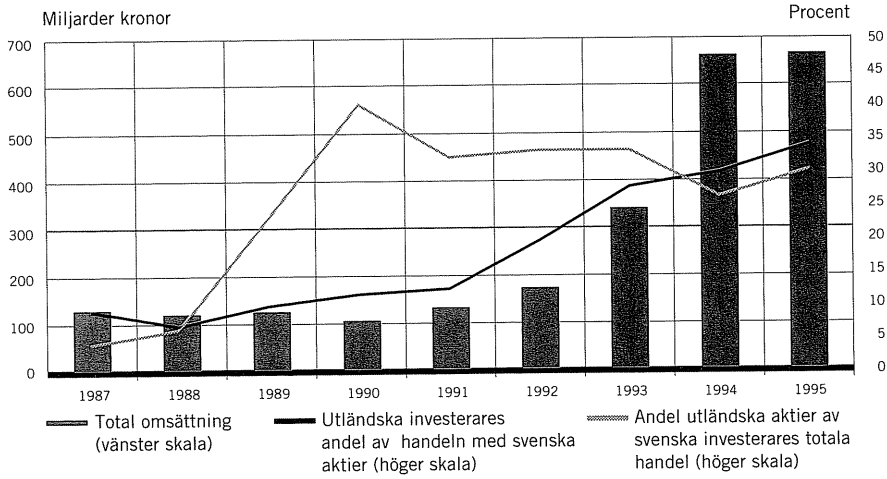
gör att specifika behov och preferenser hos såväl småsparare som professionella placerare kan tillgodoses i stor utsträckning. Exempelvis ökade antalet värdepappersfonder kraftigt under slutet av 1980-talet (se tabell 1). En effektivare riskhantering kan också uppnås med de finansiella instrumenten, exempelvis svappar, och genom att det ökade utbudet av placeringsalternativ ger bättre möjligheter till diversifiering. Antalet nya finansiella instrument som tillkom under åren 1980 till 1991 var enligt en genomgång 43, att jämföra med 20 under perioden 1945–1979.[17]

Tabell 1. Värdepappersfonder
Antal fonder och total fondförmögenhet

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Antal värdepappersfonder	201	291	318	375	336	328	333	333	326
Total fondförmögenhet, mdrkr	74	113	142	112	99	105	151	152	181

Aktiviteten över gränserna mellan länder har också ökat kraftigt. Samtidigt som omsättningen på aktiemarknaden ökat starkt har både svenska investerares handel med utländska aktier och utländska investerares andel av handeln med svenska aktier ökat (diagram 3). Ett annat exempel är att börsen sedan 1993 har fjärrmedlemmar, dvs. medlemmar som bedriver sin handel från utlandet. I början av 1996 var sju av börsens 41 medlemmar sådana fjärrmedlemmar.

Diagram 3. Aktiehandelns omsättning på Stockholms Fondbörs och utländska investerares andelar därav, samt andelen utländska aktier av svenska investerares totala handel



[17] Genomgången är gjord av Lars Werin i "Från räntereglering till inflationsnorm", Werin, Lars (red.), 1993.

Vart är vi på väg?

Uppenbarligen har vittgående förändringar ägt rum i den svenska finansiella sektorn under de senaste tio till femton åren, såväl när det gäller branschens omfattning och verksamhet, som regelsystemet och villkoren för verksamheten. Den svenska finansmarknaden är nu förhållandevis väl integrerad med EU-marknaden, både beträffande regelsystem och verksamheten över gränserna. Den gränsöverskridande verksamheten har emellertid inte nått den omfattning man kan förvänta sig på en fullständigt öppen marknad, och därför förefaller en fortsatt accelererande kommersiell anpassning trolig, där allt fler utländska aktörer blir verksamma på den svenska marknaden och vinner ökande marknadsandelar.

Ett fortsatt internationellt arbete med ytterligare harmonisering och förfining av skyddsreglerna kan förväntas. Med tanke på den ökande internationaliseringen av finansmarknaderna även gentemot länder utanför EU är det troligt att mer tyngd läggs vid utarbetandet av globala skyddsregler. Flera av de regler som harmoniserats inom EU, t.ex. kapitaltäckningsreglerna, har utarbetats inom G10-gruppen och de har en betydande spridning även i länder utanför EU. En liknande utveckling är trolig även beträffande andra regler.

Den ökande internationaliseringen av finansmarknaderna även utanför EU gör det troligt att mer tyngd läggs vid utarbetandet av globala skyddsregler.

En fråga som kommer att få större aktualitet är vilken relation EU:s inre finansiella marknad kommer att få i förhållande till marknader utanför unionen. Kommer EU att bete sig som en tullunion, som sätter upp hinder för konkurrens utifrån, eller kommer man att välkomna etableringar och gränsöverskridande verksamhet från exempelvis de amerikanska och japanska marknaderna? Det här är frågor som kan komma att få stor betydelse för den svenska finansiella sektorn som sedan länge har goda kontakter med t.ex. marknaderna i Tokyo, Singapore, och New York, samtliga betydande finansiella centra utanför EU.

Av stor betydelse är naturligtvis också genomförandet av EMU och Sveriges eventuella deltagande däri. EMU kommer att ytterligare underlätta konkurrensen över nationsgränserna, framför allt genom att de risker som är förknippade med användandet av olika valutor försvinner, men också genom att de tekniska systemen och andra strukturella faktorer kommer att harmoniseras ytterligare. Om Sverige inte kommer att delta i EMU uppstår en situation där accessen till EMU-området och på vilka villkor denna sker blir betydelsefull för svenska finansiella aktörer. Ett exempel är den pågående diskussionen om hur villkoren för att delta i det europeiska betalningssystemet (TARGET) skall se ut. Från statens sida

Notiser

EMI-rapport om det gemensamma betalningssystemet

EU-centralbankernas gemensamma nätverk för betalningar – TARGET-systemet – har gått in i en konkret utvecklingsfas. I en rapport från det Europeiska monetära institutet, EMI, den 14 augusti 1996 redovisades hur systemet kommer att vara uppbyggt och hur det fortsatta arbetet kommer att gå till. Systemet ska vara i funktion den 1 januari 1999.

TARGET-systemet är en del av den infrastruktur som krävs för att förverkliga den monetära unionen, EMU. TARGET möjliggör snabba och säkra betalningar mellan banker inom EU.

Ur svenskt perspektiv måste Riksbankens, och indirekt även bankernas, system anpassas för att fungera i detta nätverk. Allmänt sett är dock anpassningsbehoven begränsade eftersom RIX-systemet redan har en grundstruktur som passar väl in i den gemensamma systemlösningen. Riksbanken ser därför inga påtagliga tekniska hinder för en anslutning.