

Finansmarknadernas globalisering efter den globala finanskrisen

KAROLINA EKHOLM*

Professor, vice riksbankschef.

Den globala finanskrisen tycks ha lett till ett brott i den trend mot ökad internationell integration som präglat finansmarknaderna under de senaste decennierna. I viss mån handlar det om effekter av den pågående eurokrisen som kan väntas avta i takt med att den krisen klingar av. Men nya regleringar spelar troligtvis också roll, och deras effekter kan vara mer bestående. Mer fragmenterade finansmarknader skulle innebära kostnader i form av sämre kapitalallokering, riskspridning och konkurrens på bankmarknaden. På europeisk nivå skulle en rätt utformad bankunion kunna motverka sådana tendenser. De svenska bankerna har en gynnsam konkurrenssituation i dagsläget, delvis som en följd av att de framstår som trygga motparter jämfört med många andra europeiska banker. Starkare europeiska banker utanför Sverige är dock att föredra även ur ett svenskt perspektiv, eftersom det skulle förbättra konkurrensen och minska risken för stress på finansmarknaderna.

Inledning

När Lehman Brothers lämnade in sin konkursansökan den 15 september 2008 hade de internationella finansmarknaderna visat tecken på stress i mer än ett år. Spreadarna på interbankmarknaderna hade varit förhöjda sedan sommaren 2007, inte bara i USA, utan även i euroområdet och Storbritannien. Även i Sverige började spreadarna stiga sommaren 2007. Under denna period var det nog för de flesta oklart hur mycket problemen på de finansiella marknaderna skulle komma att påverka utvecklingen i världsekonomin.

Lehman Brothers krasch blev dock den utlösande faktorn bakom en exceptionellt snabb nedgång i den ekonomiska aktiviteten i stora delar av världen. Den finansiella störningen hade sitt ursprung i problemen på den amerikanska bostadsmarknaden, men påverkade snabbt realekonomin runt om i världen på grund av den starka globaliseringen av finansmarknaderna. Globaliseringen hade pågått i flera decennier, driven av en kombination av politiska beslut att underlätta handel i finansiella tillgångar och tekniska framsteg inom information och kommunikation.

* Detta är en något reviderad version av ett bidrag till Finansmarknadskommitténs slutrapport *Efter finanskrisen – några perspektiv på finansmarknaden* (Rapport nr 12). De synpunkter som framförs i denna artikel är Karolina Ekholms egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbanken. Hon tackar Hans Dellmo, Jyry Hokkanen och Sofia Possne för hjälp med att ta fram underlag samt Claes Berg, Joanna Gerwin, Cecilia Roos-Isaksson, Per Sonnerby och Lars E.O. Svensson för kommentarer på artikeln.

Att chocken spreds så snabbt och att de realekonomiska konsekvenserna blev så stora har lett till att globaliseringen av finansmarknaderna hamnat i delvis ny dager. Effektivitetsfördelarna med mer integrerade marknader har kommit att ställas mot eventuella nackdelar när det gäller att upprätthålla stabiliteten i det finansiella systemet. Politiska beslutsfattare och myndighetsföreträdare har blivit betydligt mer skeptiska till finansiell integration. Särskilt i länder med stora finansiella sektorer har den positiva inställningen till de egna bankernas internationella konkurrensförmåga kommit att blandas med oro för vad en bankkris kan göra med ekonomin. Erfarenheterna från länder som Island och Irland förskräcker, där ju ett kollapsat banksystem resulterat i havererade statsfinanser.

Denna artikel handlar om hur man kan se på för- och nackdelarna med finansiell integration i ljuset av finanskrisen och hur krisen påverkat integrationsprocessen. Artikeln handlar också om vilka förändringar nya regler för de finansiella instituten kan medföra. Sverige är ett land med stor finanssektor i förhållande till ekonomin i stort. De svenska myndigheterna har därför varit aktiva när det gäller att skärpa kraven på bankerna. De svenska bankerna har också varit snabba med att uppfylla dessa krav, även när de bara framställts i form av rekommendationer. Deras goda efterlevnad tycks samtidigt skapa en del konkurrensfördelar, vilka ökar bankernas förutsättningar att expandera utomlands och på så sätt växa sig ännu större.

Artikeln börjar med en diskussion om för- och nackdelarna med internationell integration av finansmarknaderna. Sedan följer ett avsnitt om hur finanskrisen har påverkat graden av internationell integration på dessa marknader. På vissa områden tycks integrationen ha minskat, men det är svårt att veta om detta är en tillfällig eller mer bestående effekt. Efter detta avsnitt följer en diskussion om de nya regler och ramverk som har införts eller är på väg att införas. Avslutningsvis diskuterar jag vad konsekvenserna av ändrade förutsättningar på finansmarknaderna kan väntas innebära för svensk del.

För- och nackdelar med finansiell integration

EFFEKTIVITETSVINSTER OCH FÖRBÄTTRAD RISKSPRIDNING

Globaliseringen av finansmarknaderna innefattar flera aspekter på finansiell integration:¹

- möjligheter för företag att investera utomlands och finansiera inhemska investeringar med aktiekapital eller lån från utlandet
- möjligheter för individuella och institutionella investerare att handla med utländska värdepapper som aktier och obligationer
- möjligheter för banker att expandera utomlands och låna ut på internationella interbankmarknader.

¹ Alsén (2009) tillhandahåller en omfattande genomgång av globaliseringen av finansmarknaden.

Utifrån den teoretiska litteraturen finns det potentiellt sett stora fördelar med internationellt integrerade finansmarknader. Man brukar utgå från två huvudsakliga effekter:

- en förbättrad internationell allokering av kapital
- en bättre diversifiering av risk.

När det gäller en bättre allokering av kapital handlar det om att sparande i länder där den reala avkastningen på kapital är relativt låg kan användas till att finansiera investeringar i länder där den reala avkastningen på kapital är relativt hög. Detta skapar potentiella vinster genom att de begränsade investeringar som världens samlade sparande kan finansiera genomförs där de ger bäst avkastning. Internationell handel i finansiella tillgångar gör det således möjligt att hålla isär det nationella sparatet och de nationella investeringarna. Det sparande som genereras i avancerade länder med höga inkomstnivåer, som Sverige, kan användas till att finansiera investeringar i exempelvis snabbväxande utvecklingsländer där utrymmet för produktivitetshöjande investeringar är stort. Avkastningen på svenskt sparande skulle i så fall förväntas bli högre än annars samtidigt som finansieringen av investeringar i tillväxtekonomier skulle förväntas bidra till att inkomstnivån i dessa ekonomier snabbare närmar sig den svenska.

När forskare försökt kvantifiera denna typ av vinster har de dock inte funnit stöd för att de skulle vara särskilt stora. En ofta citerad studie av Gourinchas och Jeanne (2006) har till exempel kommit fram till att välfärdsvinsterna av att gå från en situation utan någon kapitalrörlighet alls till en situation med fullständigt fria kapitalrörelser motsvarar ungefär en enprocentig nivåökning av konsumtionen för en typisk tillväxtekonomi.² Ett skäl till att de uppskattade vinsterna är förhållandevis små är att den låga arbetsproduktivitet som går hand i hand med en låg inkomstnivå inte främst tycks bottna i brist på kapital, utan beror på andra faktorer, som dåligt fungerande samhällsinstitutioner.

Att finansiell integration gör det möjligt att bättre diversifiera risker beror på att volatiliteten i ett lands inkomst kan minska i och med att hushållen äger utländska tillgångar, förutsatt att den makroekonomiska utvecklingen skiljer sig mellan länder. Hushållen kan då undvika att minska sin konsumtion i samband med att landet drabbas av en negativ störning genom att hålla tillgångar vars avkastning i stället beror på utvecklingen i utlandet. Resultaten från den empiriska forskningen om vilka vinster finansiell integration kan ge till följd av bättre riskspridning är blandade – det finns studier som visar på betydande vinster men också studier som inte finner några vinster alls.³

Trots starka teoretiska argument för betydande samhällsekonomiska vinster, ger den empiriska litteraturen sammantaget alltså inte så starkt stöd för att globaliseringen av finansmarknaderna verkligen skulle ha medfört sådana vinster. Det är dock svårt att säga om detta beror på metodologiska svårigheter med att mäta de vinster som ändå har uppstått, eller på att vinsterna faktiskt är små.

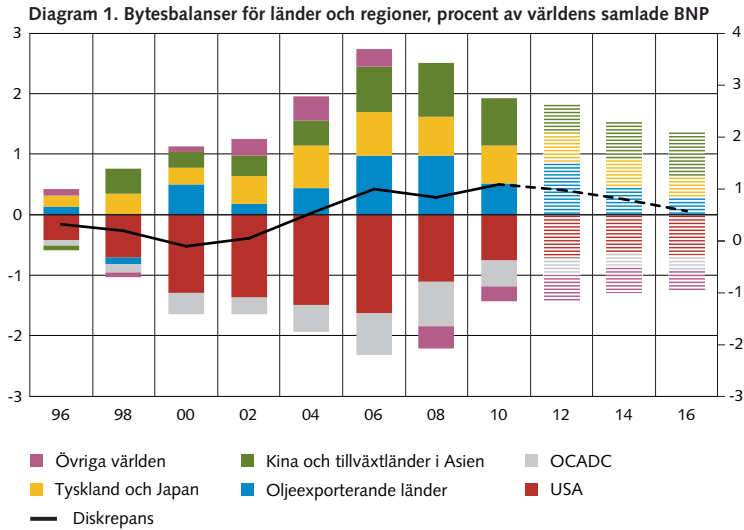
2 Det finns dock studier som finner mer betydande effekter, se till exempel Hoxha, Kalemli-Ozcan och Vollrath (2009).

3 Se till exempel Kose, Prasad och Terrones (2009).

GLOBALA OBALANSER

En viktig observation är att mönstret för länders nettoflöden av kapital inte riktigt följer det man teoretiskt väntar sig i en situation då kapitalmarknaderna är fullständigt integrerade. Ett sätt att studera nettoflödena är att följa bytesbalansen, som visar skillnaden mellan vad som produceras och vad som förbrukas under en viss tidsperiod. Om värdet av det som förbrukas överstiger värdet av det som produceras uppstår ett underskott som måste täckas genom ett inflöde av kapital – ett lån – från andra länder. Lånet ska dock betalas tillbaka med ränta i framtiden. När den dagen kommer måste värdet av det som produceras överstiga värdet av det som förbrukas, exempelvis genom att exporten av varor och tjänster överstiger importen av varor och tjänster. Länder med underskott i bytesbalansen importerar kapital, medan länder med överskott i bytesbalansen exporterar kapital. De länder som importerar kapital har ett lägre sparande än vad som krävs för att finansiera de egna investeringarna. Länder som exporterar kapital har ett större sparande än vad som krävs för att finansiera de egna investeringarna.

Med helt integrerade kapitalmarknader skulle vi förvänta oss att kapitalrika höginkomstländer tenderar att ha överskott och låginkomstländer med brist på kapital underskott i bytesbalansen. Som framgår av diagram 1 har Kina och tillväxtländer i Asien haft överskott sedan slutet av 1990-talet samtidigt som USA haft stora underskott under lång tid. USA är faktiskt det land som importerar mest kapital i världen. Kinas kapitalmarknader är förstås inte särskilt integrerade med omvärldens – den kinesiska valutan renminbi är till exempel inte fullt ut konvertibel mot andra valutor. Att Kinas kapitalflöden inte låter sig förklaras av vad man skulle förvänta sig vid fullständigt integrerade kapitalmarknader är därför inte så konstigt. Men fenomenet som sådant – att ett relativt fattigt men snabbväxande land exporterar kapital till ett rikt land med betydligt lägre tillväxtpotential – framstår som bakvänt och brukar omtalas i termer av globala obalanser.



Anm. OCADC innefattar Bulgarien, Kroatien, Tjeckien, Rumänien, Ungern, Irland, Litauen, Polen, Portugal, Estland, Grekland, Spanien, Turkiet och Storbritannien. Diskrepansen uppstår på grund av att de samlade underskotten inte precis summerar till de samlade överskotten.

Källa: IMF WEO april 2012

Dessa obalanser anges ofta som en bidragande faktor till den globala finanskrisen 2008–2009. Den rikliga tillgången till krediter i USA var delvis resultatet av omvärldens starka vilja att placera i amerikanska tillgångar, och bedöms ha bidragit till den snabba skulduppbyggnaden och därmed till en ökad sårbarhet. Som framgår av tabell 1 ökade det globala sparandet mellan 2001 och 2008 från cirka 21 till cirka 24 procent av global BNP. USA:s sparande minskade däremot markant under denna period, från cirka 16 procent till cirka 12 procent. Sparandet ökade framför allt i Kina, tillväxtländer i Asien, Tyskland och oljeexporterande länder.

Tabell 1. Sparande (S), investeringar (I) och skillnaden (S-I) som andel av BNP i respektive land eller grupp av länder (procent)

	2001			2008			2011		
	S	I	S-I	S	I	S-I	S	I	S-I
USA	16,5	19,1	-2,6	13,4	18,1	-4,7	12,2	15,5	-3,3
Kina	37,6	36,3	1,3	53,2	44	9,2	51,3	48,6	2,7
Tillväxtländer i Asien	27,6	24,2	3,4	32,6	27,6	5	32,6	25,9	6,7
Tyskland	19,5	19,5	0	25,5	19,3	6,2	23,9	18,3	5,6
Oljeexporterande länder	33,3	24,8	8,5	38,9	25,6	13,3	36,4	24,7	11,7
Världen	21,4	21,5	-0,1	24,2	23,8	0,4	23,9	23,4	0,5

Anm. Sparande och investeringar för världen som helhet är definitionsmässigt lika stora. Att de skiljer sig något i tabellen beror på mätfel.

Källor: Berg (2012, tabell 17.3, sid. 365) och IMF (2012a, 2012b)

Det finns ett antal potentiella förklaringar till denna utveckling. Det låga sparandet i USA beror delvis på ett negativt sparande i den offentliga sektorn, det vill säga på stora och ihållande budgetunderskott. Enligt hypotesen om "tvillingunderskott" ("the twin deficit hypothesis") finns det ett starkt positivt samband mellan underskott i de offentliga finanserna och underskott i bytesbalansen.⁴ Men även de amerikanska hushållens sparande har varit lågt under hela 2000-talet och en stor del av konsumtionstillväxten i USA har varit kreditdriven. I Kina har bristen på offentligt tillhandahållna trygghetssystem skapat ett behov av högt sparande hos hushållen. Så även om investeringarna i Kina har varit mycket höga, har sparandet varit ännu högre. Cabellero, Fahri och Gourinchas (2009) pekar på att bristen på finansiella instrument som går att handla med i Kina medför att sparandet i stor utsträckning via kapitalflöden kanaliseras till ett land som USA, med väl utvecklade finansiella marknader. Enligt deras analys kan detta fortgå så länge som denna skillnad i finansiell utveckling består.⁵

Av tabell 1 framgår också att det amerikanska sparandet som andel av BNP mellan 2008 och 2011 föll ytterligare med en dryg procentenhet. Samtidigt föll investeringarnas andel av BNP med drygt 2,5 procentenheter. Den minskade skillnaden mellan sparande och investeringar avspeglas i ett minskat bytesbalansunderskott (se diagram 1). Om andelen investeringar återgår till de nivåer som rådde i USA före finanskrisen kan man förvänta sig att bytesbalansunderskottet ökar igen.

Länder som under lång tid har stora underskott i bytesbalansen får ofta problem. Underskotten i sig innebär att det byggs upp en allt större skuld till utlandet som förr eller senare måste betalas tillbaka. Om långivarnas förtroende för landets ekonomiska utsikter minskar kan de vilja ha tillbaka sina lån, vilket riskerar att utlösa en kris då landet snabbt måste ställa om från under- till överskott.

Många utvecklings- och tillväxtländer med stora ihållande underskott i bytesbalansen har drabbats av att omvärldens vilja att finansiera ytterligare underskott helt plötsligt minskat drastiskt eller försvunnit helt. Detta drabbade till exempel flera länder i Asien under den så kallade Asienkrisen.⁶ Man kan endast ställa om från under- till överskott genom att man antingen får mer intäkter från utlandet – till exempel genom ökad export – eller minskar de utgifter man har för betalningar till utlandet – till exempel genom minskad import. Det går sällan att öka exporten på kort sikt, utan i praktiken blir det importen som måste minska genom minskad konsumtion och minskade investeringar. Detta sker via en allmän nedgång i ekonomin där produktion och inkomster kanske faller markant – en process som kan leda till social oro och politisk instabilitet.

Det var många som under perioden före finanskrisen väntade sig att något liknande också skulle drabba USA. Det som utlöste den globala finanskrisen 2008–2009 var dock en i många stycken annorlunda process. Det handlade inte om ett plötsligt fall i omvärldens

4 Se till exempel Normandin (1999).

5 Att USA skulle kunna ha ett bytesbalansunderskott under överskådlig framtid får också stöd av en analys av Gourinchas och Rey (2007), vilken visar att USA trots allt har ett nettoinflöde när det gäller avkastningen på tillgångar och skulder gentemot omvärlden.

6 Se till exempel Corsetti, Pesenti och Roubini (1999).

vilja att placera i amerikanska tillgångar, utan snarare om en förtroendekris inom den amerikanska finansiella sektorn, som var högt belånad och exponerad mot dåliga bostadslån via komplexa finansiella produkter. När problemen på den amerikanska finansmarknaden spred sig och utvecklades till en global finanskris kom omvärldens intresse för att placera sina tillgångar i amerikanska värdepapper snarast att öka, vilket bland annat resulterade i att värdet på dollarn steg och de amerikanska statspappersräntorna sjönk.

RISKER MED STORA BRUTTOFLÖDEN

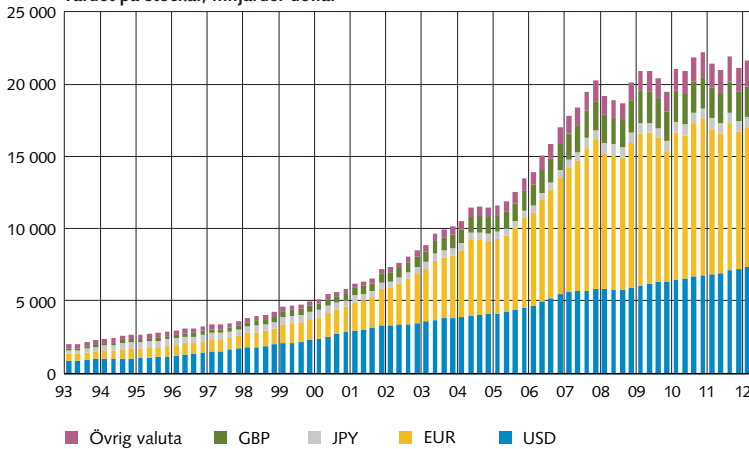
Bakom de nettoflöden av kapital som avspeglas i bytesbalanserna finns mycket stora bruttoflöden. Dessa bruttoflöden kan påverka stabiliteten i systemet utöver de globala obalanser som nettoflödena ger upphov till. Vissa menar till och med att de eventuella stabilitetsproblem som nettoflödena skapar helt dräns av dem som bruttoflödena för med sig.⁷ De nettoflöden som ett över- respektive underskott i bytesbalansen för med sig leder till en förändrad förmögenhetsställning gentemot utlandet genom att ett överskott ökar fordringarna på omvärlden, medan ett underskott ökar skuldsättningen gentemot omvärlden. Men dessa förändringar i förmögenhetsställningen gentemot omvärlden kan vara närmast försumbara i förhållande till förändringar som sker genom kapitalvinster respektive kapitalförluster på de bestånd av tillgångar och skulder som landet har i relation till omvärlden. Dessa vinster och förluster uppstår dels för att värdet på olika typer av tillgångar ändras, dels för att växelkursen ändras så att värdet i inhemsk valuta på tillgångar och skulder denominerade i utländsk valuta förändras.

I stor utsträckning tycks de stora bruttoflödena härröra från olika typer av låneinstrument, i synnerhet kortfristiga lån inom banksektorn (Obstfeld, 2012). Diagram 2 visar de utestående bestånden av räntebärande värdepapper som handlas på de internationella penning- och obligationsmarknaderna. Dessa bestånd ökade kraftigt fram till finanskrisens utbrott, men de har sedan dess legat på en ganska stabil nivå kring drygt 20 biljoner dollar. Som framgår av diagrammet utgörs en stor andel av den internationella handeln med räntebärande värdepapper av värdepapper denominerade i euro. Till den största delen ges dessa värdepapper ut av banker och finansinstitut.⁸

⁷ Se till exempel Borio och Disyatat (2011).

⁸ I september 2012 svarade de finansiella företagen som emittenter för cirka 75 procent av den utestående stocken av internationella, räntebärande värdepapper (BIS, 2012).

Diagram 2. Internationell handel med räntebärande värdepapper fördelat på valuta, värdet på stockar, miljarder dollar



Anm. Före 1999 består kategorin EUR av räntebärande värdepapper i de ursprungliga euroländernas valutor samt den europeiska valutaenheten ecu.

Källa: BIS (2012)

Om handeln med låneinstrument omfattar stora volymer kan detta skapa risker för den finansiella stabiliteten. Det beror på att kortfristiga lån tenderar att öka refinansieringsrisken och därmed risken för att likvidetsproblem snabbt sprider sig i systemet så att flera finansiella institut dras med. Bruttoflödena skapar problem därför att de utländska tillgångar som vissa aktörer har skaffat sig inte kan användas för att täcka de skulder som andra aktörer har skaffat sig i en situation där de senare får likvidetsproblem.

Detta är alltså ett sätt på vilket globaliseringen av de finansiella marknaderna kan ha negativa effekter på den finansiella stabiliteten. Stora bruttoflöden av kapital medför en risk för starka spridningseffekter mellan olika marknader, där problem i ett land sprider sig till andra länder och det uppstår en snöbollseffekt där problemen blir större och större, liksom kostnaderna för att hantera dem.

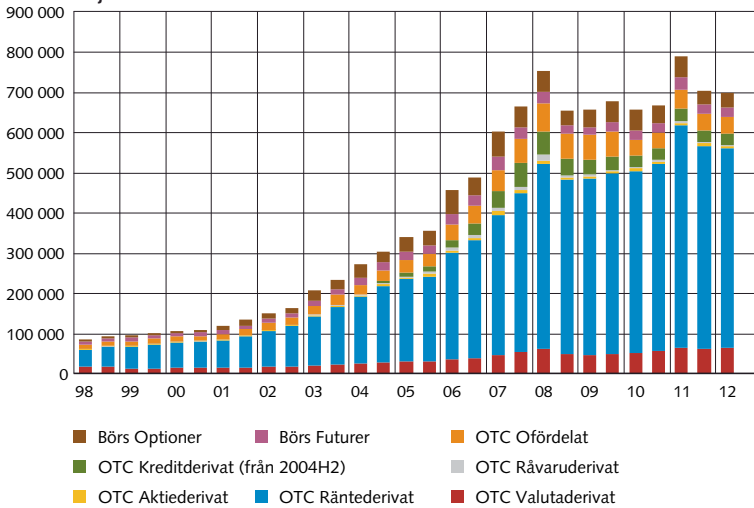
RISKER MED DERIVATHANDEL

En del av finansmarknaden som har hamnat i fokus i samband med finanskrisen är marknaden för finansiella derivat. Derivat är värdepapper som är kopplade till värdet på en underliggande tillgång, som aktier, obligationer, råvaror eller valutor. De används bland annat för att skydda mot värdesänkningar i de underliggande tillgångarna och kan genom detta bidra till en bättre riskhantering. Men det finns också tydliga spekulativa inslag i denna handel. Genom att handla med derivat kan man spekulera i att värdet på den underliggande tillgången rör sig i en viss riktning. Om spekuleringen misslyckas, kan förlusterna bli mycket stora. Derivatinstrumenten är dessutom ofta komplexa, vilket kan ha bidragit till att det tycks ha varit svårt för såväl tillsynsmyndigheter som ledningar för de institut som handlar med derivat att greppa riskerna med denna handel. Den stora försäkringskoncernen AIG (American

International Group) gjorde till exempel så stora förluster på kreditderivat i samband med finanskrisen att bolaget hade gått i konkurs utan stöd från den amerikanska staten.

Den internationella derivathandeln växte mycket kraftigt under åren före finanskrisen. Diagram 3 visar att det utestående värdet av de derivat som köptes på internationella marknader uppgick till cirka 750 miljarder dollar 2008. Sedan dess har detta värde legat förhållandevis stabilt kring 700 miljarder dollar.

Diagram 3. Internationella derivatmarknaden, nominella utestående belopp, miljarder dollar



Källor: BIS "OTC derivatives statistics" och "Exchange traded derivatives"

Merparten av derivathandeln sker på OTC-marknaden, alltså utanför de organiserade börserna, och det är framför allt räntebärande instrument som utgör de underliggande tillgångarna. Att så mycket av handeln sker utan en central motpart innebär att det är svårt för myndigheterna att få tillräckligt bra information om handeln för att se riskerna med den. Under de senaste åren har det pågått ett internationellt arbete för att få in mer av derivathandeln på börser eller hos andra typer av centrala motparter.

GRÄNSÖVERSKRIDANDE BANKVERKSAMHET

Ytterligare en aspekt på den finansiella integrationen är den ökade betydelsen av gränsöverskridande verksamhet för bankerna. De senaste årens erfarenheter har tydliggjort att det kan vara oerhört besvärligt och kostsamt att hantera problemtunga banker i ett gränsöverskridande sammanhang. Det beror dels på att det finns många intressenter som är involverade i processen, dels på att reglerna för att avveckla kreditinstitut är ännu mer bristfälliga internationellt än nationellt. Eftersom regeringarna är ansvariga inför sina respektive parlament, och i slutändan väljarna, finns det också en stark tendens att favorisera

nationella lösningar. Under finanskrisen implementerades också en rad dåligt samordnade krislösningar, vilka utmynnade i ett mycket omfattande statligt stöd för bankerna.⁹

Det finns dock en del som talar för att gränsöverskridande bankverksamhet sammantaget snarare stärker än försvagar den finansiella stabiliteten.¹⁰ Utländska banker är i regel inte lika mottagliga för statliga påtryckningar att låna ut till "prioriterade låntagare" som inhemska banker, särskilt om de senare är delvis statligt ägda. Därför kan utländska banker bidra till att höja den sammantagna kvaliteten på låneportföljerna. Eftersom utländska banker är verksamma på mer än en marknad brukar de dessutom ha en mer geografiskt diversifierad kreditportfölj. Det innebär att de löper mindre risk att påverkas om det uppstår påfrestningar på den lokala marknaden. De har också i regel bättre förutsättningar att skaffa internationell finansiering och kan därför lättare hantera likviditetsproblem, om sådana skulle uppstå.

Finanskrisen och graden av integration

Globaliserade finansmarknader betraktas vanligtvis som ett modernt fenomen. Men mycket av den internationalisering som pågått sedan början av 1980-talet är på sätt och vis en återgång till situationen före första världskrigets utbrott. Finansmarknaderna runt om i världen var då mycket väl utvecklade och kapitalet rörde sig mellan länder i stor utsträckning.¹¹ Under perioden från depressionen på 1930-talet fram till slutet av 1970-talet var de finansiella marknaderna däremot reglerade och möjligheten att köpa utländska tillgångar begränsad. Under 1980-talet avvecklades de flesta restriktioner successivt i västländerna inklusive Japan och ekonomierna öppnades återigen för kapitalflöden. Under 1990-talet medförde utvecklingen inom informations- och kommunikationsteknik att finansmarknaderna knöts samman ännu mer och nya finansiella instrument skapades och introducerades på marknaden.

FINANSIELL ÖPPENHET

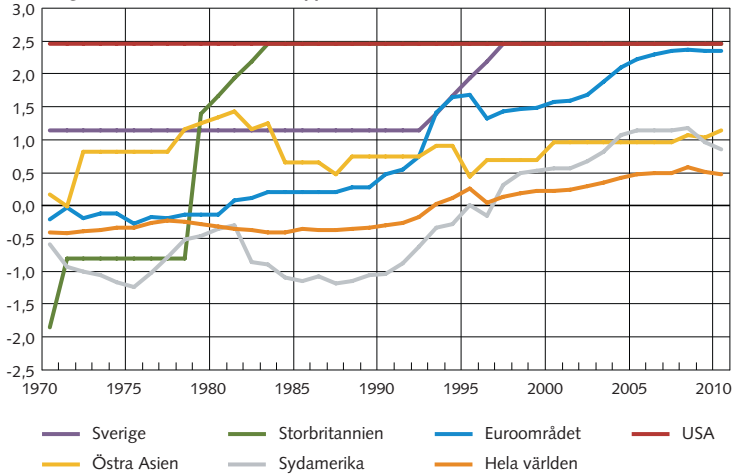
Ett sätt att studera utvecklingen när det gäller regleringen av gränsöverskridande finansiella transaktioner är att följa mått på länders så kallade finansiella öppenhet. Ett sådant mått visas i diagram 4. Enligt detta har den finansiella öppenheten för världen som helhet ökat successivt sedan 1980-talet. Inte minst i Europa har ökningen varit markant.

9 Hanteringen av Fortis och de isländska bankernas fallissemang är tydliga exempel på detta.

10 Se till exempel Barba Navaretti, Calzolari, Pozzolo och Levi (2010), Goldberg (2002, 2004, 2008).

11 Se till exempel Obstfeld och Taylor (2004).

Diagram 4. Länders finansiella öppenhet, Chinn-Ito index



Anm. Indexet bygger på binära dummyvariabler som kodifierar tabulering av restriktioner för gränsöverskridande finansiella transaktioner som redovisas i IMF:s *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAR)*. Bearbetade data för de olika geografiska områdena är oviktade medelvärden. För ytterligare information, se Chinn och Ito (2008).

Källor: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm och Riksbanken

Det är svårt att säga något säkert om hur finanskrisen har påverkat denna utveckling, eftersom det har gått relativt kort tid sedan krisen bröt ut och världen fortfarande inte har återgått till något slags normalläge. Det som ursprungligen var en global finanskris har ju övergått i en europeisk skuldcris, vilken skapar fortsatt stress på de finansiella marknaderna. Enligt diagram 4 har dock ökningen i finansiell öppenhet för världen som helhet avstannat de senaste åren.¹² Bakom detta ligger en tendens till minskad öppenhet i Sydamerika, medan länder i Asien ökat sin öppenhet något. Som framgår av diagrammet har Sydamerika en historia av liten finansiell öppenhet och det var egentligen inte förrän mot slutet av 1990-talet som den finansiella öppenheten i de sydamerikanska länderna, enligt detta mått, kom att överskrida snittet för världen som helhet.

En konsekvens av finanskrisen har varit mycket låga penningpolitiska styrräntor i de länder vars realekonomiska utveckling drabbats hårt. Det gäller USA, euroområdet och Storbritannien. Flera tillväxtekonomier har upplevt ett starkt inflöde av kapital under denna period, vilket i viss utsträckning bottnar i placerarnas strategi att generera arbitragevinster genom att låna till låg ränta i USA, Europa och Japan för att sedan placera till högre räntor i tillväxtekonomierna, så kallad carry trade. I de länder som blir föremål för sådana kapitalinflöden kan inflödet uppfattas som destabiliserande, eftersom det skapar ett tryck uppåt på tillgångspriser och värdet på valutan. Flera länder har också vidtagit åtgärder för att begränsa sådana inflöden, till exempel Brasilien, Sydkorea, Peru och Thailand. Särskilt i Brasilien har tongångarna varit höga kring kapitalinflöden från länder med låga penning-

¹² Indexet mäter ett lands grad av öppenhet baserat på landets kapitalbalans. Det introducerades av Chinn och Ito (2006).

politiska styrräntor och de brasilianska regeringsföreträdarna har talat om ett regelrätt "valutakrig".¹³ Att centralbankerna i flera länder dessutom försöker hålla ned räntor på längre löptider genom tillgångsköp och andra okonventionella åtgärder har gett ytterligare näring till debatten om valutakrig.

Huruvida åtgärderna för att begränsa kapitalinflöden har haft någon positiv effekt diskuteras för närvarande flitigt, utan att man har nått någon konsensus.¹⁴ Men mycket uppmärksamhet har riktats mot det faktum att en organisation som Internationella valutafonden (IMF), vilken tidigare varit positiv till fria kapitalrörelser, har reviderat sin ståndpunkt och nu betonar de problem som kapitalflöden kan föra med sig (IMF, 2012c). IMF anser också att beslutsfattare i de länder som genererar kapitalutflöden har ett ansvar och bör ta hänsyn till hur deras beslut påverkar den ekonomiska och finansiella stabiliteten i även andra länder.

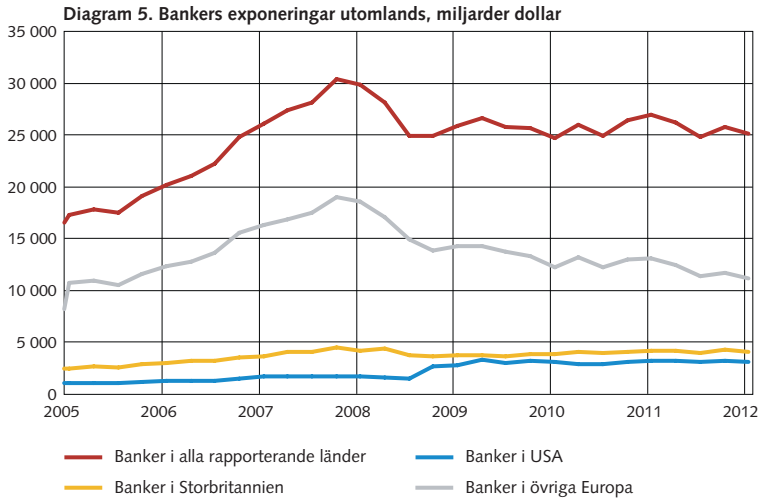
MINSKAD BANKUTLÅNING

Tillväxtekonomierna kan dock drabbas även av andra indirekta effekter av hanteringen av finanskrisen. I samband med de skärpta kapitalkrav från både myndigheter och potentiella investerare som bankerna möter i finanskrisens spår har många banker behövt dra ned sina balansräkningar. Banker med gränsöverskridande verksamhet drar ofta i första hand ned utomlands. I länder där banksektorn domineras av utlandsägda banker – vilket ofta är fallet i tillväxtekonomier – kan detta skapa problem, eftersom det riskerar att minska kreditutbudet och dämpa den ekonomiska aktiviteten. I viss mån kan ett minskat kreditutbud förväntas ha motsatt effekt på ekonomin jämfört med kapitalinflöden. Hur en viss tillväxtekonomi påverkas av den expansiva penningpolitiken i USA, Japan och Europa och de skärpta kraven på bankerna, beror därför på vilken typ av effekt som dominerar.

Bank for International Settlements (BIS) samlar in statistik om bankers utländska fordringar och exponeringar. Diagram 5 visar bankers exponeringar utomlands sedan mitten av 2000-talet enligt statistik från BIS. Det är inte ett perfekt mått på bankernas utlåning utomlands, men det ger en uppfattning om hur deras utländska tillgångar utvecklats. För världen totalt sett ser vi en tydlig ökning i dessa exponeringar under åren före finanskrisen och en tydlig nedgång under 2008. Sedan dess har exponeringarna dock legat på en mer eller mindre konstant nivå. Vi ser att det inte finns några tecken på minskade exponeringar för brittiska eller amerikanska banker – i det senare fallet är det tvärtom så att exponeringarna ökade något 2008–2009. Däremot har exponeringarna för banker i övriga Europa tydligt minskat.

13 Den brasilianske finansministern Guido Mantega varnade för ett valutakrig i september 2010.

14 En studie av Klein (2012) finner till exempel små effekter av åtgärderna.



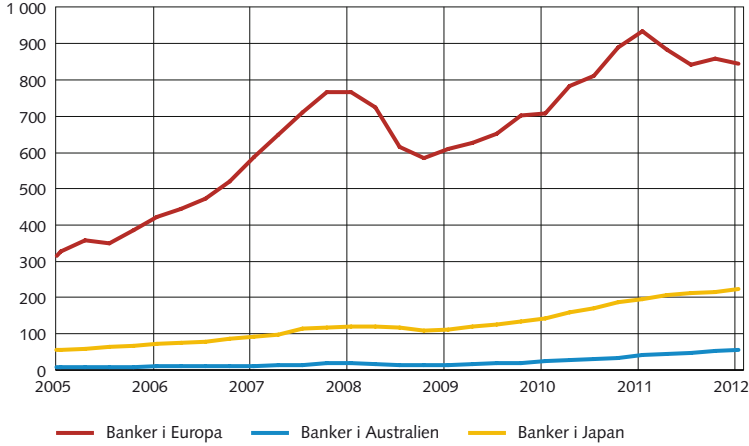
Anm. Banker i alla rapporterade länder innefattar de länder vars banker (minst 90 procent av respektive lands banksystem) rapporterar till BIS. Det är totalt 30 länder. Banker i övriga Europa inkluderar banker i alla europeiska länder som rapporterar till BIS exklusive Storbritannien.

Källa: BIS

IMF har uppmärksammat risken att de europeiska bankernas neddragning av sin verksamhet i Asien skapar problem när det gäller tillgången till handelskrediter och finansieringen av stora investeringsprojekt där (IMF, 2012d, kapitel 2). Europeiska banker har typiskt sett varit marknadsledande inom dessa segment. Till viss del kan banker från andra länder passa på att etablera sig. Men särskilt finansieringen av stora investeringsprojekt är en så pass specialiserad verksamhet att det kan vara svårt för andra banker att ersätta det minskade kreditutbudet från europeiska banker då detta till exempel ofta kräver syndikerade lån med långa löptider.

När det gäller handelskrediter tycks dock banker från andra regioner ha tagit över en del av de europeiska bankernas marknadsandelar i Asien. Särskilt har detta angetts gälla banker från Australien och Japan. Diagram 6 visar bankers exponeringar mot länder i Asien uppdelat på europeiska, japanska och australiensiska banker. Det är tydligt att de europeiska bankernas exponeringar mot länder i Asien minskade markant under 2008 för att sedan öka igen. Men som framgår av diagrammet tycks dessa exponeringar ha fallit sedan under 2011. För såväl japanska som australiensiska banker tycks exponeringarna mot länder i Asien ha ökat en del, men de ligger totalt sett på en väsentligt lägre nivå än de europeiska bankernas.

Diagram 6. Bankers exponeringar mot länder i Asien, miljarder dollar

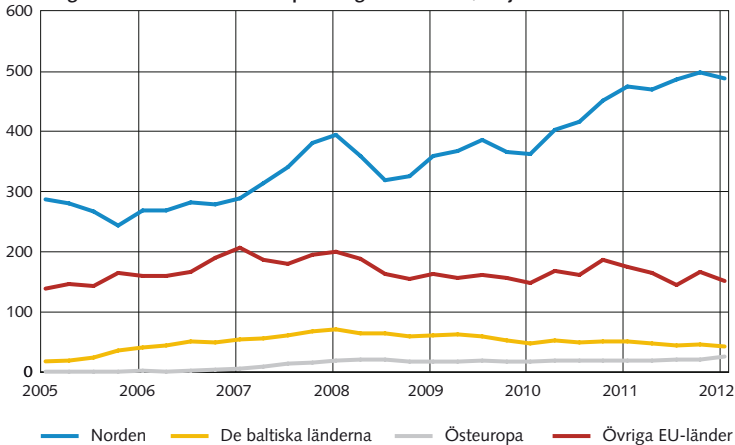


Anm. Uppgifterna i diagrammet innefattar de banker som rapporterar till BIS. Japan är exkluderat från länder i Asien.

Källa: BIS

De svenska bankernas exponeringar i utlandet har generellt inte minskat. Det framgår av diagram 7. Exponeringarna i de nordiska länderna har fortsatt att öka, medan exponeringarna i Baltikum har stannat av. Exponeringarna i övriga Europa har legat förhållandevis konstant sedan 2005.

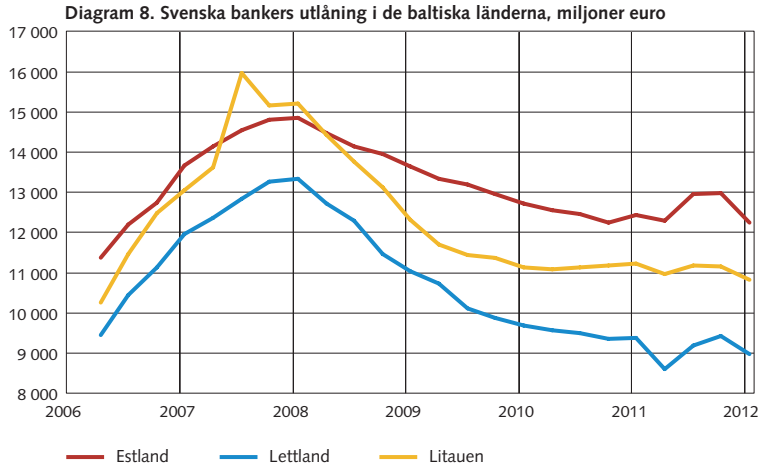
Diagram 7. Svenska bankers exponeringar utomlands, miljarder dollar



Anm. I uppgifterna för övriga EU-länder är de baltiska länderna samt Polen exkluderade. Östeuropa består av Polen, Ukraina och Ryssland.

Källa: BIS

Bilden blir dock lite annorlunda om vi fokuserar på de svenska bankernas utlåning i de baltiska länderna, vilket framgår av diagram 8.¹⁵ Bankerna har tydligt minskat sin utlåning där i samband med finanskrisen. I synnerhet gäller detta Lettland och Litauen, medan nedgången är mindre uttalad i Estland.



Över huvud taget verkar länderna i Öst- och Centraleuropa vara de som drabbats hårdast av att bankerna minskat sin utlåning i utlandet. Neddragningen i kreditgivning i tillväxtekonomierna drivs i stor utsträckning av de problem som bankerna har. Eftersom det i första hand är banker från euroområdet som har problem, och det oftast är dessa banker som är aktiva i Öst- och Centraleuropa, så blir neddragningen särskilt stor just där.¹⁶ Huruvida detta utgör ett samhällsekonomiskt problem för dessa länder är dock inte helt lätt att avgöra. På sätt och vis har utvecklingen i Öst- och Centraleuropa påmint om den i södra Europa och Irland före krisen, med stora bytesbalansunderskott kombinerat med snabbt ökande enhetsarbetskostnader, vilket tyder på försämrade konkurrenskraft. Denna utveckling har kanske inte varit hållbar i längden. En stramare kreditgivning skulle därför åtminstone delvis kunna vara en anpassning till de underliggande förutsättningarna för tillväxt, vilka kanske inte riktigt motiverade den kredittillväxt som observerades före krisen.

INTERBANKMARKNADEN

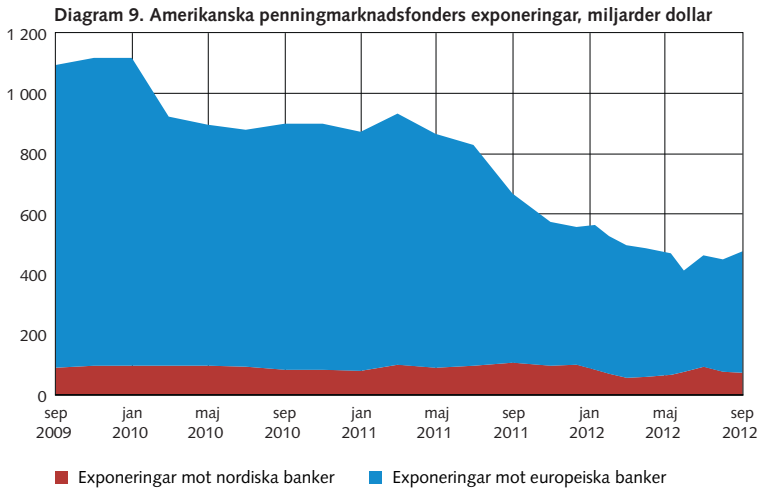
Enligt den senaste statistiken från BIS har aktiviteten på den internationella bankmarknaden minskat markant under senare tid (BIS, 2012, 2013). Gränsöverskridande fordringar mellan banker har minskat varje kvartal sedan fjärde kvartalet 2011 (den senaste, preliminära

¹⁵ De exponeringar som visas i diagram 7 rapporteras utifrån vilket land som bär den slutgiltiga risken, vilket inte alltid är detsamma som det land där utlåningen sker. Därför skiljer sig de exponeringar som visas i diagram 7 och diagram 8 från varandra.

¹⁶ För en empirisk analys av faktorerna bakom minskad utlåning i tillväxtekonomier, se Avdjiev, Kuti och Takáts (2012).

statistiken rör tredje kvartalet 2012). Under andra kvartalet 2012 minskade de gränsöverskridande fordringarna mellan banker i avancerade ekonomier med 344 miljarder dollar. Merparten av denna minskning kan hänföras till minskade fordringar på banker i Storbritannien och USA. En mindre del kan hänföras till minskade fordringar på banker i euroområdet, i första hand i Tyskland, Spanien och Nederländerna. Det var i synnerhet lån mellan olika delar av internationella bankkoncerner som låg bakom de minskade fordringarna.

De svenska bankerna tycks dock inte ha påverkats nämnvärt av den minskade aktiviteten på interbankmarknaden. De har fortsatt god tillgång till finansiering, inte minst kortfristig finansiering i dollar. Diagram 9 visar hur de amerikanska penningmarknadsfondernas exponeringar mot europeiska banker har utvecklats sedan finanskrisen. Dessa fonder har minskat sina totala exponeringar gentemot europeiska banker med mer än hälften, från cirka 1 100 miljarder dollar under hösten 2009 till cirka 500 miljarder dollar under hösten 2012. Deras exponeringar gentemot de nordiska bankerna har dock förblivit mer eller mindre konstanta under denna tidsperiod.



Källor: Fitch Ratings och Riksbanken

Sammantaget finns det alltså tydliga tecken på att finanskrisen har gjort att globaliseringen av finansmarknaderna har gått tillbaka något. Vissa länder har återinfört restriktioner på internationella kapitalflöden. Vissa gränsöverskridande banker har koncentrerat sin verksamhet mer till sina hemländer och därmed blivit mer nationella till sin karaktär. Huruvida denna utveckling är tillfällig – något som i framtiden kommer att se ut som ett hack i kurvorna – eller ett trendbrott är dock för tidigt att uttala sig om.

Nya regler skapar nya utmaningar

Nya regelverk för de finansiella företagens verksamhet är på väg att utformas och införas runt om i världen. Detta kan förändra utvecklingen på de globala finansmarknaderna på ett mer bestående sätt. De nya regelverken är stramare än de tidigare, och utformas med utgångspunkt i de brister som tydliggjordes i samband med finanskrisen. De senaste åren har ett omfattande arbete bedrivits internationellt för att få till stånd nya regelverk. Ambitionen har varit att kraftigt minska sannolikheten för att en global finanskris inträffar igen, och se till att kostnaderna för framtida globala kriser blir väsentligt lägre om de ändå skulle uppstå.

Vissa menar att den senaste tidens regeliver gör att man riskerar att hamna i en värld som före avregleringarnas tid, med finansmarknader som dåligt uppfyllde sina grundläggande funktioner: att förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och hantera risker. Det var också en värld med betydligt mindre internationellt integrerade finansmarknader än under de senaste decennierna. Andra menar tvärtom att de nya reglerna innebär en alltför liten skärpning och ligger alltför nära hur det såg ut före finanskrisen. Det är svårt att avgöra vad som är lagom i detta fall, så diskussionerna om hur regelverket bör utformas kommer med all säkerhet att fortsätta.

BASEL III-REGELVERKET

För svensk del spelar det stor roll vilka nya regler man kommer överens om inom EU, eftersom de kan förväntas bli bindande för Sverige. EU-reformerna påverkas i sin tur av de förhandlingar som pågår på internationell nivå för att komma överens om vilka regler man tycker att alla länder borde införa. Inom den så kallade Baselkommittén, som är en internationellt sammansatt kommitté som tillhandahåller rekommendationer om bankreglering, har man sedan finanskrisen arbetat med att ta fram nya rekommendationer på just detta område. De nya rekommendationerna går under beteckningen Basel III-regelverket (Basel Committee on Banking Supervision, 2010a, 2010b). Principerna för det nya regelverket är att bankerna ska tvingas hålla mer och bättre kapital och att de ska tvingas ha likviditetsbuffertar.

I många delar av världen pågår det nu ett arbete med att implementera Basel III-regelverket. På EU-nivå ska de nya kraven på hur mycket och vilken typ av kapital bankerna måste hålla implementeras i ett nytt direktiv och en ny förordning (vilka tillsammans brukar kallas CRD IV-paketet eller CRD IV/CRR). Europeiska kommissionen har presenterat ett förslag, som dock inte är helt slutförhandlat. Det innehåller vissa delar som svenska regerings- och myndighetsföreträdare har varit kritiska till. En sådan del är att de kapitalkrav som sätts på banker inom EU ska vara fullt ut harmoniserade. De ska alltså inte bara sättas utifrån en viss miniminivå, utan även begränsas uppåt, så kallad maximum harmonisation. Detta utgör ett problematiskt inslag ur ett svenskt perspektiv, eftersom både regeringen och myndigheter som Finansinspektionen och Riksbanken vill ha högre kapitalkrav än de som rekommenderas som miniminivåer enligt Basel III-regelverket och som alltså riskerar att också bli maximinivåer. Argumentet för att ha högre kapitalkrav i Sverige är att de svenska

bankerna utgör en större risk än banker i andra länder helt enkelt genom sin storlek i förhållande till ekonomin som helhet. Erfarenheterna från länder med små ekonomier och stort bankväsende – som Irland och Island – talar för att konsekvenserna kan bli förödande om en regelrätt bankkris uppstår. Därför är det också motiverat att de svenska myndigheterna ställer högre krav, så att de svenska bankerna blir mindre sårbara.

Detta argument tycks dock hittills inte ha fått något avgörande gehör i förhandlingarna kring CRD IV-paketet. Utgångspunkten för kommissionens analys har varit att högre kapitalkrav i ett land än i andra länder riskerar att ge detta lands banker en konkurrensfördel, genom att de framstår som bättre och därmed kan få billigare finansiering. Det handlar enligt detta synsätt om att skapa regler som gör att alla banker inom EU konkurrerar på lika villkor, så kallad level playing field. Om myndigheterna i ett land ställer högre krav än i de övriga länderna gör man sig skyldig till så kallad gold-plating, vilket innebär att man ger de egna bankerna en stämpel på att de är bättre än andra länders banker.

EN EUROPEISK BANKUNION

CRD IV-paketet utgör en av delarna i det mycket större paket – lanserat av kommissionen – som syftar till att skapa en europeisk bankunion. I början av hösten 2012 presenterades ett förslag om en gemensam tillsynsmekanism för banker inom euroområdet med Europeiska centralbanken (ECB) som ansvarig myndighet. Den gemensamma tillsynsmekanismen är tänkt att utgöra det första steget på väg mot en bankunion. De övriga stegen involverar en gemensam insättningsgaranti och gemensamma regler för hur banker ska kunna räddas eller avvecklas. I december 2012 kom ministerrådet överens om att ECB från och med den 1 mars 2014 ska få ta över ansvaret för tillsynen av större banker i euroländerna. De andra delarna av förslaget om bankunionen ska behandlas under 2013.

Det är väl känt att en integrerad europeisk finansmarknad passar dåligt ihop med dagens regelverk och institutionella strukturer, där reglering, tillsyn, insättningsgarantier och krislösning är nationella. Det har också diskuterats under många år. Komplexiteten i problemet har träffande beskrivits som det europeiska finansiella trilemmat. Med detta avses att de tre målen – finansiell stabilitet, finansiell integration och nationell finansiell självständighet – inte kan uppnås på en och samma gång (Schoenmaker, 2011).

EU:s medlemsstater har hittills valt att prioritera finansiell integration och sin nationella beslutsrätt. Finanskrisen har dock tydliggjort att det inte går att uppnå finansiell stabilitet och finansiell integration samtidigt som man bedriver en strängt nationell politik. Man borde alltså välkomna initiativet att lyfta inte bara bankregleringen, utan även tillsynen, systemet för insättningsgarantier och regelverket för att hantera finansiella institut i kris till en överstatlig nivå.

Men som ofta är fallet med nya omfattande regelverk är det detaljerna i regelverket som kommer att avgöra hur väl det fungerar. I dagsläget finns bara ett detaljerat förslag till det första steget, det vill säga att upprätta en gemensam banktillsyn. Detaljerade förslag ska presenteras senare för de andra två stegen, en gemensam insättningsgaranti och ett gemensamt regelverk för hur banker ska kunna räddas eller avvecklas. En gemensam tillsyn

utan de andra två delarna i en bankunion kan dock utgöra en minst lika bräcklig konstruktion som tidigare helt nationella regelverk. Det är till exempel svårt att överblicka vad som skulle hända i en situation där ECB beslutar att dra in tillståndet för en bank. En sådan situation skulle kunna bli kostsam för skattebetalarna i bankens hemland om det krävs att staten tar över banken eller på annat sätt går in med stöd för att undvika en bankkris.

Det förslag till gemensam tillsyn som man nu kommit överens om berör i första hand euroländerna, men EU-länder utanför euroområdet ska kunna delta på frivillig basis. En viktig fråga för Sverige framöver är om vi ska stå utanför eller ansluta oss till bankunionen. Den svenska regeringen har varit kritisk till förslaget och deklarerat att Sverige åtminstone till att börja med kommer att stå utanför. Regeringen har tryckt på behovet att dels kunna ställa högre kapitalkrav på bankerna, dels kunna få inflytande över de beslut som fattas, något som inte medgavs för icke-euroländer i kommissionens ursprungliga förslag. Regeringen har också markerat att man vill säkerställa att svenska skattemedel inte används för att rädda banker i länder som inte tagit tillräckligt ansvar för att säkerställa att bankerna är stabila.

Regeringen verkar ändå vilja arbeta för att den gemensamma mekanismen för banktillsyn utformas på ett sätt som gör det möjligt för Sverige att ansluta sig vid ett senare tillfälle. För att regeringen ska förorda en anslutning längre fram krävs nog dock både en större klarhet i hur de övriga delarna av en europeisk bankunion kommer att utformas och garantier för att Sverige inte tvingas betala för fallerande banker i andra länder.

Viljan att skapa gemensamma regelverk ska ändå ses som någonting positivt, eftersom det är oroande om den europeiska bankmarknaden skulle bli mer fragmenterad och nationell. Ett generellt problem med banksektorn är att den är starkt koncentrerad och det finns därför en benägenhet att hemfalla åt konkurrensbegränsande beteenden. Ett skäl till den starka koncentrationen är säkert den – jämfört med andra sektorer – förhållandevis hårda regleringen. Regleringar reser vanligtvis hinder för att träda in på och ut från marknaden. Men samtidigt tycks det finnas en mekanik i bankkriser som innebär att banksektorn i slutändan blir mer koncentrerad efter en kris än den var före. En vanlig lösning när vissa banker hamnar i trångmål är att man låter en konkurrent köpa upp dem. Sverige är ett bra exempel på detta. Den svenska bankkrisen i början av 1990-talet ledde till att antalet storbanker i Sverige krympte från sju till fyra genom förvärv.

En av de få saker som möjligen kan minska försöken att begränsa konkurrensen på en koncentrerad marknad är konkurrens utifrån. När nya aktörer tar sig in på lokala bankmarknader kan det leda till ökad konkurrens och effektivitetsvinster, vilka slår igenom i konsumentledet genom ett större utbud av finansiella tjänster och lägre priser.¹⁷

Det är alltså viktigt att värna den gemensamma bankmarknaden inom EU. Men detta är inte lätt i ett läge där vissa länder har problem med sina banksektorer. Det krävs att man

17 Å andra sidan kan ökad konkurrens ha negativa effekter på den finansiella stabiliteten. Goodhart (2012) har hävdad att bristen på konkurrens var ett viktigt skäl till att det brittiska finansiella systemet var stabilt mellan 1930 och 1970. Han menar att bankledningarna blir mindre riskbenägna om de kan generera höga vinster utan alltför stora ansträngningar.

i dessa länder hanterar orealiserade förluster i bankernas balansräkningar och strukturerar om banksektorn. Men stora värden står på spel och starka särintressen kan försvåra den politiska process som krävs för att genomföra en omstrukturering.

MAKROTILLSYN

Det finns ett närliggande och delvis överlappande område där nya regler är på väg att utformas: makrotillsyn. Det är ett politikområde som syftar till att motverka risker i det finansiella systemet som helhet, inte bara i de enskilda instituten. Exempel på verktyg för detta ändamål är kontracykliska kapitalbuffertar, lånetak, riskvikter och likviditetsbuffertar.

På europeisk nivå har man bildat Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board, ESRB). ESRB är det organ som ska ansvara för den övergripande makrotillsynen av det finansiella systemet i EU. I uppgifterna ingår bland annat att samla in och analysera relevanta uppgifter samt identifiera och rangordna systemrisker. ESRB har dock inga egna direkta regleringsverktyg, utan får förlita sig på att de nationella myndigheterna vidtar åtgärder när nämnden utfärdar varningar och rekommendationer.

Makrotillsynspolitiken kan också få betydelse för finansmarknadernas grad av internationell integration. Det är lätt att föreställa sig målkonflikter när länder ska bedriva makrotillsyn över vad som i grund och botten är starkt globaliserade marknader. Att höja en kontracyklisk kapitalbuffert i ett land för att minska bankernas sårbarhet kan till exempel få negativa effekter på kreditgivningen i andra länder där landets banker är etablerade. Effekten av att införa ett bolånetak för att dämpa hushållens skuldsättning kan bli liten, om filialer till utländska banker som inte omfattas av bolånetaket ökar sin utlåning. Sådana gränsöverskridande bieffekter kan skapa friktioner mellan länder och bidra till en negativ syn på den höga grad av integration som bieffekterna ytterst beror på. ESRB är tänkt att vara det forum där EU-länderna kan informera övriga medlemmar om sin makrotillsyn och lösa eventuella konflikter som uppstår på grund av icke-önskvärda bieffekter i andra länder. Detta kommer att förbli en viktig uppgift för ESRB, även om dess roll som europeiskt makrotillsynsorgan har kommit att bli något oklar i ljuset av ECB:s nya roll som ytterst ansvarig för banktillsynen inom euroområdet.

CENTRAL MOTPARTSCLEARING AV FINANSIELLA DERIVAT

Som nämndes tidigare pågår ett arbete på det internationella planet med att styra över en del av OTC-handeln med finansiella derivat till centrala motparter. Detta arbete leds av Financial Stability Board (FSB), som är en internationell församling av huvudsakligen representanter för G20-länderna. Man vill att alla standardiserade derivatkontrakt ska köpas och säljas via centrala motparter och att OTC-handel med derivat ska förknippas med högre kapitalkrav.¹⁸ Med mer av derivathandeln hos centrala motparter väntas dessa motparter bli viktigare aktörer på finansmarknaderna. De kan till och med bli systemviktiga på samma sätt som en hel del banker är systemviktiga i dag. Därmed behöver också myndigheterna se

¹⁸ Se G20:s kommuniké från mötet i Pittsburgh i september 2009 (G20, 2009).

till att dessa aktörer har tillräckligt med kapital och en välfungerande riskhantering samt att de kan avvecklas under ordnade former om det skulle behövas.

Många centrala motparter clearar transaktioner i flera valutor. I London finns till exempel företaget LCH.Clearnet som clearar transaktioner i många valutor, däribland euro. Likaså clearar Nasdaq OMX i Stockholm en del transaktioner i euro. Enligt ECB:s lokaliseringpolicy ska dock betydande belopp i euro endast clearas av centrala motparter i euroområdet, vilket kan bli ytterligare ett hinder mot fortsatt globalisering av finansmarknaderna.¹⁹ ECB:s ståndpunkt har att göra med att man anser att en fullständig operationell kontroll över aktörer som påverkar den finansiella stabiliteten i euroområdet också ska utövas av tillsynsorgan där. Men om alla driver den linjen kommer centrala motparter oundvikligen att bli nationella till sin karaktär, och man förlorar en del av fördelarna med att samla handel i flera valutor. Det är förvisso svårt att uttala sig om storleken på dessa fördelar, men det framstår ändå som en ineffektiv lösning för världsekonomin som helhet att ha relativt små centrala motparter som clearar derivathandel i varje enskilt valutaområde. En bättre lösning är förmodligen att utveckla ett internationellt samarbete där centralbanker och tillsynsmyndigheter bistår varandra med den information som krävs för att säkerställa den finansiella stabiliteten på hemmaplan.

Slutsatser om konsekvenser för Sverige

Internationell integration av finansmarknaderna väntas föra med sig samhällsekonomiska vinster, samtidigt som det finns risker med den. Det gäller de globala obalanser som avspeglas i stora och ihållande över- respektive underskott i bytesbalanserna. När underskotten inte längre är hållbara kan länder få problem att anpassa sig till en ny situation. Det gäller också de stora bruttoflödena av kapital mellan länder. De skapar risker genom att de skulder till utlandet som vissa aktörer har byggt upp inte kan täckas av de tillgångar i utlandet som andra aktörer har byggt upp.

Under den allra senaste tiden tycks dock globaliseringen av finansmarknaderna ha stannat upp något och på vissa delmarknader till och med gått tillbaka. I stor utsträckning tycks detta vara drivet av problemen i euroområdet, eftersom det till stor del handlar om minskad utlåning av och till europeiska banker. Det är fullt möjligt att globaliseringen tar fart igen när problemen i euroområdet minskar. Nya regleringar spelar dock troligtvis också roll och effekterna av dem kan vara mer bestående.

Mer fragmenterade finansmarknader skulle innebära kostnader i termer av sämre kapitalallokering, riskspridning och konkurrens på bankmarknaden. På europeisk nivå skulle dock en rätt utformad bankunion kunna motverka sådana tendenser.

För Sveriges del är planerna på en europisk bankunion något som beslutsfattare och myndighetsföreträdare behöver förhålla sig till, oavsett om Sverige deltar eller inte. Om Sverige inte deltar kommer ECB ändå att utgöra en part i de tillsynskollegier som finns för

¹⁹ Denna policy fick den brittiska regeringen att i september 2011 anmäla ECB till EU-domstolen för brott mot EU-rätten och mot den inre marknaden.

att myndigheter i olika länder ska kunna samarbeta i tillsynen av gränsöverskridande banker. ECB kommer att vara tillsynsmyndigheten för euroländerna och andra EU-länder som väljer att delta i den gemensamma tillsynsmekanismen. Det innebär att även om Finansinspektionen har ordförandeposten i de kollegier som upprättats för de svenska bankerna kommer ECB troligtvis att få stort inflytande över de beslut som fattas.²⁰ Om Sverige skulle välja att gå med senare kommer besluten om tillsynen av de svenska bankerna att fattas i ECB och Finansinspektionen bli ett slags filial som utför en del av det dagliga tillsynsarbetet. I båda fallen handlar det om att svenska beslutsfattare förlorar en del av kontrollen över de svenska bankerna.

De svenska bankerna har en gynnsam konkurrenssituation i dagsläget. De har högt förtroende på de internationella marknaderna och kan finansiera sig förhållandevis billigt. De är relativt välkapitaliserade och har en god likviditetssituation. Detta gör dem till attraktiva motparter. Men i viss mån kan deras gynnsamma finansieringssituation givetvis vara en konsekvens av att de svenska myndigheterna har ställt högre krav på kapitaltäckning och likviditetsbuffertar än många andra EU-länder. Ur denna synvinkel kan resonemanget om "gold-plating" ha viss bäring på utvecklingen för de svenska bankerna. En bieffekt av de skärpta kraven kan vara att de svenska bankerna gynnas i den internationella konkurrensen och därmed har förutsättningar att expandera sina marknadsandelar och växa sig ännu större. Det skulle i så fall vara något av ödets ironi, eftersom de svenska myndigheternas motiv för att gå hårdare fram än andra länder är just bankernas storlek.

De svenska bankernas goda tillgång till kortfristig finansiering i dollar skapar en del risker ur ett stabilitetsperspektiv, eftersom det kan vara svårt för Riksbanken att tillhandahålla likviditetsstöd i dollar i en krissituation. Riksbanken lämnade visserligen sådant likviditetsstöd under 2008 och 2009, men då hade Riksbanken liksom många andra centralbanker ett swapavtal med Federal Reserve som underlättade detta stöd. Insikten om att en likviditetskris kan involvera andra valutor än svenska kronor är skälet till att Riksbanken har rekommenderat bankerna att uppfylla krav på likviditetsbuffertar i såväl dollar som euro, något som samtliga fyra storbanker nu också gör (Sveriges riksbank, 2012, s. 18).

Den viktigaste faktorn bakom de svenska bankernas förmånliga finansieringssituation är dock troligtvis eurokrisen. Den gör att de svenska bankerna framstår som säkrare motparter än många andra europeiska banker. I takt med att eurokrisen klingar av kan man alltså förvänta sig att de svenska bankerna förlorar något av den gynnsamma ställning de har i dag. Även om det skulle innebära att svenska banker tappade marknadsandelar skulle det ändå vara en välkommen utveckling. Starkare europeiska banker utanför Sverige är att föredra även ur ett renodlat svenskt perspektiv. Sverige gynnas av en välfungerande finanssektor i euroområdet eftersom det inte bara främjar konkurrensen, utan också minskar risken för att stressen på de finansiella marknaderna eskalerar på ett sätt som drabbar även i grunden sunda banker.

²⁰ I det ursprungliga förslaget fanns det dessutom en risk för att ECB:s uppfattning alltid skulle komma att gälla när tillsynsmyndigheterna var oeniga och Europeiska banktillsynsmyndigheten, EBA, kallades in för medling. Detta hängde samman med att euroländerna i det ursprungliga förslaget alltid skulle ha en majoritet i EBA vid så kallad bindande medling. Denna del av förslaget har dock modifierats och röstreglerna är nu tänkta att garantera att även länderna som står utanför den gemensamma tillsynsmekanismen ska kunna få inflytande över besluten.

Referenser

- Alsén, Niclas (2008), Finansiella sektorn bär frukt. Analys av den finansiella sektorn ur ett svenskt perspektiv, bilaga 5 till *Långtidsutredningen 2008*, SOU 2008:12, Finansdepartementet.
- Avdjiev, Stefan, Zsolt Kuti och Előd Takáts (2012), The euro area crisis and cross-border bank lending to emerging markets, *BIS Quarterly Review*, december 2012, s. 37–47.
- Barba Navaretti, Giorgio, Giacomo Calzolari, Alberto Franco Pozzolo och Micol Levi (2010), Multinational banking in Europe – financial stability and regulatory implications: lessons from the financial crisis, *Economic Policy*, vol. 25, s. 703–753.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010a), *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements, december 2010 (reviderad juni 2011).
- Basel Committee on Banking Supervision (2010b), *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Bank for International Settlements, december 2010.
- Berg, Claes (2012), *Global ekonomi*, andra upplagan, SNS Förlag (Stockholm).
- BIS (2012), *BIS Quarterly Review*, december 2012.
- BIS (2013), *Statistical release: preliminary locational and consolidated international banking statistics at end-September 2012*, January 2013.
- Borio, Claudio och Piti Disyatat (2011), Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link? *BIS Working Papers* No. 346, Bank for International Settlements.
- Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi och Pierre-Olivier Gourinchas (2008), An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates, *American Economic Review*, vol. 98 (1), s. 358–393.
- Chinn, Menzie D. och Hiro Ito (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions, *Journal of Development Economics*, vol. 81 (1), s. 163–192.
- Chinn, Menzie D. och Hiro Ito (2008). A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10 (3), s. 309–322.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti och Nouriel Roubini (1999), What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, *Japan and the World Economy*, vol. 11 (3), s. 305–373.
- G20 (2009), G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, nedladdningsbar på www.g8.utoronto.ca/g20/2009/2009communique0925.html.
- Goldberg, Linda (2002), When is Foreign Bank Lending to Emerging Markets Volatile?, i *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, S. Edwards och J. Frankel (red.), National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, s. 171–196.
- Goldberg, Linda (2004), Financial Sector FDI and Host Countries: New and Old Lessons, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, s. 1–17.
- Goldberg, Linda (2008), Understanding Banking Sector Globalisation, *IMF Staff Papers*, 2009, vol. 56 (1), s. 171–197.
- Goodhart, Charles (2012), Goodhart hits out at current macro-prudential focus, *Central Banking, Opinion 1*, mars 2012.
- Gourinchas, Pierre-Olivier och Olivier Jeanne (2006), The Elusive Gains from International Financial Integration, *Review of Economic Studies*, vol. 73 (3), s. 715–741.
- Gourinchas, Pierre-Olivier och Helene Rey (2007), From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege, i *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, R. Clarida (red.), University of Chicago Press (Chicago), s. 11–55.

Hoxha, Indrit, Sebnem Kalemli-Ozcan och Dietrich Vollrath (2009), How Big are the Gains from International Financial Integration?, *NBER Working Paper* No. 14636.

IMF (2012a), *World Economic Outlook*, October, (Washington).

IMF (2012b), People's Republic of China: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation, *IMF Country Report* No. 12/195, (Washington).

IMF (2012c), The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View, *IMF Policy Paper*, (Washington).

IMF (2012d), *Global Financial Stability Report*, April, (Washington).

Klein, Michael W (2012), Capital Controls: Gates and Walls, uppsats presenterad vid konferensen *Brookings Panel on Economic Activity*, September 13–14, 2012.

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad och Marco E. Terrones (2009), How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels, *Journal of Development Economics*, vol. 89 (2), s. 258–270.

Normandin, Michel (1999), Budget deficit persistence and the twin deficits hypothesis, *Journal of International Economics*, vol. 49 (1), s. 171–193.

Obstfeld, Maurice (2012), Does the Current Account Still Matter?, *American Economic Review*, vol. 102 (3), s. 1–23.

Obstfeld, Maurice och Alan M. Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press.

Schoemaker, Dirk (2011), The Financial Trilemma, *Economics Letters*, vol. 111 (1), s. 57–59.

Sveriges riksbank (2012), *Finansiell stabilitet 2012:2*, Sveriges riksbank, november 2012.