

Penning- och valutapolitik

TIDSKRIFT UTGIVEN AV SVERIGES RIKSBANK



2010:2

S V E R I G E S R I K S B A N K



Penning- och valutapolitik

2010:2

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med 3–4 nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: STEFAN INGVES

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI, KERSTIN MITLID

OCH INFORMATIONSSSEKRETARIATET

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 00 00.

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar artikelförfattarens egen uppfattning och kan inte tas som uttryck för Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas via

Riksbankens webbplats [www.riksbank.se/Publicerat/Publikationer/Penning- och valutapolitik](http://www.riksbank.se/Publicerat/Publikationer/Penning-och-valutapolitik)

E-post kontorsservicecenter@riksbank.se

Telefax 08-787 05 26

Informationssekreteriatet, Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Publikationen utkommer även i en engelsk version,

Sveriges Riksbank Economic Review.

Innehåll

■ Efter krisen – vägen mot ett stabilare finansiellt system 5

Lars Nyberg och Tom Andersson

Regleringen av det finansiella systemet är en fråga som blir förstasidesstoff vid varje finansiell kris. Den kris som vi nyligen gått igenom är självklart inget undantag. Alla möjliga sorters recept har lanserats för att skapa ett stabilare finansiellt system, vissa aptitligare än andra. En uppfattning som de allra flesta delar är dock att spelets regler behöver skärpas. Frågan är bara hur mycket och på vilket sätt.

■ Penningmarknadsfonderna och den finansiella stabiliteten 19

Gudrun Gunnarsdottir och Maria Strömqvist

Finanskrisen och i synnerhet Lehman Brothers kollaps har visat att penningmarknadsfonder är mer riskabla än man tidigare har trott. I denna artikel diskuterar vi vilken betydelse penningmarknadsfonder kan ha för den finansiella stabiliteten och om en situation liknande den som uppstod på den amerikanska och den isländska marknaden skulle kunna uppstå även i Sverige. Vi finner att det finns likheter mellan de svenska och de isländska fonderna, men få likheter med de amerikanska fonderna. I Sverige, precis som var fallet i Island, är det förvaltade kapitalet koncentrerat till ett fåtal fonder och det finns en stark koppling till de stora bankerna. Vi finner dock att de svenska penningmarknadsfonderna inte i sig har någon större påverkan på det finansiella systemet som finansieringskällor för de svenska bankerna eftersom de är relativt små. Det är mer sannolikt att fonderna kan påverka genom spridningseffekter till banksystemet, i synnerhet om marknaden redan präglas av stor osäkerhet och riskaversion. Penningmarknadsfonderna har därför en större betydelse för vissa delar av finansmarknaden, såsom marknaden för företagscertifikat och säkerställda obligationer.

■ EU:s framtida tillsyn – kommer den att fungera? 46

Tom Andersson

I kölvattnet av den aktuella krisen har EU sjösatt ett ambitiöst projekt för att reformera tillsynen av finansiella marknader och institut inom EU. Genom att skapa ett delvis nytt regelverk och en ny institutionell struktur för övervakning av risker på de europeiska finansmarknaderna är det tänkt att man bättre ska kunna identifiera, förebygga och hantera framtida kriser. I denna artikel presenteras och diskuteras de reformförslag som är tänkta att genomföras redan under nästa år. Slutsatsen är att även om reformerna innebär en väsentlig förbättring så utgör de ingen fulländad lösning för att främja och upprätthålla finansiell stabilitet på Europas integrerade finansmarknader. För att skapa ett hållbart ramverk krävs mer genomgripande reformer, och om utgångspunkten är att skapa en inre marknad för finansiella tjänster så kommer det att krävas en högre grad av centraliserad tillsyn och krishantering – åtminstone för de finansiella företag som bedriver omfattande gränsöverskridande verksamhet.

■ Efter krisen – vägen mot ett stabilare finansiellt system

LARS NYBERG OCH TOM ANDERSSON¹

Lars Nyberg är vice riksbankschef och Tom Andersson är ekonom vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet

Regleringen av det finansiella systemet är en fråga som blir förstasidesstoff vid varje finansiell kris. Den kris som vi nyligen gått igenom är självklart inget undantag. Alla möjliga sorters recept har lanserats för att skapa ett stabilare finansiellt system, vissa aptitligare än andra. En uppfattning som de allra flesta delar är dock att spelets regler behöver skärpas. Frågan är bara hur mycket och på vilket sätt.

Om det enbart handlade om att skapa ett stabilare system vore svaret relativt enkelt. Det handlar emellertid lika mycket om att skapa en effektiv finanssektor där det finansiella systemets många samhällsnyttiga funktioner inte kvävs av missriktade eller överdrivna regleringar. Att hitta en bra balans mellan stabilitet och effektivitet är den främsta och kanske svåraste utmaningen som ligger framför oss.

Att de finansiella marknaderna sedan en tid tillbaka fungerar bättre får inte bli en ursäkt för att avstå från reformer. Det är viktigt att komma ihåg att återhämtningen till stor del är resultatet av massiva statliga räddningsinsatser där stora summor skattemedel har använts. Ett av de huvudsakliga motiven till att reformer behövs är just att undvika att det finansiella systemets stabilitet blir beroende av offentliga stödåtgärder. Man kan också uttrycka saken så här: Det är orimligt att ägare och anställda i banker och andra finansiella institut ska kunna tillgodogöra sig vinster när företagen går bra, medan skattebetalarna får stå för förlusterna när företagen går dåligt.

Det nu pågående reformarbetet handlar inte så mycket om att uppfinna ett nytt recept för finansiell stabilitet. Snarare handlar det om att tillsätta mer av redan befintliga ingredienser. För som vi ser det kan krisen till stor del förklaras av att det fanns för lite av tre saker: Det fanns för lite kapital. Det fanns för lite likviditet. Och det fanns ett allt för litet fokus på de övergripande och systemomfattande risker som under en längre tid hade byggts upp i det globala finansiella systemet. I denna artikel diskuteras hur vi ska se till att det i framtiden finns mer av dessa bristvaror.

¹ Denna artikel är baserad på ett tal som hölls av vice riksbankschef Lars Nyberg på Samfunnsøkonomforeningen i Oslo, 2010-02-05.

Kapital – för lite och för dåligt

I centrum av det finansiella systemet står bankerna. Bankerna förvarar och förvaltar våra besparingar, de förser oss med lån till investeringar och de ser också till att vi kan utföra våra betalningar på ett effektivt och säkert sätt. Att allmänheten har tillgång till dessa tjänster och känner förtroende för att de utförs på ett säkert sätt är en avgörande förutsättning för en väl fungerande samhällsekonomi. Det är av detta skäl vi brukar tala om behovet av att upprätthålla finansiell stabilitet. Och eftersom bankerna utgör mittpunkten i systemet är det främst dessa som behöver hållas stabila. För det krävs det kapital. Kapitalet utgör den första och främsta försvarslinjen mot ett instabilt finansiellt system.

Mer specifikt är kapitalets funktion att fungera som en buffert mot förluster. För att bankens insättare och övriga långivare ska känna sig trygga med att placera sina pengar i en bank krävs att de är förvissade om att det är kapitalet – det vill säga i första hand aktieägarna – och inte de själva, som får ta smällen om problem uppstår.

Det kapital som bankerna enligt det nuvarande regelverket tvingas hålla har uppenbarligen varit otillräckligt för att skapa en sådan trygghet. De krav som obligationsköpare och andra investerare har ställt på bankernas kapital har gått långt utöver både vad regelverket kräver och vad bankerna har haft. Och när marknadernas kapitalkrav, oavsett om de är befogade eller ej, överstiger det kapital som faktiskt finns så blir det problem. I bästa fall blir bankernas finansiering dyr. I värsta fall uteblir den. Och om problemen är tillräckligt omfattande för att hota systemet som helhet måste staten gripa in. Antingen genom att fylla på kapitalet eller genom att låna ut de pengar som marknaden inte kan eller vill tillhandahålla.

Men frågan är om marknaden har haft rätt i sin uppfattning att kapitalet varit för lågt och av för dålig kvalitet. Det enklaste svaret är att "kunden alltid har rätt". Bankerna är beroende av sina finansiärer och om tillräckligt många anser att kapitalet inte räcker till kan banken inte stå på egna ben. I detta avseende spelar rätt och fel ingen roll; det marknaden anser vara rätt är vad som räknas ur ett stabilitetsperspektiv.

Grundfrågan kvarstår dock. Bortsett från marknadens uppfattning – har det nuvarande regelverket tvingat bankerna att hålla en tillräcklig buffert för att hantera de förluster som har uppstått? Inte heller i detta avseende har det funnits tillräckligt med kapital. I många fall har stater tvingats att använda skattemedel för att täppa till hålen i bankernas balansräkningar. I många andra fall råder det fortfarande stor osäkerhet kring om kapitalet kommer att vara tillräckligt för att täcka förlusterna i bankernas tillgångar.

Vi kan således konstatera att dagens kapitalkrav inte har varit tillräckliga. Vare sig för att skydda skattebetalarna eller för att övertyga bankernas finansiärer. Resultatet: finansiell instabilitet och – i många länder – en gigantisk statlig krishanterningsnota. Att något måste göras för att rätta till detta är uppenbart – men vad?

I Baselkommittén² pågår nu ett grundligt reformarbete med de internationella standarder som ligger till grund för många länders bankregleringar, de så kallade Basel II-reglerna. Huvuddelen i detta reformprogram rör just bankernas kapital. I stort handlar det om två saker: Att se till att det finns *bättre* och *mer* kapital i banksektorn.

BÄTTRE KAPITAL

Arbetet med att skapa ett *bättre* kapital är en av de mest väsentliga och efterlängtade delarna i reformarbetet. Under en lång tid före krisen har regelverket nämligen tillåtit bankerna att successivt dra ner på mängden "riktigt" kapital, det vill säga vanligt aktiekapital och balanserade vinster. I stället har man fyllt kapitalbasen med andra typer av instrument som befinner sig någonstans i gränslandet mellan skuld och kapital. Redan före krisen var det många, däribland Riksbanken, som pekade på riskerna med att späda ut kapitalet på detta sätt. Vi blev dock inte hörsammade. Men när krisen väl satte bankernas balansräkningar i gungning visade det sig att vi till stora delar hade rätt. De hybridartade kapitalinstrumenten gav inte bankerna den stryktålighet som många hade hoppats och trott.

Att det nu införs krav på att bankerna måste ha en större andel vanligt aktiekapital är därför mycket välkommet. Lika välkommet är det att man rensar upp i floran av andra typer av instrument som även i fortsättningen ska få räknas till kapitalet.

En ny typ av kapital som diskuterats – och som även övervägs inom Baselkommittén – är så kallat "contingent capital". Finessen med detta kapital är att det under normala omständigheter har samma egenskaper som ett vanligt lån, men att det vid en kris, till exempel när bankens kapitaltäckning faller under en förutbestämd nivå, kan omvandlas till aktiekapital. På detta sätt stärks bankens kapital när det som mest behövs. Rätt utformat kan denna typ av kapital vara av tillfredsställande kvalitet. Det prövades faktiskt i Sverige under krisen på 1990-talet. Men om investerarna ska vara villiga att köpa instrument av detta slag så måste man konstruera dem så att de ger en rimlig avvägning mellan avkastning och risk. Hur det ska gå till i praktiken återstår att se.

² Baselkommittén är en kommitté under Bank for International Settlements (BIS) som bland annat utvecklar internationella standarder för reglering och tillsyn av banker.

Baselkommitténs förslag till *mer* kapital rymmer flera olika delar. Utan att gå in i detalj i var och en av dessa delar nöjer vi oss med att konstatera att förslagen, på det stora hela, framstår som väl avvägda. Exempelvis är det rimligt att det kommer att ställas väsentligt mycket högre kapitalkrav för de risker banker tar när de för egen räkning handlar med räntepapper, aktier och andra finansiella instrument.

Det finns dock ett par exempel på förslag som kommer att kräva en mer noggrann analys och kalibrering innan de införs. Ett sådant förslag handlar om att bankerna ska tvingas bygga upp sina kapitalbuffertar i "goda tider" för att på så sätt ha att ta av när tiderna blir sämre. Detta återkommer vi till senare i artikeln.

Ett annat sådant förslag handlar om att införa ett kompletterande kapitalkrav – ett så kallat *leverage ratio* – vid sidan av det befintliga. Vad det i grunden går ut på är att sätta en fast och enkel gräns för hur lågt kapitalet kan tillåtas sjunka i förhållande till storleken på bankens tillgångar. Någon sådan gräns finns inte i dag. De nuvarande kraven är i stället relaterade till *risk* i bankens tillgångar. Ju högre risk desto högre krav på kapital, och vice versa.

Låt oss börja med att konstatera att riskbaserade kapitalkrav i sig inte är något problem. Tvärtom så är vinsterna med sådana krav betydligt större än nackdelarna. Det kan dock uppstå problem om de modeller som ligger till grund för att beräkna kapitalkravet underskattar de faktiska riskerna. Ett sådant exempel är om riskmodellerna bygger på allt för kort-siktiga data och därmed inte fångar in de förluster som bankerna riskerar vid en lågkonjunktur.

Tanken med det nya kravet är inte att det ska ersätta det gamla. I stället ska det fungera som ett golv om dagens mer komplexa och risk-känsliga krav tillåter kapitalet att falla för lågt. Även om syftet är väl-lovligt finns det anledning att tänka sig för noga när man bestämmer var man lägger detta golv. Är golvet felkalibrerat finns nämligen risken att en av grundpoängerna med de nuvarande riskkänsliga kapitalkraven går förlorad, det vill säga att uppmuntra bankerna till ett sundare risktagande.

Likviditet och förtroende

Med ett stort och högkvalitativt eget kapital kommer man långt, men inte ända fram. En lika viktig ingrediens är likviditet.

Kapital skapar förtroende och minskar risken för att insättare och investerare ska ta sin hand från banken när det börjar blåsa. Men vi har också sett hur förhållandevis välkapitaliserade banker har tvingats gå till staten med mössan i hand. När förtroendet för det finansiella systemet

rämningar och pengarna tar slut kan inte ens den mest välkapitaliserade undkomma problem – om den inte har en tillräcklig likviditetsbuffert vill säga. Även här har det brutit kraftigt i krisen. Det främsta beviset för det är att världens centralbanker, med få undantag, har tvingats ge bankerna massiva likviditetstillskott för att ersätta deras kortfristiga marknadsupplåning. Periodvis under krisen utgjorde centralbankerna mellanhand för i princip alla lånetransaktioner mellan banker. De finansieringskällor som tidigare togs för givna sinade och några reservplaner att tala om fanns det inte.

Tillgång till likviditet är avgörande för det finansiella systemets stabilitet. Brist på likviditet kan sänka hela banksystemet, och – som nyss nämnts – även dra med de mest välmående banker i fallet. Detta har att göra med bankernas själva grundfunktion: Att ta emot kort och likvid inlåning och omvandla den till långsiktig och mer illikvid utlåning, så kallad löptidsomvandling. Att skulderna förfaller i snabbare takt än tillgångarna innebär en risk om bankerna inte kan förnya sina skulder eller betala av dem med sina befintliga tillgångar. Detta var vad som hände i krisen när förtroendet för bankerna försvann och flera finansiella marknader kollapsade. Tillgången på nya lån minskade kraftigt liksom marknadspriserna på de tillgångar som kunde användas för att skaffa likvida medel. De banker som drabbades värst var sådana som hade stora löptidskillnader och som dessutom förlitade sig på att komplexa och tidigare relativt oprövade finansiella tillgångar skulle kunna säljas eller belånas. Det mest slående exemplet på detta är den brittiska banken Northern Rock.

Lösningen på problemet är dock inte att förbjuda banker att ägna sig åt löptidsomvandling. Det är ju trots allt detta som vi bankkunder efterfrågar när vi sätter in våra sparmedel och lånar till investeringar. Det handlar i stället om att säkerställa att bankerna har en tillräcklig likviditetsbuffert för att hantera tillfälliga påfrestningar och även om att se till att löptidsomvandlingen inte blir alltför stor. Var gränserna ska sättas är inte självklart. Men när det blir som i fallet med de amerikanska investmentbankerna vet man att det har gått för långt. De hade så kortsiktig finansiering att de tvingades förnya cirka en tredjedel av sina skulder varje dag.

Som en del av Baselkommitténs reformpaket finns ett förslag på att för första gången introducera en global standard som ställer kvantitativa krav på bankernas likviditetshantering. Man kommer att ange en lägstanivå för bankernas likvida tillgångar som säkerställer att de klarar sina kortsiktiga likviditetsbehov i ett stressat läge. Dessutom kommer det att finnas en gräns för hur kortsiktig bankens upplåning får vara i förhållande till dess utlåning, det vill säga hur mycket löptidsomvandling som får förekomma.

Att denna typ av regler inte funnits tidigare kan tyckas märkligt. Det speglar en övertro på att finansiering skulle finnas tillgänglig på marknaderna i alla lägen. Men det är ingen idé att gråta över spilld mjölk. Att en regelstruktur nu kommer på plats är det viktiga. Inte minst för att centralbanker ska slippa tillföra likviditet på det vis de har gjort de senaste två åren.

Systemperspektivet – den saknade pusselbiten

Ett av de främsta skälen till att banker regleras och övervakas är att man vill undvika systemrisk, det vill säga sådana risker som utgör ett hot mot *hela det finansiella systemets stabilitet* – och i förlängningen även mot samhällsekonomin i stort. Att påminna om detta efter att vi nyligen gått igenom en av historiens värsta kriser kanske kan tyckas överflödigt. Men faktum är att det i stor utsträckning var just dessa risker som förbisågs eller underskattades.

I stället har regelverk och tillsyn på många håll varit alltför inriktade på hälsotillståndet i enskilda institut. För lite fokus har ägnats åt bredare utvecklingstendenser, såsom exempelvis kreditexpansionen i ekonomin, finans-, penning- och valutapolitikens inverkan på de finansiella marknaderna eller länkarna mellan olika institut inom det finansiella systemet.

Framförallt har den finansiella tillsynen inte tagit tillräcklig hänsyn till de risker för omfattande spridning av finansiella problem som följer av de finansiella institutens betydande exponeringar mot varandra och av deras ofta likartade exponeringar. Det är just sådana spridningseffekter som kan få de allvarligaste återverkningarna på det finansiella systemet och den reala ekonomin. Ett särskilt problem i sammanhanget är de aktörer som på grund av sin storlek eller funktion ensamma kan ställa systemet på ända.

Att krisen blev så pass djup och omfattande som den blev berodde också på att marknadsaktörernas beteende bidrog till att förstärka nedgången. När alla samtidigt sprang mot dörren för att rädda sitt eget skinn, sattes en negativ spiral igång som förvärrade situationen i hela systemet. Denna typ av självförstärkande eller cykliska effekter är också en typ av systemrisk som inte har beaktats tillräckligt i reglering och tillsyn. I själva verket har det varit tvärtom: Vissa egenskaper hos det finansiella regelverket, exempelvis kapitaltäckningskraven och delar av redovisningsramverket, har förstärkt snarare än dämpat de cykliska tendenserna i det finansiella systemet.

Att en befintlig trend eldas på av marknadsaktörernas agerande, och till viss del även av regelverk och tillsyn, är inte en mekanism som enbart sätts i spel i nedgångsfaser. Samma drivkrafter existerar även när kon-

junktoren och marknadsförhållandena är gynnsamma. Detta gör att det kan byggas upp pris- och lånebubblor som ökar risken för att problem uppstår senare, även om den omedelbara och observerbara risken i varje enskilt institut inte tycks ha ökat. Med facit i hand känns det okontroversiellt att konstatera att detta var precis den situation som rådde på flertalet marknader under den långa period av gynnsamma ekonomiska förhållanden som föregick krisen.

Konsten att förebygga systemrisk

Hur man ska förebygga och hantera dessa systemrisk är just nu föremål för en omfattande internationell debatt. Det pratas om behovet av att införa vad som ofta kallas ett "macroprudential framework" eller vad vi på svenska skulle kunna kalla "systemriskförebyggande ramverk".

Även om det redan före krisen har funnits en hel del tänk och litteratur kring detta så är det inte ett ämnesområde som varit särskilt välutvecklat. De flesta av världens centralbanker har förvisso ägnat stor tankemöda åt att göra systemomfattande stabilitetsanalyser, men de risker som identifierats har sällan föranlett några korrigerande åtgärder. En viktig förklaring till detta är att det helt enkelt saknats färdiga och väldefinierade verktyg för att komma till rätta med riskerna.

Det handlar emellertid inte bara om en brist på verktyg. Sanningen att säga så förmådde inte centralbanker, tillsynsmyndigheter och andra bedömare att ringa in alla de risker som förorsakade krisen.

Att skapa ett effektivt "systemriskförebyggande ramverk" handlar således om två saker:

- att utveckla och förbättra den befintliga analysen, och
- att hitta lämpliga verktyg för att förebygga och korrigera riskerna.

Frågan om hur analysarbetet bör utvecklas har vi lämnat utanför denna artikel för att i stället fokusera på några av de konkreta idéer och förslag på verktyg som framförts i den internationella debatten.

PENNINGPOLITIKEN ETT VERKTYG...

En fråga som diskuterats livligt är i vilken utsträckning penningpolitiken kan användas som ett verktyg för att minska uppbyggnaden av risker i ekonomin.

Det är troligt att penningpolitiken kan spela en viss, om än begränsad roll, i detta avseende. En penningpolitisk åtstramning har rimligen en återhållande effekt på kredittillväxten och tillgångspriserna och kan därmed bidra till att dämpa eller begränsa eventuella bubblor eller obalanser.

Men penningpolitiken kan sällan göra hela jobbet. I många fall är optimismen och framtidstron stark när en bubbla håller på att byggas upp.

Då kan det krävas ganska kraftiga räntehöjningar för att bromsa ökningen av till exempel fastighetspriserna. Så kraftiga att de får allvarliga negativa effekter på den reala ekonomin. Penningpolitiken är alltså i sådana fall inte särskilt effektiv för att påverka tillgångspriserna, och om man ändå använde den skulle det kunna orsaka stor skada i andra avseenden.

I andra lägen kan penningpolitiken vara bunden till en låg ränta i syfte att stimulera efterfrågan i en djup lågkonjunktur. Då är den helt enkelt inte tillgänglig för att bekämpa uppkomsten av en bubbla på till exempel fastighetsmarknaden. I Sverige ser vi ju idag en kraftig expansion av utlåningen till hushållen och stigande huspriser samtidigt som kapacitetsutnyttjandet är lågt. Om situationen på bostadsmarknaden utvecklas till ett problem blir det inte lätt att hantera detta genom att höja räntan.

Man möter ofta synen att inflationsmålet och penningpolitikens roll måste omprövas mot bakgrund av erfarenheterna från den finansiella krisen. Att detta är den korrekta slutsatsen är dock långt ifrån säkert. I Sverige och många andra länder har vi en flexibel inflationsmålpolitik som rättesnöre. Den har i grunden tjänat oss väl, både när det gäller att hålla inflationen låg och att begränsa svängningarna i den reala ekonomin. Men att penningpolitiken dessutom i alla lägen ska kunna användas för att bekämpa uppkomsten av olika tillgångsprisbubblor är troligtvis att begära för mycket av ett enda verktyg.

... MEN INTE DET ENDA, OCH KNAPPAST DET BÄSTA

Vägen till ett effektivt systemriskförebyggande ramverk går snarare via andra verktyg än penningpolitiken. I den internationella debatten diskuteras nu olika förslag som innebär att man bygger in systemriskperspektivet i regleringen och tillsynen av enskilda institut. Ett sådant förslag är att låta bankernas reserveringar för kreditförluster variera på ett sätt som snarare dämpar än förstärker konjunktursvängningar. Tanken är att bankerna ska kunna göra större reserveringar i "goda" tider och därmed kunna redovisa en jämnare utveckling av kreditförlusterna över cykeln, så kallad "dynamic provisioning".

Ett annat förslag, som tidigare nämnts, är att införa kontracykliska kapitalbuffertar, det vill säga kräva att bankerna håller större kapitalbuffertar i tider av högkonjunktur och tendenser till snabb kreditexpansion och mindre i perioder med mer dämpad tillväxt. Att låta likviditetsbuffertar och tak på belåningsgraden variera med konjunkturen enligt någon fast regel är också exempel på förslag som diskuterats.

Arbetet med att utveckla internationellt harmoniserade verktyg har dock bara tagit sin början. Vi vet ännu inte exakt vilken väg den framtida regleringen kommer att följa. I Baselkommitténs reformprogram finns

dock ett tydligt systemriskförebyggande fokus. De nya kapital- och likviditetsstandarder som tidigare nämnts har utformats för att förebygga cykliska tendenser och spridningsrisker i det finansiella systemet. Exempelvis har kommittén tagit intryck av idéerna om kontracykliska kapitalbuffertar och möjligheten att utjämna förlustreserveringar över tid. Därutöver kommer man att överväga om det finns behov av att lägga strängare kapital- och likviditetskrav på systemviktiga banker. En förutsättning för att detta ska fungera är dock att man kan hitta ett meningsfullt sätt att definiera vilka banker som är systemviktiga. Något som är lättare sagt än gjort.

SVÅRA AVVÄGNINGAR

Det finns inga självklara svar på vilket eller vilka av dessa verktyg som är de lämpligaste. Samtliga förslag har sina styrkor och svagheter som noggrant behöver analyseras. I det följande pekar vi dock på några generella avvägningar som måste göras när nya verktyg ska införas.

Automatiskt eller diskretionärt: En fråga som behöver övervägas är om de systemriskförebyggande verktygen ska bygga på automatik eller om det ska vara upp till myndigheterna att diskretionärt, alltså vid varje enskilt tillfälle, fatta beslut om när åtgärder behöver sättas in. Fördelen med automatiserade verktyg är att de är transparenta och förutsägbara. De minskar också risken att en farlig utveckling inte korrigeras i tid. Problemet är dock att automatiska verktyg minskar precisionen och slår mer urskillningslöst än diskretionära ingrepp som bygger på bedömningar vid varje enskild tidpunkt. Det troliga är att myndigheterna kan behöva en kombination av automatiska och diskretionära verktyg i verktygslådan. Det är dock viktigt att notera att instrumenten, för de syften som avses här, inte ska användas mot enskilda banker, utan på ett likformigt sätt gentemot hela banksystemet.

Genomlysningen i banksystemet: En annan fråga är hur genomlysningen i banksystemet kommer att påverkas om man inför regleringar som ska jämma ut bankernas resultat och kapital över konjunkturen. Sådana åtgärder kräver nämligen att man frångår "verkligheten" och istället gör antaganden om hur olika ekonomiska variabler kommer att utvecklas med tiden. Det är ju det som är själva poängen.

Baksidan är dock att detta ofrånkomligen innebär ett visst mått av osäkerhet kring tillförlitligheten i de siffror bankerna redovisar. Det skulle också kunna skapa ett större mått av godtycke om regleringen ger alltför stort svängrum åt bankerna att göra sina egna antaganden och bedömningar. Exempelvis skulle en alltför stor flexibilitet i redovisningsreglerna till följd av ökade möjligheter att frångå principen att vissa tillgångar ska värderas till deras faktiska marknadsvärde (så kallat "verkligt värde")

kunna öka risken att banker – eller myndigheter också för den delen – frestas att manipulera värderingen så att en bank ser friskare ut än vad den verkligen är.

Befogenhet och ansvar: Ytterligare en fråga handlar om vem som ska bestämma och vem som ska bära ansvaret. När man talar om systemriskförebyggande verktyg menar man ofta mer eller mindre traditionella tillsynsverktyg som hanteras av tillsynsmyndigheten, men som i stället för att användas för att begränsa riskerna i enskilda företag nyttjas för att påverka risknivån i det finansiella systemet som helhet. Som ovan diskuterats kan det röra sig om striktare kapitalkrav, men också om andra typer av åtgärder, såsom exempelvis att sätta gränser för belåningsgrader eller att skärpa amorteringskraven. Att på detta sätt anlägga ett systemperspektiv på övervakningen av det finansiella systemet är emellertid en uppgift som vanligtvis ligger närmare centralbankernas ansvarsområde.

Något hårdraget kan man alltså beskriva dagens situation som att *centralbankerna har ansvaret* medan *tillsynsmyndigheterna förfogar över verktygen*. Detta glapp mellan ansvar och befogenheter måste hanteras på något sätt.

Den uppenbara lösningen är förstås att samla både ansvar och befogenheter hos en och samma myndighet, antingen hos centralbanken eller hos tillsynsmyndigheten. Det finns dock andra alternativ. Ett sådant kan vara att slå samman tillsynsmyndigheten och centralbanken till en enda myndighet, enligt den modell som redan tillämpas i många länder. Ett mindre långtgående alternativ är att på olika sätt stärka samordningen mellan myndigheterna.

En omständighet som komplicerar ansvarsfrågan är att många av de systemriskförebyggande verktygen på ett eller annat sätt kommer att påverka kreditgivningen i ekonomin. Därigenom kommer de också att få betydelse för tillväxttakten och andra realekonomiska faktorer, vilka i sin tur är ingångsvariabler i centralbankernas penningpolitiska analys. Det kan därför inte uteslutas att det i vissa fall kan uppstå spänningar mellan de penningpolitiska målen och stabilitetsmålen.

På många håll i världen pågår nu diskussioner om hur ansvaret ska fördelas mellan centralbanker och tillsynsmyndigheter. Tids nog får vi se var de diskussionerna landar. Kanske behöver det inte vara så kontroversiellt. Egentligen är det ju naturligt att tillsynsmyndigheterna hanterat de enskilda bankerna och har instrument för det, medan centralbankerna hanterat ekonomin som helhet och har instrument för det.

Det bör dock understrykas att den viktigaste frågan inte är vem som ska göra jobbet, utan att det görs. Någon myndighet måste ges befogenheter och instrumenten för att kunna påverka utlåningen i banksystemet som helhet.

DEN INTERNATIONELLA DIMENSIONEN

Det finns ytterligare en aspekt kopplad till hanteringen av systemriskер som ännu inte diskuterats: Den internationella dimensionen.

Den internationalisering som ägt rum på de finansiella marknaderna under de senaste årtiondena har medfört att systemriskerna har fått en allt mer gränsöverskridande karaktär. Det är i dag svårt eller till och med omöjligt för nationella myndigheter att på egen hand kontrollera dessa risker fullt ut. Helt enkelt därför att riskerna i allt högre grad finns eller byggs upp utanför landets gränser. Ett tydligt bevis för detta är hur vi i de nordiska länderna drabbades av krisen trots att vi befann oss långt ifrån dess epicentrum.

I denna miljö är det lätt att se att intressekonflikter kan uppkomma mellan länder. För att illustrera detta kan vi använda ett hypotetiskt exempel på en situation som svenska myndigheter skulle kunna komma att ställas inför: I de nordiska länderna består banksektorn till en icke obetydlig del av utländska banker som bedriver verksamhet via filialer. Dessa filialer står under tillsyn i det land där banken har sitt säte och inte i det land där verksamheten bedrivs. Det mest framträdande exemplet i Sverige är Danske Banks svenska filial som har en marknadsandel på över fem procent av den svenska bankmarknaden. Om svenska myndigheter bestämmer sig för att vidta åtgärder för att begränsa bankernas utlåning för till exempel bostadsändamål måste man diskutera och komma överens om detta med sina utländska motsvarigheter, i Danske banks fall med den danska tillsynsmyndigheten. I annat fall kan ju de utländska bankernas filialer fortsätta sin utlåning i Sverige som om ingenting hänt, och de svenska myndigheternas åtgärder riskerar då att bli mindre effektiva.

Utvecklingen mot alltmer integrerade finansmarknader är i grunden positiv. Men för att hantera dess "biverkningar" krävs ett utökat samarbete mellan myndigheter i olika länder. Det handlar dels om att samordna arbetet med informationsinhämtning och analys över gränserna, dels om att fundera över hur vi ska hantera de risker som uppkommer.

För EU:s del har krisen i detta avseende fungerat som en väckarklocka. För närvarande håller man på att fastställa formerna för ett nytt råd, European Systemic Risk Board (ESRB). Rådet, som kommer att placeras vid Europeiska centralbanken (ECB), får i uppdrag att identifiera och analysera systemriskер inom hela EU.

Tack vare att det skapas ett gemensamt organ som överblickar hela det finansiella systemet kommer det att bli lättare att undvika misstaget att tillsynen fokuserar för mycket på enskilda institut och marknader. Genom att titta på risker som följer dels av den makroekonomiska utvecklingen, dels av utvecklingen inom det finansiella systemet, ska system-

riskrådet kunna upptäcka såväl inre som yttre hot mot den finansiella stabiliteten.

Hur effektivt rådet kommer att bli återstår dock att se. Det går exempelvis att ha synpunkter på att rådet inte har några bindande befogenheter eller verktyg till sitt förfogande, vilket givetvis är ett problem ur effektivitetshänseende. Icke desto mindre kommer rådet att tillföra ett betydande mervärde när det gäller att skapa en bättre samordning och samsyn kring riskerna på EU:s finansmarknader och hur dessa ska åtgärdas. Och alldeles oavsett så kan det ju inte blir sämre än tidigare – för då fanns det ju ingenting.

Något om krishantering

Ännu så länge har vi bara diskuterat hur man förebygger kriser. Men kriser kommer alltså att uppstå. Att tro något annat vore oklokt. Därför måste lika mycket energi läggas på reformer som stärker vår förmåga att hantera kriser. När en kris väl uppstår behövs ett system där spelreglerna är klara och rediga från första början. Att börja fundera på hur en kris ska tacklas när den redan är ett faktum bidrar bara till ökad osäkerhet. Detta ökar även risken för att skattebetalarna blir sittande med notan, något som vi har dåliga erfarenheter av i de nordiska länderna.

Vad som behövs – men som saknas i många länder, inklusive i Sverige, – är ett väl genomtänkt och trovärdigt system för att hantera banker i kris. Till stor del – men inte uteslutande – handlar detta om att skapa en skräddarsydd konkurs- och rekonstruktionslagstiftning för finansiella institut. Att det behövs beror främst på att bankerna spelar en central roll i betalningssystemet, vilket utgör själva hjärtat i det finansiella systemet. Att tillämpa ett "vanligt" konkursförfarande och stoppa betalningarna för en bank, som dagligen gör oräkneliga transaktioner för sin egen och sina kunders räkning, riskerar att orsaka ett idiotstopp i hela det finansiella systemet. Vilka konsekvenser detta i sin tur skulle få för samhällsekonomin är lätt att föreställa sig om man bara funderar på hur beroende ens egen privatekonomi är av ett fungerande betalningssystem. Att låta banker gå i regelrätt konkurs är således väldigt kostsamt och troligtvis inget som staten kommer att tillåta. Och om man inte har något annat att ta till än den vanliga konkurslagstiftningen så återstår bara alternativet att under improviserade former rädda banken med offentliga medel.

Problemet här är inte det faktum att staten griper in. Tvärtom så är det nödvändigt. Problemet är i stället att det sker under improviserade former och utan förberedda arrangemang för hur bankens ägare och långivare ska hanteras. Historien visar nämligen att det i denna typ av situationer kan vara svårt för staten att "straffa" aktieägarna genom

att tvinga på dem kännbara ekonomiska eftergifter, exempelvis genom att frånta dem ägandet. I stället riskerar staten att hamna i en utdragen förhandlingsprocess som slutar med att banken får ekonomiskt stöd samtidigt som ägarna får skörda frukterna av stödet. Ur skattebetalarnas perspektiv är ju detta förstået fullkomligt oacceptabelt. Likväl är det ett troligt scenario om det inte finns en fungerande konkurs- och rekonstruktionslagstiftning till hands.

En av de viktigaste komponenterna i ett fungerande krishanteringsramverk är att staten har rätt att ta över banken utan att hamna i segdragna konflikter med aktieägarna. I en krissituation finns det inte tid att reda ut eventuella dispyter med ägarna. Det får i så fall ske i efterhand. Och om det då skulle visa sig att staten i något avseende har hanterat situationen felaktigt så får aktieägarna helt enkelt ges en rimlig ekonomisk kompensation.

Att få en väl fungerande krishanteringsordning på plats är inte bara viktigt för att lindra de samhällsekonomiska skadorna när en kris väl har inträffat. Det har även en central betydelse för att förebygga kriser. Klarar vi av att skapa ett system där bankernas aktieägare och långivare inte kan förvänta sig att staten ska stå för notan vid en kris, så kommer det med största sannolikhet att bidra till ett mer ansvarfullt risktagande i finanssektorn. Därmed skulle också behovet av att i detalj styra bankernas verksamhet med preventiva regler och tillsyn kunna minska.

KRISHANTERING I ETT INTERNATIONELLT PERSPEKTIV

Mot bakgrund av den finansiella sektorns globalisering är det en särskild utmaning att se till att det finns fungerande krishanteringsordningar även på internationell nivå. Inom EU har vi ju lyckats väl med att integrera marknaderna för finansiella tjänster "i fredstid". Men vi har ännu inte en gemensam syn på hur vi ska hantera gränsöverskridande banker i kris.

Nationella krisramverk behöver anpassas så att myndigheter från olika länder tillåts samspela och sträva mot gemensamma mål. Här finns det mycket arbete att göra och mängder av hinder att överkomma. Det finns en tydlig ambition hos många länder i denna fråga, men än så länge finns ingen detaljerad färdplan och debatten spretar betänkligt.

Vissa vill gå i riktning mot harmonisering och samarbete medan andra anser att nationella särdrag och intressen måste ges företräde. Hos dem som förespråkar det senare finns i grunden en rädsla för att tvingas betala för problem som orsakats av något företag eller på någon marknad som man själv inte kontrollerar. Därför föredrar man en reglering och tillsyn som eftersträvar en mer nationellt orienterad finanssektor. Denna typ av finansiell protektionism vore dock både bakåtsträvande och kostsam.

Vi behöver i stället försöka bevara de värden som den finansiella integrationen medför. Nyckeln till framgång är att hitta ett system där länderna känner sig trygga med att kostnaderna i en krissituation inte på ett orättvist sätt vältras över till deras sida av gränsen. En central förutsättning för att skapa en sådan trygghet är att hanteringen av gränsöverskridande kriser diskuteras redan i förväg. När en kris väl har inträffat är det i allmänhet för sent.

En svår balansgång

De närmaste åren kommer att innebära stora förändringar i den regelstruktur som styr den finansiella sektorn. Det är naturligt efter en djupgående finanskris som den vi just upplevt. Det kommer att ta tid innan allt är på plats. Efter krisen på 30-talet tog det 4–5 år.

Under själva krisen fanns det inte mycket tid att diskutera framtida regleringar. Den diskussionen sker just nu, och den sker mot bakgrund av de risker skattebetalarna i många länder – inklusive Sverige – fått bära för att stötta det finansiella systemet.

Risken för överregleringar är uppenbar, och den risken påverkas i hög grad av bankernas attityd – både till dagens situation och till händelserna under krisen.

Denna artikel har huvudsakligen handlat om att bygga ett stabilare finansiellt system. Som nämndes inledningsvis finns det ju också en annan sida av myntet som är nog så viktig: Det finansiella systemet behöver inte bara vara stabilt – det behöver också vara effektivt. Och stabilitet och effektivitet går inte alltid hand i hand. Det är därför viktigt att vi är vaksamma, så att de regelreformer som följer på krisen inte försämrar det finansiella systemets förmåga att fullgöra sina samhällsnyttiga funktioner.

Vad reformarbetet i grunden handlar om är att hitta en rimlig samhällsekonomisk balans mellan det finansiella systemets risk och avkastning. Hur mycket risk ska samhället tillåta och vilka konsekvenser innebär den valda risknivån i termer av ökat eller minskat samhällsekonomiskt välstånd? Även om denna fråga i det närmaste är filosofisk och inte enkelt låter sig besvaras är det just denna vi hela tiden måste ha i bakhuvudet när vi nu ropar på mer regleringar.

■ Penningmarknadsfonderna och den finansiella stabiliteten

AV GUDRUN GUNNARSDOTTIR OCH MARIA STRÖMQVIST¹

Guðrun Gunnarsdóttir är finansekonom och arbetar på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet. Hon har tidigare arbetat på den isländska centralbanken med bl.a. valutaförvaltning.

Maria Strömquist är ekonomie doktor från Handelshögskolan i Stockholm. Hon arbetar som ekonom på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.

Finanskrisen och i synnerhet Lehman Brothers kollaps har visat att penningmarknadsfonder är mer riskabla än man tidigare har trott. I denna artikel diskuterar vi vilken betydelse penningmarknadsfonder kan ha för den finansiella stabiliteten och om en situation liknande den som uppstod på den amerikanska och den isländska marknaden skulle kunna uppstå även i Sverige. Vi finner att det finns likheter mellan de svenska och de isländska fonderna, men få likheter med de amerikanska fonderna. I Sverige, precis som var fallet i Island, är det förvaltade kapitalet koncentrerat till ett fåtal fonder och det finns en stark koppling till de stora bankerna. Vi finner dock att de svenska penningmarknadsfonderna inte i sig har någon större påverkan på det finansiella systemet som finansieringskällor för de svenska bankerna eftersom de är relativt små. Det är mer sannolikt att fonderna kan påverka genom spridningseffekter till banksystemet, i synnerhet om marknaden redan präglas av stor osäkerhet och riskaversion. Penningmarknadsfonderna har därför en större betydelse för vissa delar av finansmarknaden, såsom marknaden för företagscertifikat och säkerställda obligationer.

Kan en situation liknande den som uppstod på den amerikanska och isländska marknaden uppstå i Sverige?

Som den senaste finanskrisen har visat kan penningmarknadsfonder i vissa situationer vara av betydelse för den finansiella stabiliteten. Det handlar om situationer då det råder stor osäkerhet och instabilitet på marknaderna. Penningmarknadsfonder i både USA och Island drabbades hårt av finanskrisen. I denna artikel diskuterar vi vilken betydelse pen-

¹ Vi vill tacka Elias Bengtsson, Anders Bjällskog, Heidi Elmér, Johanna Fager Wettergren, David Forsman, Johannes Holmberg, Kerstin Mittlid, Kjell Nordin, Fredrik Petterson, Anders Rydén, Kristian Tegbring och Staffan Viotti för värdefulla synpunkter och hjälp med data. Författarna ansvarar för eventuella fel.

ningmarknadsfonder kan ha för den finansiella stabiliteten och om en situation liknande den som uppstod på den amerikanska och den isländska marknaden skulle kunna uppstå även i Sverige. Finns det stora likheter mellan de svenska penningmarknadsfonderna och penningmarknadsfonderna i USA respektive Island?

Andra faktorer som avgör penningmarknadsfondernas betydelse, förutom marknadsläget, är risken för spridningseffeker till banksystemet, stämmningsläget bland placerarna och om fonderna utgör en viktig finansieringskälla för banker och hypotek. I denna artikel tittar vi närmare på dessa faktorer betydelse för de svenska penningmarknadsfonderna.

Uppgifterna har hämtats från flera olika källor. Aggregerade data kommer från Fondbolagens förening, Statistiska centralbyrån (SCB) och Morningstar. För att analysera specifika innehav undersöker vi portföljerna hos sju stora penningmarknadsfonder. Uppgifterna om enskilda fonder kommer från Finansinspektionen, fondernas års- och halvårsrapporter och från fondbolagen själva. Fokus ligger på penningmarknadsfonder som i första hand placerar i värdepapper utfärdade i den nationella valutan. På den svenska och den isländska marknaden definieras penningmarknadsfonder som fonder som placerar i räntebärande tillgångar med en löptid på i genomsnitt högst ett år. För de amerikanska penningmarknadsfonderna gäller en löptid om i genomsnitt 90 dagar. Den definitionsmässiga skillnaden diskuteras längre fram i artikeln.

I nästa avsnitt beskrivs situationerna i USA och Island. Därefter diskuteras penningmarknadsfondernas potentiella betydelse för den finansiella stabiliteten mot bakgrund av de amerikanska och isländska erfarenheterna. De svenska penningmarknadsfonderna och de marknader på vilka de verkar analyseras i det kommande avsnittet. I de följande två avsnitten jämförs de svenska penningmarknadsfonderna med de amerikanska och isländska fonderna och vi beskriver hur de svenska fonderna klarade sig under den senaste krisen. I det avslutande avsnittet presenterar vi våra slutsatser.

Vad hände med penningmarknadsfonderna i USA och Island och varför anses de ha spelat en roll för den finansiella stabiliteten?

DE AMERIKANSKA FONDERNA DRABBADES AV UTTAGSANSTORMNING

Den amerikanska marknaden för penningmarknadsfonder är den största i världen (värd ca fyra biljoner US-dollar). Fonderna placerar i kortfristiga tillgångar och den vägda genomsnittliga löptiden för penningmarknads-

fondernas portföljer är begränsad till 90 dagar (Baba m.fl., 2009).² De amerikanska penningmarknadsfonderna är strukturerade enligt principen att fondandelarnas marknadsvärde (*net asset value*, eller NAV-kursen) ska ligga stabilt på 1 US-dollar.³ Denna enkla regel är viktig med tanke på de många transaktionerna i fonderna, som ofta används för likviditetshantering.⁴ Eftersom penningmarknadsfonderna inte har några kapitalbuffertar förlitar de sig på att deras garantier kan skjuta till medel om NAV-kursen riskerar att sjunka under 1 US-dollar.

Före Lehman Brothers fall hade det på 30 år bara hänt en gång tidigare att en fond hade brutit igenom 1-dollargränsen.⁵ Den 16 september 2008, dagen efter Lehman Brothers fall, meddelade Reserve Primary Fund att marknadsvärdet på andelarna i dess flaggskeppsfond låg på 97 cent. Det var första gången en penningmarknadsfond som var öppen för allmänheten hade brutit igenom 1-dollargränsen. Fonden, vars tillgångar uppgick till nästan 65 miljarder US-dollar, hade 785 miljoner US-dollar placerade i företagscertifikat emitterade av Lehman Brothers (Waggoner, 2009). I slutändan var det kombinationen av portföljens sammansättning, stora uttag och att garanten (fondbolaget Reserve) inte kunde skjuta till medel till fonden som ledde till att NAV-kursen sjönk till 97 cent (McCabe och Palumbo, 2009).

Denna händelse utlöste en uttagsanstormning mot de amerikanska penningmarknadsfonderna, framför allt mot de fonder som investerade i andra tillgångar än statspapper. Institutionella placerare avvecklade betydligt mer av sina innehav än småsparare. Till exempel avvecklade institutionella placerare inom loppet av några dagar 16 procent av sina innehav, medan småsparare under samma period avvecklade 3 procent (Baba m.fl. 2009).

Detta fick allvarliga implikationer för den finansiella stabiliteten genom att aktiviteten på bland annat marknaden för företagscertifikat helt avstannade. Första halvåret 2008 hade de amerikanska penningmarknadsfonderna nästan 40 procent av den utestående volymen amerikanska företagscertifikat (Baba m.fl. 2009). Den 18 september 2008 ingrep den amerikanska regeringen och ställde en garanti för de amerikanska penningmarknadsfonderna. I sitt pressmeddelande uppgav det amerikanska finansdepartementet (2008) att skälet var att man ville skydda och åter-

² Den vägda genomsnittliga löptiden i svenska och isländska fonder är omkring ett år.

³ De amerikanska penningmarknadsfonderna kategoriseras utifrån placeringsmål och typen av placerare. De delas till exempel in i *prime funds*, som placerar i andra värdepapper än statspapper och som i sin tur kan delas in i *institutional* eller *retail prime funds*, beroende på om de riktar sig till institutionella placerare eller småsparare. Principen att NAV-kursen ska ligga stabilt på 1 US-dollar är enkel och praktisk för placerarna ur skatte-, och redovisningssynpunkt. Avkastningen på innehavet betalas ut i form av utdelningar och man behöver inte hålla reda på kapitalvinster och kapitalförluster.

⁴ Enligt e-postkorrespondens med Fredrik Pettersson på Fondbolagens förening.

⁵ En liten institutionell penningmarknadsfond – Community Bankers Money Fund – bröt igenom 1-dollargränsen 1994, men detta påverkade inte den finansiella stabiliteten.

upprätta placerarnas förtroende och stabiliteten i det globala finansiella systemet. Penningmarknadsfonderna ansågs vara systemviktiga eftersom de spelar en viktig roll som förmedlare av sparande och investeringar och är en finansieringskälla för kapitalmarknaderna.⁶ Den amerikanska regeringen ansåg att oron över att penningmarknadsfondernas NAV-kurser skulle falla till mindre än 1 US-dollar hade förvärrat det turbulenta läget på de globala finansmarknaderna genom att få vissa kortråntor att skjuta i höjden och orsaka ökad volatilitet på valutamarknaderna. Händelsen ledde även till stora likviditetspåfrestningar på världsmarknaderna. Europeiska banker, som hade haft en stark tillväxt i dollartillgångar, drabbades när möjligheterna att ta dollarlån krympte, vilket delvis berodde på problemen med de amerikanska penningmarknadsfonderna (Baba och Packer, 2009). I sitt pressmeddelande konstaterade det amerikanska finansministeriet att man var tvungen att ingripa för att minska risken för ökad global instabilitet.⁷

PENNINGMARKNADSFONDERNA I ISLAND KRASCHADE MED DET FINANSIELLA SYSTEMET

I Island var det inte penningmarknadsfonderna som var orsaken till krisen, men de drabbades hårt och förvärrade därmed krisen. Det isländska fallet är intressant av två skäl. För det första visar det att penningmarknadsfonder kan vara riskfyllda och göra stora förluster. För det andra pekar det på riskerna med alltför starka kopplingar mellan värdepappersfonder och de inhemska bankerna. De största penningmarknadsfonderna i Island, räknat i förvaltad kapital i isländska kronor, ägdes av Landsbankis, Kaupthings och Glitnirs fondbolag.⁸ I oktober 2008 tog den isländska staten över bankerna. Efter bankerna kollapsade stängdes penningmarknadsfonderna.

När det finansiella systemet i Island brakade samman drabbade detta alla stora isländska emittenter av räntebärande värdepapper, såväl finansiella institut som företag. Den 6 oktober 2008⁹ införde Island en undantagslag som gav banksättningar förtur framför andra fordringar. Innan den nya lagen antogs hade obligationer och certifikat samma för-

⁶ De amerikanska penningmarknadsfonderna var även viktiga för marknaden för tillgångssäkrade företagscertifikat, ABCP, vilket innebar att det fanns en koppling mellan fonderna och den reala ekonomin. Penningmarknadsfonderna drabbades emellertid inte av omfattande uttag i samband med den ABCP-kris som började i mitten av 2007 (stöd från garanterna spelade här en betydande roll).

⁷ Den amerikanska finansinspektionen, Securities and Exchange Commission (SEC), införde i januari 2010 nya regler för de amerikanska penningmarknadsfonderna, däribland nya likviditetskrav, hårdare krav på kreditkvalitet, nya upplysningskrav och nya förfaranden för en ordnad stängning av penningmarknadsfonder som bryter igenom 1-dollargränsen (McCabe och Palumbo, 2009).

⁸ De tre moderbankerna utgjorde 90 procent av det finansiella systemet i Island enligt Sedlabankis stabilitetsrapport 2008. Landsbankis penningmarknadsfond hette Peningabref ISK, Kaupthings fond hette Peningamarkadssjodur och Glitnirs fond hette Sjodur 9.

⁹ Islands lag nr 125/2008: <http://www.althingi.is/lagas/nuna/2008125.html>.

månsrätt som insättningar. Den nya lagen fick därför en negativ inverkan på penningmarknadsfondernas återvinningsgrad från värdepapper. För att skydda placerare i penningmarknadsfonder beslutade regeringen att de nu statsägda bankerna själva skulle lösa denna fråga och ha skyddet av placerarnas intressen som sitt viktigaste mål. Bankerna köpte då tillbaka värdepapper från penningmarknadsfonderna till ett värde av ca 83 miljarder isländska kronor innan de betalade sina placerare. Enligt Morgunbladid har 50 miljarder av detta belopp nu skrivits av (Juliusson, 2009).¹⁰ Penningmarknadsfonderna betalade tillbaka mellan 69 och 85 procent av värdet till sina placerare efter att ha sålt värdepapperen (Juliusson, 2009). Merparten av förlusterna gällde värdepapper utgivna av finansiella institut och företag (Sigfusdottir, 2008), trots att värdepapperen tycks ha köpts tillbaka till ett högre pris än de i slutändan var värda med tanke på avskrivningarna. Penningmarknadsfonderna fick stor uppmärksamhet i medierna i samband med att de stängdes, då det stod klart att de skulle göra förluster. Många småsparare hade inte helt insett risken med att placera i dessa fonder, eftersom de i marknadsföringen nära nog framstod som ett substitut till bankkonton med ungefär samma risk (SIC, 2010).

Två av de tre penningmarknadsfonderna redovisade ingen negativ avkastning innan de stängdes. Undantaget var Glitnirs penningmarknadsfond, vars avkastning sjönk när banken fick ett nödlån av staten ett par dagar innan systemet kollapsade. Stora utflöden till följd av negativ uppmärksamhet i medierna och problem i företag med koppling till Glitnir gjorde att man tvingades stänga fonden under tre dagar. Fonden öppnade därefter återigen under en kort period innan staten helt tog kontroll över moderbanken. Även de andra penningmarknadsfonderna upplevde utflöden av varierande omfattning under 2008. Utflödena var särskilt stora i samband med att staten beviljade ett nödlån till Glitnir (Sigfusdottir, 2008).

ISLÄNDSKA PENNINGMARKNADSFONDER DÅLIGT DIVERSIFIERADE OCH STARKT KOPPLADE TILL MODERBANKERNA

De isländska penningmarknadsfonderna hade i första hand placerat sitt kapital i inhemska värdepapper utgivna av finansiella institut och företag. Den penningmarknadsfond som ägdes av Landsbanki hade när den stängdes till exempel 60 procent av det investerade kapitalet exponerat mot finansiella institut¹¹ och 40 procent placerat i värdepapper utgivna av

¹⁰ Nya Landsbanki köpte tillbaka för 63 miljarder, nya Glitnir för 12,6 miljarder och nya Kaupthing för 7,8 miljarder isländska kronor. Återköpen baserades på den förväntade återvinningsgraden, men det rådde stor osäkerhet vid denna tidpunkt.

¹¹ Enligt Landsbankis uppgifter omfattade exponeringen mot finansiella institut både värdepapper och inlåning. Ett diagram över fondens utveckling visar att inlåning verkar ha utgjort ungefär hälften av exponeringen mot finansiella institut (Sigfusdottir, 2008).

företag (Sigfusdottir, 2008). Samtliga fonder hade dessutom placerat en stor andel i värdepapper med anknytning till det isländska banksystemet, som antingen hade emitterats direkt av finansiella institut, av företag med ägarandelar i de isländska bankerna eller till och med av bankernas stora gäldenärer. När Landsbankis och Kaupthings penningmarknadsfonder stängde hade de 41 procent respektive 21 procent av sitt kapital placerat i värdepapper som var kopplade till de egna moderbankerna (Gunnarsdottir, 2008). I Glitnirs fond Sjudur 9 var enligt fondens sista halvårsrapport 2008 46 procent av kapitalet placerat i värdepapper med anknytning till Glitnir.

Penningmarknadsfonderna hade även en del inlåning hos de egna moderbankerna. I Kaupthings fall uppgick inlåningen till exempel till omkring 66 procent av placeringarna när fonden stängdes, varav en stor del var hos Kaupthing (SIC, 2010).¹² Det står därför klart att de isländska penningmarknadsfonderna i viss utsträckning fungerade som finansieringskällor för sina respektive moderbanker. Den direkta tillgång till finansiering som penningmarknadsfonderna erbjöd var till stor nytta när de utländska upplåningsmarknaderna stängde för de isländska bankerna 2008. De tre största penningmarknadsfonderna förvaltade när de var som störst i slutet av 2007 ett kapital på 400 miljarder isländska kronor, vilket motsvarade omkring 30 procent av Islands BNP 2007. Hushållens inlåning hos de isländska bankerna uppgick samtidigt till 550 miljarder isländska kronor.¹³ Många hushåll använde i själva verket penningmarknadsfonderna istället för vanlig bankinlåning.

Penningmarknadsfonder anses ofta vara förknippade med mycket låg risk eftersom de ger en stabil avkastning. I Island var penningmarknadsfonderna dock exponerade för en betydande risk på grund av räntemarknadens begränsade storlek.¹⁴ Fonderna placerade i första hand i värdepapper utfärdade i isländska kronor. Placeringarna i statspapper var minimala, vilket uppgavs bero på det begränsade utbudet av statsobligationer på marknaden. Under normala förhållanden ska den här typen av fonder vara tillräckligt diversifierade för att kunna hantera förluster som beror på en emittent. Det är en helt annan sak om hela det finansiella systemet kollapsar. Då hjälper inte ens en hög grad av diversifiering. Trots att penningmarknadsfonderna hade placerat i de värdepapper som hade högst kreditbetyg på den isländska marknaden drabbades de av stora förluster. Det kan emellertid ändå hävdas att diversifieringen i fonderna

¹² Om man inte hade infört den undantagslag som innebar att insättningar fick förmånsrätt hade förlusterna i Kaupthings penningmarknadsfond blivit betydligt större eftersom en stor del av fondens innehav utgjordes av inlåning.

¹³ Enligt uppgifter från Islands centralbank.

¹⁴ 35 procent fick placeras hos en motpart och högst 20 procent hos alla övriga motparter (Kaupthing, 2008).

inte var tillräcklig och att den starka kopplingen till penningmarknadsfondernas moderbanker innebar stora risker.¹⁵

Vilken betydelse kan penningmarknadsfonder ha för den finansiella stabiliteten?

De kriser som drabbade penningmarknadsfonderna i USA och Island visar på vilka sätt penningmarknadsfonder kan vara av betydelse för den finansiella stabiliteten. Deras betydelse beskrivs mer ingående i detta avsnitt och diskuteras därefter vidare i nästa avsnitt med utgångspunkt i den svenska marknaden.

EFFEKTERNA AV VÄRDEMINSKNING KAN SPRIDA SIG

I det amerikanska fallet gjorde myndigheterna klart att ett av huvudskälen till att man garanterade värdet i penningmarknadsfonderna efter Lehman Brothers kollaps var risken för spridningseffekter som kunde leda till ökad global instabilitet. I det isländska fallet är det troligt att de statsägda bankerna köpte upp tillgångar för att undvika ytterligare finansiell instabilitet och minska placerarnas förluster. För att minimera paniken på marknaden underströk den isländska regeringen vid tidpunkten för systemkollapsen att alla insättningar skulle garanteras. Risken att problem i penningmarknadsfonder fortplantar sig till banksystemet ökar om det finns en stark koncentration till ett fåtal fonder och om fondmarknaden domineras av storbankernas investeringsfonder, såsom var fallet i Island.

PLACERARNAS FÖRVÄNTNINGAR PÅVERKAR FONDFLÖDNA

Placerarnas förväntningar kan påverka fondflödena i en finanskris. Det finns både småsparare (hushåll) och institutionella placerare. Om placerarna förväntar sig att penningmarknadsfonderna ska vara likvida och ha låg risk kan deras reaktion bli starkare om det uppstår problem än den annars skulle ha varit. Enligt Henriques (2008) var penningmarknadsfonderna i de amerikanska småspararnas ögon lika säkra som bankernas sparkonton. Detta tycks även ha varit fallet i Island.

¹⁵ I rapporten från Alltingets särskilda utredningskommission om de isländska bankernas kollaps finns ett kapitel om de isländska penningmarknadsfonderna. Kommissionens viktigaste slutsatser är att det fanns en alltför stark koppling mellan fonderna och moderbolagen i fråga om placeringsval och att fonderna och moderbankerna inte var tillräckligt åtskilda från varandra. Penningmarknadsfonderna växte mycket snabbt och blev för stora för den isländska värdepappersmarknaden eftersom utbudet av säkra och likvida värdepapper var begränsat. Man verkar ha satt moderbankens intresse före placerarnas intresse. I några fall fick placerarna inte rättvisande information om läget för deras placeringar, som ofta var sämre än vad som framgick av fondernas avkastning. Utflödena från fonderna under 2008 utreddes också och kommissionen har skäl att misstänka att vissa placerare (enskilda och företag med koppling till bankerna) fick bättre information än andra. Denna fråga har hänskjutits till den allmänna åklagaryrmyndigheten och finansinspektionen i Island för vidare utredning (SIC, 2010).

Det största utflödet från de isländska penningmarknadsfonderna inträffade efter det att Glitnirs penningmarknadsfond fått en del negativ uppmärksamhet i medierna. Sirri och Tufano (1998) har konstaterat att det finns ett direkt samband mellan flödena i amerikanska värdepappersfonder och den uppmärksamhet som fonderna just då får i medierna. Även Klibanoff, Lamont och Wizman (1998) har konstaterat att placerarna reagerar starkare på tidningsrubriker. Om medierna ger stort utrymme åt problem i värdepappersfonder kan detta alltså få en avsevärd inverkan på fondflödena. Enligt Davis och Stein (2009) finns det dessutom en större åsiktspridning bland hushållen än bland en grupp institutionella placerare. Detta stöds av det faktum att de största utflödena från de amerikanska penningmarknadsfonderna härrörde från institutionella placerare.

PRISPÅVERKAN KAN BLI STOR OM FONDERNA TVINGAS SÄLJA AV TILLGÅNGAR SNABBT

Finansiella värdepapper (till exempel säkerställda obligationer) och företagsobligationer blev mindre likvida under krisen, i synnerhet i samband med Lehman Brothers kollaps. Den lägre likviditeten märktes i en ökad spread mellan köp- och säljkurser samtidigt som priser och omsättning sjönk. Det var i själva verket svårt att hitta köpare till finansiella värdepapper och företagsobligationer som i normala fall skulle ha varit lätta att omsätta på marknaden.¹⁶ Placerarnas riskaversion ökade markant. Penningmarknadsfonderna hade tydliga likviditetsproblem i både Island och USA. Om fonderna är tvungna att sälja av värdepapper i ett sådant marknadsläge är det, såvida inte förvaltarna är villiga att realisera förluster, troligt att alla fonder blir tvungna att sälja samma likvida och (i relativa termer) mest rimligt prissatta värdepapper, till exempel statsobligationer.

SOM FINANSIERINGSKÄLLA FÖR SYSTEMVIKTIGA FINANSIELLA INSTITUT OCH MARKNADER

Penningmarknadsfonder kan vara en finansieringskälla för bankerna. Detta var särskilt tydligt i Island, där penningmarknadsfonderna hade en stor andel av sitt kapital placerat i värdepapper emitterade av inhemska banker och framför allt fondernas moderbanker. Om penningmarknadsfonderna köper en stor andel av de kortfristiga obligationer och företagscertifikat som emitteras av banker och andra systemviktiga institut blir de en viktig finansieringskälla för dessa aktörer. Och att dessa institut har en stadig tillgång till kortfristig finansiering är av avgörande betydelse för den finansiella stabiliteten.

¹⁶ Enligt samtal med fondförvaltare på de största svenska penningmarknadsfonderna.

Om penningmarknadsfonderna är de dominerande investeringarna inom ett visst segment av finansmarknaden kan deras problem få negativa konsekvenser som kan sprida sig i det finansiella systemet och på lång sikt även till den reala ekonomin. Ett exempel på detta är de amerikanska penningmarknadsfonderna som spelade en avgörande roll för marknaden för företagscertifikat. När de amerikanska penningmarknadsfonderna drabbades av förluster på grund av betalningsinställelser i samband med Lehman Brothers kollaps och på grund av stora uttag inte kunde fortsätta att investera i samma utsträckning som tidigare avstannade marknaden för företagscertifikat. Om detta hade fortsatt under en längre tid kunde det ha fått en negativ inverkan på finans- och företagssektorn och till sist även på den reala ekonomin. Det förekom även omfattande spridningseffekter från den amerikanska marknaden till de globala finansmarknaderna.

Kännetecken hos de svenska penningmarknadsfonderna som kan vara relevanta för deras inflytande på den finansiella stabiliteten

Det finns några faktorer som leder till en ökad risk för spridningseffekter från penningmarknadsfonderna till resten av det finansiella systemet (och i synnerhet bankerna). Vi ska här titta på tre faktorer mot bakgrund av de svenska penningmarknadsfonderna. Den första är om penningmarknadsfonderna förvaltar ett betydande kapital. Den andra är om det förvaltade kapitalet är koncentrerat till ett fåtal stora fonder. Och den tredje är om det finns viktiga kopplingar till systemviktiga banker.

RELATIVT LITE KAPITAL I SVENSKA PENNINGMARKNADSFONDER

Tabell 1 visar sammanfattande statistik för den svenska marknaden.¹⁷ Enligt Morningstar finns det 45 värdepappersfonder som klassificeras som penningmarknadsfonder som placerar i värdepapper utfärdade i svenska kronor. Det förvaltade kapitalet i dessa fonder uppgick till omkring 204 miljarder kronor i slutet av tredje kvartalet 2009, vilket är relativt lite. Enligt uppgifter från Fondbolagens förening utgör penningmarknadsfonderna ungefär 14 procent av den totala svenska värdepappersmarknaden, medan fonder som placerar i långa obligationer utgör omkring 11 procent.¹⁸

¹⁷ Omfattar fonder registrerade både i Sverige och utomlands.

¹⁸ Som jämförelse kan nämnas att det förvaltade kapitalet på den europeiska marknaden för penningmarknadsfonder uppgår till ungefär 1 000 miljarder euro (9 600 miljarder kronor), vilket motsvarar 21 procent av den totala europeiska fondmarknaden (EFAMA, 2010). Siffrorna gäller fondföretag (UCITS).

Tabell 1.**Sammanfattande statistik**

Tabellen visar sammanfattande statistik för svenska penningmarknadsfonder som placerar i svenska kronor. Den första kolumnen gäller alla fonderna i urvalet, de fyra efterföljande kolumnerna representerar fonder ägda av de fyra storbankernas fondbolag och den sista kolumnen alla övriga fondbolag. Uppgifterna hämtade från Morningstar den 30 september 2009.

	Alla	SHB	Nordea	SEB	Swedbank	Övriga
Antal fonder	45	2	7	5	5	26
Förvalt kapital (miljoner kronor)	204 232	21 476	60 428	33 865	48 680	39 783
Förvalt kapital, genomsnitt	4 538	10 738	8 633	6 773	9 736	1 530
Förvalt kapital, median	1 610	10 738	2 925	9 350	9 876	745
Förvalt kapital, högst	28 346	15 413	28 346	12 477	16 658	8 296
Förvalt kapital, lägst	121	6 063	273	361	1 809	121
Marknadsandel		11 %	30 %	17 %	24 %	19 %

DEN SVENSKA MARKNADEN ÄR STARKT KONCENTRERAD OCH DOMINERAS AV STORBANKERNA

Fonderna förvaltar i genomsnitt ett kapital på 4,5 miljarder kronor, men medianen är bara 1,6 miljarder kronor. Det finns alltså några stora fonder i urvalet, vilket framgår av det högsta värdet i tabell 1. I den största fonden uppgår det förvaltade kapitalet till 28 miljarder kronor. Den minsta fonden förvaltar bara 0,1 miljard kronor. Av de 45 fonderna förvaltas 19 av fondföretag som ägs av de fyra svenska storbankerna (Svenska Handelsbanken (SHB), SEB, Nordea och Swedbank). Detta motsvarar 42 procent av antalet fonder, men 81 procent av marknadsandelen räknat i kapital under förvaltning. Nordea har den största marknadsandelen (30 procent), följt av Swedbank (24 procent). SEB och SHB har en marknadsandel på 17 respektive 11 procent.

Tabell 2 visar kapital under förvaltning och andel i förhållande till det totala kapitalet under förvaltning i sju stora penningmarknadsfonder som placerade i svenska värdepapper i slutet av tredje kvartalet 2009. Den största fonden är Nordea Sekura som har en marknadsandel på 13 procent, följt av Swedbank Robur Svensk Likviditetsfond (med en marknadsandel på 9 procent). De sju fonderna har tillsammans en marknadsandel på 55 procent.

Tabell 2.**Sju stora svenska penningmarknadsfonder**

Uppgifterna kommer från Finansinspektionen, fondernas års- och halvårsrapporter och direkt från fondbolagen. (30 september 2009)

Fondens namn	Förvalt kapital (miljoner kronor)	% av förvalt kapital på marknaden
Nordea Sekura	27 280	13 %
Swedbank Robur Svensk Likviditetsfond	17 468	9 %
Swedbank Robur Penningmarknadsfond	16 322	8 %
Handelsbanken Lux Korträntefond	14 450	7 %
Nordea Institutionell Penningmarknadsfond	14 197	7 %
Nordea Likviditetsinvest	12 216	6 %
SEB Penningmarknadsfond SEK	10 382	5 %
Totalt	112 315	55 %

Den svenska marknaden för penningmarknadsfonder är med andra ord starkt koncentrerad eftersom mer än hälften av det förvaltade kapitalet finns hos sju av de största fonderna. Det innebär att det kan räcka att en eller ett par penningmarknadsfonder får problem för att det ska få mer långtgående följder för det finansiella systemet. Den finansiella stabiliteten kan då påverkas, i synnerhet om det sker i ett osäkert marknadsläge, såsom var fallet i Island.

Även det faktum att marknaden för kapital under förvaltning domineras av de fyra storbankerna har implikationer för den finansiella stabiliteten. Här rör det sig framför allt om att problem i penningmarknadsfonderna kan spridas till banksektorn. Det finns till exempel en risk att negativa rykten leder till att förtroendet för bankerna urholkas. Enligt Svenska Dagbladet (2009) kompenserade till exempel Swedbank Robur placerare i värdepappersfonder i Estland för att skydda både fondföretagets och moderbankens anseende. Om placerarna förlorar förtroendet för en viss banks fonder kan de ta ut sina pengar inte bara från fonderna utan också från banken. Inlåning är en viktig finansieringskälla för de svenska bankerna (Sveriges riksbank, 2009).

SMÅSPARARE STÖRSTA INVESTERARGRUPPEN

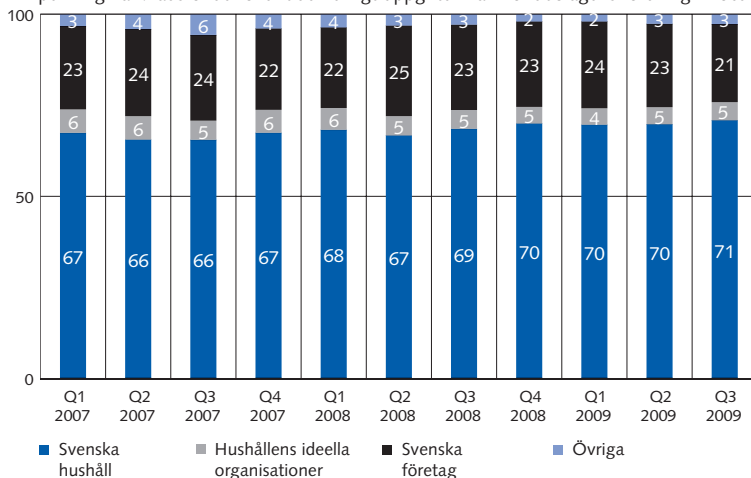
Att känna till vem som investerar i värdepappersfonder är viktigt ur stabilitetssynpunkt eftersom det visar vem som skulle drabbas av värdeminskningar i dessa fonder. Olika typer av placerare kan dessutom genom sitt beteende utlösa finansiell instabilitet.

Hushållen utgör den största investerarkategorin för de svenska penningmarknadsfonderna med en andel på i genomsnitt 68 procent¹⁹ mellan 2007 och 2009 (se diagram 1). Svenska företag har stadigt haft en andel på omkring 23 procent. Det faktum att hushållen utgör en betydande placerarkategori när det gäller dessa värdepappersfonder innebär att den genomsnittlige placeraren är relativt osofistikerad. Detta kan, som redan påpekats, få både positiva och negativa konsekvenser ur stabilitetssynpunkt. Småsparare påverkas mer av mediebevakningen kring fonderna, men brukar inte reagera lika starkt, snabbt och samordnat på marknadshändelser som institutionella placerare. Under diskussioner med vissa svenska fondförvaltare uppgav dessa att det under krisen främst var institutionella placerare som hade ställt frågor om marknadshändelsernas följder för penningmarknadsfonderna. Detta kan bero på att de svenska medierna inte ägnade denna fråga någon större uppmärksamhet och att småspararna därför inte hade tillgång till information. I en framtida krissituation kan läget dock vara ett annat.

¹⁹ Detta omfattar hushållens direktinvesteringar, individuella pensionssparande, premiepensionssparande och fondförsäkringar.

Diagram 1.
Placerarkategorier (aggregerade data)

Diagrammet visar olika placerarkategoriernas andelar (räknat i förvaltad kapital) i svenska penningmarknadsfonder över tiden enligt uppgifter från Fondbolagens förening. Procent.



VÄRDEPAPPER UTGIVNA AV FINANSIELLA INSTITUT DOMINERAR PORTFÖLJERNA

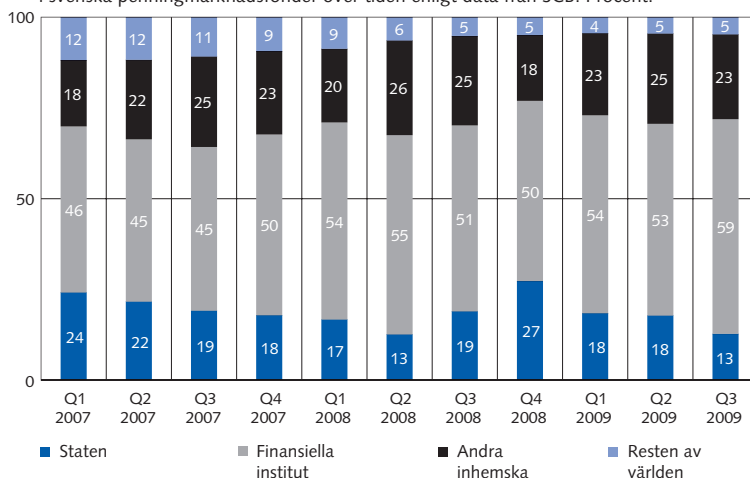
Ur stabilitetssynpunkt är det av intresse att veta vilka värdepapper dessa fonder placerar i, vad de kan bli tvungna att sälja i händelse av stora uttag och vilka marknadssegment som då kan påverkas.

Uppgifter på aggregerad nivå har hämtats från SCB.²⁰ Om man tittar på de komponenter som ingår i penningmarknadsfondernas samlade investeringar i diagram 2 utgör obligationer emitterade av finansiella institut den största komponenten, följd av värdepapper emitterade av företag. Andelen obligationer emitterade av finansiella institut ökade från 46 procent första kvartalet 2007 till 59 procent tredje kvartalet 2009. Denna ökning berodde sannolikt på tre faktorer: att utbudet av värdepapper var begränsat, att de gav en relativt sett högre avkastning jämfört med statskuldväxlar och att risken var låg tack vare de statliga garantiprogram som infördes i slutet av 2008. Ökningen kan emellertid få följder för den systematiska risk som fonder tar eftersom den leder till att diversifieringen mellan tillgångsklasser minskar.

²⁰ Uppgifterna omfattar endast fonder registrerade i Sverige.

Diagram 2.
Placeringar (aggregerade data)

Diagrammet visar placeringsskatternas andel (av det förvaltade kapitalet) i svenska penningmarknadsfonder över tiden enligt data från SCB. Procent.



Placeringarna i utländska värdepapper (utfärdade i svenska kronor) har minskat för varje period, från omkring 12 procent första kvartalet 2007 till 5 procent andra kvartalet 2009, vilket tyder på en ökad tendens att placera i inhemska värdepapper, så kallad "home bias". Värdepappersfonderna minskade förmodligen sina investeringar i utländska värdepapper utfärdade i svenska kronor på grund av den ökade osäkerheten kring emittenterna och på grund av dessa värdepappers dåliga utveckling under krisen. Fondförvaltare har i diskussioner uppgett att fonder som hade en geografiskt diversifierad portfölj (dvs. med utländska värdepapper) klarade sig sämre under krisen.

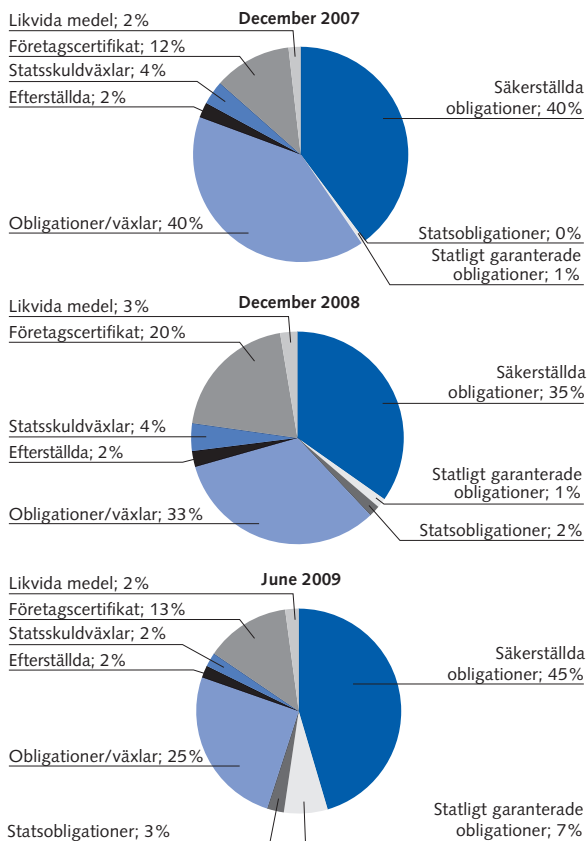
EN NÄRMARE TITT PÅ SJU STORA FONDERS INNEHAV

För att få en bättre uppfattning om hur placeringarna i svenska korta värdepappersfonder ser ut tittar vi på innehaven i sju stora penningmarknadsfonder vid tre tidpunkter: december 2007, december 2008 och juni 2009.

Diagram 3 visar de sju fondernas genomsnittliga exponering mot olika tillgångsklasser (baserat på nominella värden) vid dessa tre tidpunkter. Tillgångarna är indelade i säkerställda obligationer, obligationer som garanteras av staten, statsobligationer, icke-säkerställda obligationer, efterställda obligationer, statsskuldväxlar, företagscertifikat och likvida medel.²¹ Att de svenska penningmarknadsfonderna kan placera i vär-

²¹ Tillgångsklasser fastställda av Bloomberg med vissa revideringar. Icke-säkerställda obligationer omfattar Bloomberg-kategorierna *bonds, notes, senior unsecured, senior notes, unsecured, unsubordinated* och *company guaranteed*. Säkerställda obligationer, statligt garanterade obligationer och allmänna obligationer och växlar kan alla vara obligationer med rörlig ränta.

Diagram 3 Genomsnittliga exponeringar mot tillgångsklasser (7 fonder)
Nominella värden.



depapper med längre löptid (till skillnad från de amerikanska fonderna) beror på att de får ha en vägd genomsnittlig löptid på upp till ett år.

ANDELEN SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER ÖKADE UNDER KRISEN

Säkerställda och icke-säkerställda obligationer är de största tillgångsklasserna i portföljerna. I slutet av 2007 utgjorde de i genomsnitt 40 procent vardera av portföljerna. I juni 2009 hade den andel som placerades i icke-säkerställda obligationer minskat, medan den andel som placerades i säkerställda obligationer hade ökat till 45 procent. Detta kan tolkas som att förvaltarna minskade risken i sina portföljer under finanskrisen genom att öka andelen säkerställda obligationer i förhållande till vanliga obligationer. Det kan delvis även vara resultatet av att bankerna emitterade stora mängder säkerställda obligationer under denna period. Statsobligationer ökade från nästan ingenting till 3 procent och statligt garanterade obligationer ökade från 1 till 7 procent under samma period, vilket återigen visar på en ökad riskaversion. Företagscertifikat ökade vidare från 12 procent 2007 till

20 procent 2008. Enligt fondförvaltare stängde marknaden för företagscertifikat under en tid efter Lehman Brothers kollaps. Det blev svårt att sälja företagscertifikat på andrahandsmarknaden, vilket innebar att dessa papper blev mindre likvida.²² Detta innebar i sin tur att det blev svårare för emittenter av företagscertifikat att hitta köpare.

ANDELEN OBLIGATIONER MED RÖRLIG RÄNTA ÄR STOR

Obligationer med rörlig ränta (floating rate notes eller FRNs)²³ utgör en stor del av obligationerna i portföljerna. För den största fonden, Nordea Sekura, var till exempel omkring 74 procent av det förvaltade kapitalet placerat i FRNs under första halvåret 2009. Räntan på FRNs förändras med korta intervaller (till exempel var tredje månad). Det innebär att ränterisken fortfarande är låg, men eftersom det finns en kreditriskepremie är avkastningen högre än för värdepapper med kortare löptid. Den längre löptiden för FRNs påverkar inte portföljens känslighet för ränteförändringar i någon större utsträckning. Om en portfölj domineras av FRNs kan det emellertid ha implikationer för portföljens likviditetsrisk, i synnerhet om kreditrisken ökar kraftigt i samband med en finanskris.

INGEN STARK TYNGDPUNKT PÅ PLACERINGAR I MODERBANKENS VÄRDEPAPPER

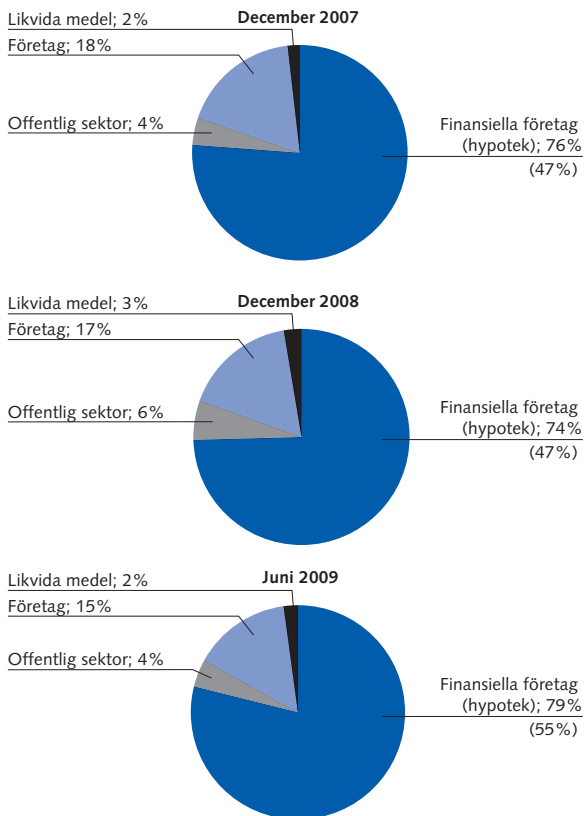
I diagram 4 delas de sju största fondernas innehav in i exponering mot emittenter. Emittenterna är indelade i finansiella institut (inklusive hypotek och fastighetsbolag), offentlig sektor, företag och likvida medel. De slutsatser som kan dras av SCB:s aggregerade statistik bekräftas här eftersom finansiella institut emitterar den absoluta merparten av värdepapperen i portföljerna, mellan 74 och 79 procent under perioden. Andelen värdepapper emitterade av hypotek (inklusive företagscertifikat, säkerställda och icke säkerställda obligationer) ökade under perioden. I slutet av 2007 placerades 47 procent av portföljen i värdepapper från hypotek. I juni 2009 hade denna siffra stigit till 55 procent.

Tabell 3 visar de fem största exponeringarna fördelat på emittenter i var och en av de sju fonderna vid de tre tidpunkterna. De största exponeringarna är i allmänhet mot hypotek, vilket bekräftar tidigare slutsatser. I alla fonder utom en (SHB Korräntefond) är en av de fem största exponeringarna vid samtliga tre tidpunkter mot Stadshypotek, som är ett dotterbolag till Svenska Handelsbanken. Detta är en följd av att Stadshypotek är

²² Under denna period blev alla värdepapper med kreditrisk svårare att sälja. Marknaden för företagscertifikat är ett exempel (särskilt emissioner av finansiella institut och företag). Andra exempel är obligationer utgivna av finansiella institut och företag och strukturerade produkter.

²³ Obligationer med rörlig ränta (FRNs) emitteras av alla typer av institut och kan vara säkerställda obligationer, statligt garanterade obligationer, icke-säkerställda obligationer etc.

Diagram 4
Genomsnittliga exponeringar mot typ av emittent (7 fonder)
 Nominella värden.



en av de största emittenterna på den svenska marknaden för säkerställda obligationer. Att den största exponeringen från 2007 till 2009 var mot Statshypotek visar att detta anses vara en bra investering även i turbulenta tider, eftersom en finanskris normalt utlöser en "flykt till kvalitet", dvs. till relativt säkrare placeringar. Den största exponeringen är mellan 8 och 24 procent, vilket visar att det finns en del skillnader i fondernas diversifiering mellan olika motparter. Det finns dessutom ingen stark tyngdpunkt på placeringar i moderbankens värdepapper, som var fallet i de isländska fonderna. Den genomsnittliga exponeringen mot värdepapper emitterade av moderbanken är 11 procent för de svenska fonderna (motsvarande siffra för de isländska bankerna var omkring 36 procent).²⁴

²⁴ Detta är minus inlåning. Om inlåning inkluderas ökar exponeringen väsentligt för de isländska fonderna eftersom vissa fonder har stora placeringar i bankinlåning.

Tabell 3.

De största exponeringarna fördelat på emittenter

Uppgifterna kommer från Finansinspektionen, fondernas års- och halvårsrapporter och direkt från fondbolagen. Nominella värden.

Fond	December 2007		December 2008		Juni 2009	
	Emittent	Andel	Emittent	Andel	Emittent	Andel
Nordea Sekura	Stadshypotek	13 %	Stadshypotek	9 %	Stadshypotek	11 %
	Spintab	10 %	Landshypotek	8 %	SBAB	9 %
	Landshypotek	7 %	Swedbank	6 %	Landshypotek	8 %
	Nordea Hypotek	6 %	Nordea	6 %	Swedbank	7 %
	Nordea	5 %	DnB Nor	6 %	Nordea Hypotek	6 %
Swedbank Likviditetsfond	Nordea Hypotek	23 %	Stadshypotek	23 %	Stadshypotek	24 %
	Stadshypotek	12 %	Svenska staten	15 %	Nordea Hypotek	15 %
	Swedbank Hypotek	9 %	SEB	8 %	Swedbank Hypotek	15 %
	Swedbank	6 %	Nordea Hypotek	7 %	SBAB	9 %
	SBAB	6 %	Swedbank Hypotek	6 %	Landshypotek	7 %
SHB Lux.	Svenska staten	16 %	Svenska staten	13 %	Länsförsäk.Hypotek	8 %
	Nordbanken					
Korträntefond	Hypotek	6 %	Stadshypotek	10 %	Swedish Covered	5 %
	Sandvik	4 %	Kontanter	6 %	Handelsbanken	4 %
	Vasakronan	3 %	Swedish Covered	6 %	Landshypotek	4 %
	General Electric	3 %	Länsförsäkringar	5 %	Volvo	4 %
Nordea Inst. Penn.	Stadshypotek	15 %	Nordea Hypotek	22 %	Stadshypotek	24 %
	Nordea Hypotek	14 %	Stadshypotek	17 %	Nordea Hypotek	15 %
	SEB Bolån	9 %	Spintab	11 %	Svenska staten	9 %
	Spintab	8 %	SBAB	9 %	Länsförsäk. Hypotek	8 %
	Svenska staten	6 %	SEB Bolån	5 %	SBAB	7 %
Swedbank Penn.	Nordea Hypotek	24 %	Stadshypotek	24 %	Stadshypotek	23 %
	Stadshypotek	14 %	Swedbank hypotek	13 %	Swedbank hypotek	15 %
	Swedbank Hypotek	9 %	SEB	8 %	Nordea hypotek	14 %
	Swedbank	6 %	Landshypotek	8 %	Landshypotek	7 %
	Swedish Covered	6 %	Svenska staten	7 %	SBAB	7 %
Nordea Livv.	Stadshypotek	10 %	SBAB	10 %	Stadshypotek	14 %
	Volvo	8 %	Stadshypotek	10 %	SBAB	12 %
	Landshypotek	7 %	Swedbank	8 %	Swedbank	9 %
	SBAB	7 %	SEB	8 %	Landshypotek	7 %
	Spintab	6 %	Landshypotek	7 %	Länsförsäk. Hypotek	6 %
SEB Penn.	Stadshypotek	21 %	Stadshypotek	22 %	Stadshypotek	23 %
	SEB	20 %	Swedbank Hypotek	15 %	Swedbank Hypotek	12 %
	Swedbank Hypotek	8 %	Nordea Hypotek	8 %	Nordea Hypotek	8 %
	Nordea Hypotek	8 %	SBAB	5 %	SBAB	7 %
	Swedish Covered	5 %	Svenska staten	3 %	Kontanter	5 %

ANDELEN KORSINVESTERINGAR HAR MINSKAT UNDER KRISEN

Tabell 4 visar i detalj korsinvesteringarna mellan fonderna, dvs. hur mycket av en fonds kapital som är placerat i exakt samma värdepapper som en annan fonds. Om fonderna i stor utsträckning placerar i samma värdepapper ökar de systematiska riskerna och den potentiella marknadspåverkan om fonderna blir tvungna att sälja av värdepapper. Det är dock naturligt att det förekommer en del korsinvesteringar eftersom den svenska marknaden är relativt liten och urvalet av värdepapper är begränsat, en begränsning som beror på att fonderna placerar i värdepapper utfärdade i svenska kronor.

Eftersom Nordea Sekura är den största fonden kan övriga fonder förväntas ha flest korsinvesteringar med denna fond. Korsinvesteringarna med Sekura var emellertid betydligt fler 2007 (i genomsnitt 73 procent)

Tabell 4.

Fondernas korsinvesteringar

Tabellen visar korsinvesteringar mellan enskilda fonder på grundval av placeringar i identiska värdepapper. Fonden på den lodräta axeln har närmare bestämt x % av sitt nominella värde placerat i samma värdepapper som fonden på den vågräta axeln. Nominella värden.

31 december 2007

	SEB Penningm	SHB Kortränte	Nordea Sekura	Nordea Likviditet	Nordea Instit Penn	Swedbank Sv Likvid	Swedbank Penningm
SEB Penn.		63 %	70 %	49 %	65 %	13 %	12 %
SHB Kortränte	16 %		37 %	18 %	20 %	29 %	27 %
Nordea Sekura	68 %	75 %		91 %	51 %	86 %	82 %
Nordea Likviditet.	41 %	31 %	84 %		34 %	17 %	17 %
Nordea Instit. Penn.	61 %	68 %	67 %	59 %		25 %	25 %
Swedbank Sv. Likvid.	20 %	38 %	98 %	17 %	15 %		86 %
Swedbank Penn.	18 %	38 %	83 %	17 %	15 %	82 %	

31 december 2008

	SEB Penningm	SHB Kortränte	Nordea Sekura	Nordea Likviditet	Nordea Instit Penn	Swedbank Sv Likvid	Swedbank Penningm
SEB Penn.		16 %	38 %	36 %	53 %	34 %	38 %
SHB Kortränte	10 %		11 %	10 %	5 %	16 %	21 %
Nordea Sekura	31 %	10 %		67 %	32 %	24 %	28 %
Nordea Likviditet.	25 %	11 %	84 %		33 %	20 %	26 %
Nordea Instit. Penn.	18 %	7 %	22 %	19 %		16 %	19 %
Swedbank Sv. Likvid.	32 %	11 %	34 %	34 %	29 %		83 %
Swedbank Penn.	29 %	9 %	32 %	32 %	31 %	75 %	

30 juni 2009

	SEB Penningm	SHB Kortränte	Nordea Sekura	Nordea Likviditet	Nordea Instit Penn	Swedbank Sv Likvid	Swedbank Penningm
SEB Penn.		26 %	54 %	52 %	50 %	38 %	41 %
SHB Kortränte	15 %		9 %	9 %	9 %	4 %	4 %
Nordea Sekura	20 %	10 %		68 %	49 %	28 %	30 %
Nordea Likviditet.	23 %	8 %	83 %		48 %	27 %	27 %
Nordea Instit. Penn.	36 %	16 %	70 %	60 %		41 %	41 %
Swedbank Sv. Likvid.	26 %	10 %	37 %	35 %	35 %		98 %
Swedbank Penn.	23 %	7 %	31 %	30 %	29 %	86 %	

än 2008 (37 procent) och 2009 (47 procent). Samma trend kan noteras mellan de övriga fonderna.

DE SVENSKA FONDERNA ÄGER INTE STORA ANDELAR AV OBLIGATIONERNAS UTESTÅENDE BELOPP

En annan faktor som man måste ta hänsyn till är hur mycket fonderna äger av varje värdepapper. Om de till exempel äger mycket av ett värdepapper påverkas likviditeten och det blir svårare att sälja det på marknaden om det skulle bli nödvändigt. Enligt en uppskattning baserad på data

från Bloomberg i juni 2009 ägde fonderna i genomsnitt 15 procent²⁵ av obligationernas utestående belopp. Detta visar att de svenska fonderna i allmänhet inte äger stora belopp i enskilda obligationer. Det var fallet i Island där fonderna i några fall till och med ägde hela beloppet, vilket allvarligt påverkade obligationernas likviditet (SIC, 2010).

ÖVERVIKT MOT NATIONELLA VÄRDEPAPPER KAN MEDFÖRA EN HÖGRE RISK I FRAMTIDEN

Medan färre korsinvesteringar mellan fonderna är positivt för den finansiella stabiliteten och penningmarknadsfondernas potentiella marknadspåverkan är det dåliga nyheter att diversifieringen i portföljerna har minskat under finanskrisen. Andelen säkerställda obligationer har ökat, vilket har gjort fonderna mer beroende av denna marknad. Det finns dessutom en mindre spridning bland emittenterna och en ökad preferens för nationella värdepapper. Det är i regel alltid bättre att ha en mer diversifierad portfölj. I det exceptionella fall som den senaste finanskrisen utgjorde var det dock, ur fondförvaltarnas perspektiv, negativt att ha en högre grad av diversifiering. I en finanskris ökar nämligen korrelationen mellan tillgångarna, vilket gör att de positiva effekterna av diversifieringen minskar. Adrian och Shin (2008) har dessutom påpekat att när det finns en hög grad av diversifiering i det finansiella systemet, kan en liten störning förstärkas via marknadspriserna. Det är därmed naturligt att innehaven i nationella värdepapper i fondförvaltarnas portföljer ökade, eftersom fonder som diversifierade sin portfölj med utländska värdepapper straffades under krisen. Ur stabilitetssynpunkt kan en övervikt mot nationella värdepapper dock medföra en högre risk för det svenska finansiella systemet om det i framtiden skulle uppstå problem på de inhemska marknaderna.

SVENSKA PENNINGMARKNADSFONDER MINDRE VIKTIGA FÖR BANKERNAS FINANSIERING

För att fonderna ska vara en viktig finansieringskälla för de svenska bankerna måste en betydande del av bankernas utestående obligationer innehas av penningmarknadsfonderna. Eftersom uppgifter om detta inte är lätta att utläsa ur statistiken använder vi en grov uppskattning. Enligt SCB emitterade svenska finansiella institut (banker, hypotek etc.) värdepapper (både lång- och kortfristiga) utfärdade i svenska kronor till ett värde av 1 509 miljarder kronor andra kvartalet 2009²⁶, vilket utgjorde 24

²⁵ Observera att detta endast är en grov uppskattning eftersom Bloomberg hade information om de flesta, men inte alla, värdepapper. Företagscertifikat ingår dessutom inte eftersom Bloomberg inte har någon information om dessa (företagscertifikat utgjorde i juni 2009 13 procent av portföljerna).

²⁶ Omfattar inte dotterbolag.

procent av bankernas totala räntebärande finansiering (Blomberg, 2009). Eftersom penningmarknadsfonderna vid denna tidpunkt förvaltade ett kapital på 204 miljarder kronor och i genomsnitt 79 procent av detta var placerat i värdepapper utgivna av finansiella institut borde bara en liten del av institutens värdepappersfinansiering kunna komma från korta penningmarknadsfonder.

Enligt SCB:s finansmarknadsstatistik uppgick vidare in- och upplåningen från svenska hushåll och icke-finansiella företag till 1 792 miljarder kronor andra kvartalet 2009, vilket utgjorde 29 procent av bankernas totala räntebärande upplåning (Blomberg, 2009). Av dessa 1 792 miljarder kronor uppgick inlåningen från hushåll under samma period till 767 miljarder kronor (eller 43 procent av denna finansiering). Om småsparare förlorar förtroendet för en viss banks fonder och tar ut sina pengar, inte bara från fonden utan också från bankkonton, kan detta alltså påverka den berörda banken.

PENNINGMARKNADSFONDERNA HAR BETYDELSE FÖR DELMARKNADER

Om vi särskilt tittar på marknaden för säkerställda obligationer finner vi att de största fonderna i genomsnitt placerar 45 procent av sina portföljer i säkerställda obligationer. Om man antar att andelen i genomsnitt är densamma för alla svenska penningmarknadsfonder skulle fonderna ha omkring 8 procent av alla utestående säkerställda obligationer denominerade i svenska kronor²⁷. Riksbanken uppskattar den svenska marknaden för företagscertifikat till omkring 100 miljarder kronor. Utifrån samma antaganden innebär detta att penningmarknadsfonderna skulle inneha omkring 12 procent av de utestående företagscertifikaten. Detta tal är visserligen inte skyhögt, men det är heller inte helt obetydligt.

Det är emellertid inte bara hur mycket kapital som har placerats som spelar roll utan också hur rörligt detta kapital är. Erfarenheterna på den svenska marknaden för säkerställda obligationer 2008 visar att snabba uttag kraftigt kan påverka marknadens stabilitet. Detta visade sig efter Lehman Brothers kollaps då många utländska investerare snabbt ville sälja av sina innehav av svenska säkerställda obligationer och marknadsgaranterna fick problem att hantera de stora volymerna av säljorder, vilket orsakade stopp i handeln. Problemen på marknaden för säkerställda obligationer minskade när Riksgälden i mitten av september 2008 började emittera stora extra volymer statskuldväxlar för att möta den ökade efterfrågan på dessa kortfristiga värdepapper. Pengarna från de extra auktionerna placerades i omvända repor med säkerställda obligationer som säkerhet. De utländska

²⁷ Uppskattningen av storleken på marknaden för säkerställda obligationer kommer från ASCB:s (Association of Swedish Covered Bond issuers) webbplats.

investerarna minskade under 2008 sina innehav av svenska säkerställda obligationer med omkring 100 miljarder kronor jämfört med 2007. Även om detta bara utgjorde omkring 7 procent av marknaden för säkerställda obligationer fick utflödet en väsentlig effekt eftersom det ägde rum så snabbt.

Hur mycket liknar situationen i Sverige den i USA och Island?

FÅ LIKHETER MED DEN AMERIKANSKA MARKNADEN

De amerikanska penningmarknadsfonderna skiljer sig avsevärt från de svenska penningmarknadsfonderna. För det första är den vägda genomsnittliga löptiden i de amerikanska penningmarknadsfondernas portföljer som sagt begränsad till 90 dagar. I Sverige finns det ingen sådan fastställd regel. SCB:s definition av penningmarknadsfonder är att den vägda genomsnittliga löptiden i deras portföljer är högst 397 dagar.²⁸ Det är följaktligen inte enkelt att göra en direkt jämförelse mellan de svenska och de amerikanska fonderna. En begränsning av löptiden i penningmarknadsfonder bör ha en positiv effekt på den finansiella stabiliteten. Eftersom de svenska penningmarknadsfonderna kan investera i både företagscertifikat och långa obligationer (till exempel säkerställda obligationer) kan de påverka båda dessa marknader om de skulle bli tvungna att sälja av värdepapper. Problemen i de amerikanska fonderna påverkade främst penningmarknaden.

För det andra finns det skillnader när det gäller fondernas potentiella påverkan på marknaden. Penningmarknadsfonderna svarar för 30 procent av den amerikanska fondmarknaden jämfört med omkring 15 procent för penningmarknadsfonderna i Sverige. Institutionella ägare spelar en stor roll i de amerikanska penningmarknadsfonderna.²⁹ Amerikanska Investment Company Institute uppskattar att 80 procent av de amerikanska företagen använder penningmarknadsfonder för sin likviditetshantering. Det finns inga motsvarande siffror för Sverige, men bara omkring 23 procent av investerarna i svenska penningmarknadsfonder är företag.

För det tredje var de amerikanska penningmarknadsfonderna viktiga för marknaden för tillgångssäkrade företagscertifikat, ABCP, och problem i penningmarknadsfonderna hade därför en direkt inverkan på den reala ekonomin. I Sverige har penningmarknadsfonderna inte placerat i strukturerade produkter, men de säkerställda obligationerna har en koppling till den svenska bostadsmarknaden.

Slutligen finns det skillnader även i resultatrapporteringen. I det amerikanska systemet utgör 1 US-dollar en lägsta gräns och det är där-

²⁸ Enligt e-postkorrespondens med Johannes Holmberg på SCB.

²⁹ Enligt e-postkorrespondens med Fredrik Pettersson på Fondbolagens förening.

med sannolikt att det får allvarligare konsekvenser i USA än i Sverige om fonder uppvisar ett negativt resultat. I USA har fondernas garantier skjutit till ekonomiskt stöd när NAV-kursen har riskerat att sjunka till långt under 1 US-dollar, trots att det inte finns något officiell garanti för att värdet alltid ska ligga över 1 US-dollar.³⁰ De svenska penningmarknadsfonderna kan däremot både stiga och sjunka i värde, vilket de flesta placerare är medvetna om, även om de under normala förhållanden har haft en stadig positiv avkastning. De svenska fonderna är däremot mer känsliga för ränteförändringar än de amerikanska fonderna eftersom de kan innehålla värdepapper med längre löptid.

DESTO FLER LIKHETER MED DEN ISLÄNSKA MARKNADEN

Om det finns få likheter mellan de svenska och de amerikanska fonderna finns det däremot flera likheter mellan de svenska och de isländska fonderna. De isländska penningmarknadsfonderna liknade de svenska penningmarknadsfonderna i fråga om definition, investeringar, avkastning och det syfte de tjänar för placerarna.

Precis som i Sverige saknas det idag en tydlig definition av penningmarknadsfonder i Island. Det är upp till fonderna själva att bestämma sin genomsnittliga löptid och i båda länderna brukar penningmarknadsfonder definieras som att de har en genomsnittlig löptid på högst ett år. Trots att det inte finns några exakta uppgifter om placerarna i de isländska penningmarknadsfonderna var en stor andel hushåll, precis som i Sverige. De isländska fonderna utgjorde heller inget viktigt verktyg för företagens likviditetshantering, vilket var fallet i USA.

I Sverige och Island var utbudet av statsobligationer (dvs. obligationer utfärdade i den nationella valutan) litet, varför fonderna mestadels bestod av värdepapper utgivna av finansiella institut och företag, även om likvida medel ökade i de isländska fonderna under perioden före systemets kollaps. Den svenska obligationsmarknaden, där säkerställda obligationer spelar en stor roll, är å andra sidan större än den isländska obligationsmarknaden. Det finns därför bättre möjligheter till diversifiering på den svenska marknaden, även om båda dessa marknader fortfarande är små jämfört med den amerikanska marknaden.

De svenska penningmarknadsfondernas investeringar är på grund av ägarförhållandena dessutom nära kopplade till de svenska storbankerna, vilket även var fallet i Island. De svenska fonderna har emellertid inte samma starka tyngdpunkt på placeringar i moderbankens värdepapper som de isländska fonderna. En annan viktig faktor är att Sverige är ett

³⁰ Eftersom löptiden i amerikanska penningmarknadsfonder är kort (90 dagar) är volatiliteten i fonderna låg, varför stödet för det mesta inte innebär någon större risk för fondernas garantier.

större land än Island och att dess banksektor inte är lika stor i förhållande till BNP som den isländska banksektorn var före kollapsen. Mycket tack vare den noggranna regleringen av finansmarknaderna (inklusive penningmarknadsfonderna) och erfarenheterna av den nationella bankkrisen på 1990-talet var Sverige dessutom bättre rustat för krisen än Island.

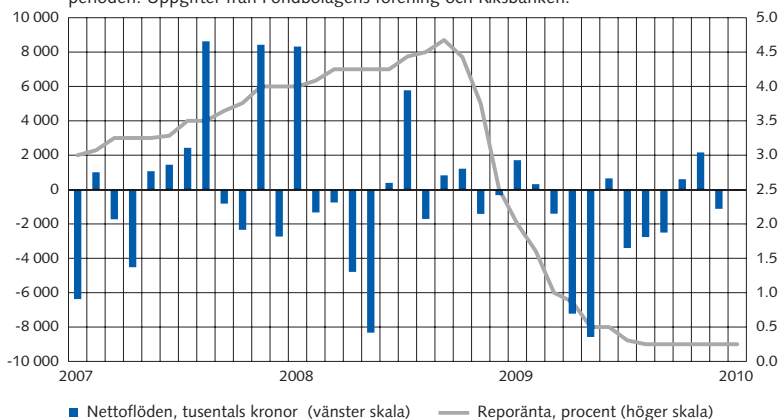
Hur påverkade den senaste finanskrisen de svenska penningmarknadsfonderna?

DE SVENSKA PENNINGMARKNADSFONDERNA DRABBADES INTE AV STORA UTTAG

Diagram 5 visar nettokapitalflödena till penningmarknadsfonder per månad från 2007 till 2009. Diagrammet visar också reporäntan (månads-genomsnitt) som en indikation på den allmänna räntenivån. Det största inflödet till penningmarknadsfonderna ägde rum i augusti 2007 och uppgick till 8,6 miljarder kronor. Under denna månad var utflödena från aktiefonderna betydande. Detta hade ett direkt samband med början av subprimekrisen, en likviditetskris som kom att övergå i en recession. I en finanskris föredrar placerarna mer likvida och mindre riskfyllda innehav och vänder sig därför till penningmarknadsfonder.

Diagram 5.
Månadsflöden, netto

Diagrammet visar nettomånadsflöden till svenska penningmarknadsfonder från januari 2007 till januari 2010. Det visar också reporäntan (månads-genomsnitt) under perioden. Uppgifter från Fondbolagens förening och Riksbanken.



Penningmarknadsfonderna visade sig emellertid vara mer riskabla än man tidigare hade trott. Lehman Brothers kollaps förändrade helt risktendenserna på marknaden. De svenska penningmarknadsfonderna drabbades i och för sig inte av någon uttagsanstormning efter Lehman Brothers kollaps. Däremot ökade försäljningen och uttagen från fonderna snabbt även om nettoflödet av kapital var positivt. Detta gjorde att fonderna

hamnade under hård press, i synnerhet det fåtal som hade värdepapper emitterade av Lehman Brothers. Vissa förvaltare placerade förmodligen i dessa värdepapper för att de hade ett relativt högt kreditbetyg och en hög avkastning före konkursen och för att man ansåg det vara osannolikt att myndigheterna skulle låta investmentbanken gå omkull. Detta visade sig emellertid vara fel.

LIKVIDITETEN MINSKADE PÅ DEN SVENSKA MARKNADEN

Likviditeten sinade också på den svenska obligationsmarknaden under ett par dagar efter Lehman Brothers kollaps. Detta bekräftas av att spreaden mellan köp- och säljkurser för säkerställda obligationer på den svenska marknaden ökade mycket kraftigt under dessa dagar (vilket illustreras av uppgifterna om en stor emission av en benchmarkobligation i diagram 6). Likviditet är avgörande för penningmarknadsfonderna eftersom de måste kunna betala ut inlösta fondandelar samma dag. Enligt statistik som samlats in av Riksbanken fanns det emellertid fortfarande en viss omsättning på den svenska marknaden för säkerställda obligationer, vilket tyder på att det fanns placerare som var villiga (eller tvungna) att handla under dessa dagar av akut stress (se diagram 7).

Penningmarknadsfonder kan i ett läge med omfattande uttag och låg likviditet på marknaderna vända sig till repomarknaden för att få tillgång till kontanta medel. De värdepapper som fonderna placerar i används ofta på repomarknaden. Det var därför viktigt att repomarknaden i Sverige fortsatte att fungera under hela finanskrisen, även om det blev svårare att

Diagram 6.
Spread mellan köp- och säljkurs för en svensk säkerställd obligation
 Diagrammet visar spreaden mellan köp- och säljkurs i räntepunkter för den 6-åriga säkerställda benchmarkobligationen Stadshypotek, med kupong 6 % och med förfall den 16 december 2009 enligt Bloomberg.

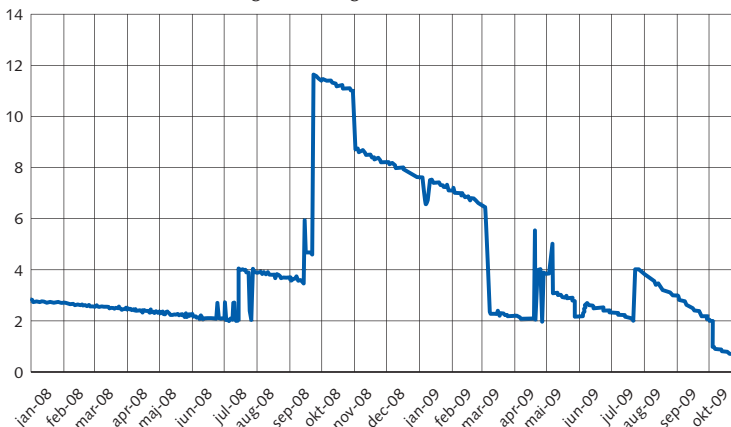
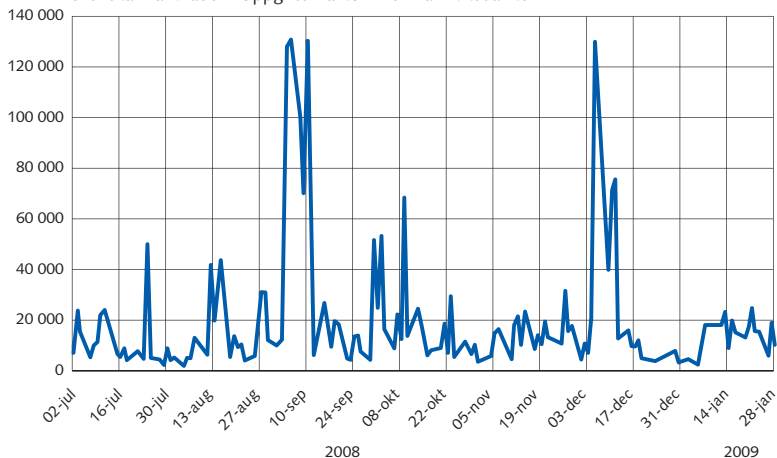


Diagram 7.

Omsättning säkerställda obligationer

Diagrammet visar omsättningen (miljoner kronor) av säkerställda obligationer på den svenska marknaden. Uppgifterna kommer från Riksbanken.



använda säkerheter med högre risk i repoavtalen.

De svenska penningmarknadsfonderna kunde som tur var hantera uttagen under krisens mest akuta fas. Trots att det förekom en del uppmärksamhet i medierna³¹ om situationen efter Lehman Brothers kollaps höll sig utflödena på måttliga nivåer.

FRAMTIDA REGLERINGAR KAN PÅVERKA

I framtiden kan den nya reglering som har föreslagits för bankerna i Europa påverka de svenska penningmarknadsfonderna. Om bankerna tvingas förlänga sin finansiering och inrikta sig på att utfärda värdepapper med längre löptid kan det leda till att marknaden för penningmarknadens värdepapper krymper. Detta skulle försämra penningmarknadsfondernas placeringsmöjligheter.

Slutsatser

Vi finner att det finns likheter mellan de svenska och de isländska penningmarknadsfonderna, men få likheter med de amerikanska fonderna.

BRIST PÅ DIVERSIFIERING SKAPAR RISKER

I Sverige placerar penningmarknadsfonderna i genomsnitt nästan 60 procent av sitt kapital i värdepapper utgivna av finansiella institut (mot-svarande siffra för de sju stora fonderna är 79 procent). Denna brist på diversifiering kan få följder för den systematiska risk som fonderna tar, vilket de isländska erfarenheterna har visat.

³¹ Se till exempel E24 (2008).

Medan färre korsinvesteringar mellan fonderna är positivt för den finansiella stabiliteten och penningmarknadsfondernas påverkan på marknaden är det dåliga nyheter att diversifieringen i portföljerna har minskat under finanskrisen. Andelen säkerställda obligationer har ökat, vilket har gjort fonderna mer beroende av denna marknad. Det finns dessutom en ökad preferens för inhemska värdepapper. Trots att det skulle ha varit positivt med mindre diversifiering under denna kris, eftersom problemen var mindre på den svenska marknaden än i till exempel USA, innebär mindre diversifiering samtidigt en ökad systematisk risk i de svenska penningmarknadsfonderna. Om det skulle uppstå problem i Sverige skulle fonderna därför drabbas hårdare.

DE SVENSKA FONDERNA HANTERADE EFFEKTERNA AV LEHMAN BROTHERS KOLLAPS

Likviditeten sinade på obligationsmarknaden efter Lehman Brothers kollaps. Likviditet är avgörande för penningmarknadsfonderna eftersom de måste kunna betala ut inlösta fondandelar samma dag. Det var därför viktigt att repomarknaden i Sverige fortsatte att fungera under hela finanskrisen. De svenska penningmarknadsfonderna kunde som tur var hantera uttag under krisens mest akuta fas. Trots att det förekom en del uppmärksamhet i svenska medier om situationen efter Lehman Brothers kollaps höll sig utflödena på måttliga nivåer.

FONDERNA KAN PÅVERKA SYSTEMET GENOM SPRIDNINGSEFFEKTER

Efter att ha tittat på de risker som är knutna till de svenska penningmarknadsfonderna finner vi inte att fonderna i sig utgör en stor systemrisk. Fonderna är emellertid tillräckligt stora och sammankopplade med det finansiella systemet för att kunna förvärra en redan bräcklig situation. Det var detta som skedde i både Island och USA. Vi finner dock att de svenska penningmarknadsfonderna inte i sig har någon större systemvikt i egenskap av finansieringskälla för de svenska bankerna eftersom de är relativt små. Det är mer sannolikt att fonderna kan påverka systemet genom spridningseffekter till bankerna, i synnerhet om marknaden redan präglas av stor osäkerhet och riskaversion. Penningmarknadsfonderna har därför en större betydelse för vissa delar av finansmarknaden, såsom marknaden för företagscertifikat och säkerställda obligationer.

Referenser

- Adrian, T. och Shin, H. S., (2008). "Liquidity and financial contagion", *Banque de France, Financial Stability Review* – särskild utgåva om likviditet, nr 11, februari.
- Baba, N., McCauley, R. och Ramaswamy, S., (2009). "U.S. dollar money market funds and non-U.S. banks" *BIS Quarterly Review*, mars.
- Blomberg, G., (2009). "Bankernas finansiering under den finansiella krisen" Sveriges Riksbanks Ekonomiska kommentarer, nr 11.
- Davis, E. P. och Stein, B., (2001). "U.S. Mutual Funds and Financial Stability" *Institutional Investor*.
- E24, (2008). "Lehman-kollapsen drabbar "säkra" investeringar", 16 september.
- EFAMA, (2010). "Trends in the European investment fund industry in the fourth quarter of 2009 and results for the full year 2009", Quarterly Statistics Release, nr 40, mars.
- Gunnarsdottir, G., (2008). "Fjarfestu i tengdum felogum," *Morgunbladid*, 17 december.
- Henriques, D. B., (2008). "Treasury to guarantee money market funds", *New York Times*, 20 september.
- Juliusson, T., (2009). "Reidufe fyrir skuldabref," *Morgunbladid*, 8 oktober.
- Kaupthing, (2008). "Uppgjör Kaupthings Peningamarkadssjods," *Kaupthing*, december.
- Klibanoff, P., Lamont, O. och Wizman, T. A., (1998). "Investor reaction to salient news in closed-end country funds", *Journal of Finance*, 53(2), s. 673–699.
- McCabe, P., och Palumbo, M., (2009). "A case study of financial stability analysis and policy reform: The run on U.S. money market funds in September 2008", presentation Federal Reserve Board, 29 januari.
- Sigfusdottir, E., (2008). "Opid bref til hlutdeildarskirteinishafa", Landsbanki, 10 december.
- Sirri, E. R. och Tufano, P., (1998). "Costly search and mutual fund flows", *Journal of Finance*, 53(5), s. 1589–1622.
- Special Investigation Commission (SIC), (2010). "Factors preceding and causing the collapse of the Icelandic banks in 2008 and related events", 12 april 2010.
- Svenska Dagbladet, (2009). "Ny kalldusch för Swedbank", 16 oktober.
- Sveriges riksbank, (2009). "Finansiell stabilitet", 2009:2.
- U.S. Department of the Treasury, (2008). "Treasury Announces Guarantee Program for Money Market Funds", pressmeddelande, 18 september.
- Waggoner J., (2009). "Money market mutual funds remain at risk of 'breaking the buck'", *USA Today*, 17 september.

■ EU:s framtida tillsyn – kommer den att fungera?

TOM ANDERSSON

Tom Andersson är ekonom vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet

I kölvattnet av den aktuella krisen har EU sjösatt ett ambitiöst projekt för att reformera tillsynen av finansiella marknader och institut inom EU. Genom att skapa ett delvis nytt regelverk och en ny institutionell struktur för övervakning av risker på de europeiska finansmarknaderna är det tänkt att man bättre ska kunna identifiera, förebygga och hantera framtida kriser. I denna artikel presenteras och diskuteras de reformförslag som är tänkta att genomföras redan under nästa år. Slutsatsen är att även om reformerna innebär en väsentlig förbättring så utgör de ingen fulländad lösning för att främja och upprätthålla finansiell stabilitet på Europas integrerade finansmarknader. För att skapa ett hållbart ramverk krävs mer genomgripande reformer, och om utgångspunkten är att skapa en inre marknad för finansiella tjänster så kommer det att krävas en högre grad av centraliserad tillsyn och krishantering – åtminstone för de finansiella företag som bedriver omfattande gränsöverskridande verksamhet.

Krisen blev en väckarklocka

Det som framförallt skiljer den senaste finansiella krisen från de flesta andra kriser i historien är dess omfattande globala spridning. Vad som startade som en nationell kris på den amerikanska bolånemarknaden förvandlades under ett knappt år till en fullskalig internationell finanskris. Den reformagenda som nu diskuteras handlar därför till stor del om hur man kan skapa ett gemensamt internationellt ramverk för att identifiera, förebygga och hantera framtida gränsöverskridande kriser.

Inom EU finns sedan länge en gemensam reglering för Europas finansmarknader. Denna reglering har under åren vuxit fram som ett led i strävan att etablera en inre marknad för finansiella tjänster. Men medan stor kraft har lagts på att utveckla ett regelverk för att underlätta för finansiella företag att etablera sig och verka över landgränserna inom Europa har frågan om hur man på bästa sätt gemensamt förebygger och hanterar kriser hamnat i skymundan. När den finansiella krisen drabbade Europa med full kraft blev det därför smärtsamt tydligt att EU – trots sina

gemensamma institutioner och regelverk – inte stod rustat för de utmaningar som den finansiella integrationen fört med sig.

Mot bakgrund av erfarenheterna av krisen har man nu inlett ett omfattande reformarbete för att skapa en bättre fungerande reglering och tillsyn av EU:s finansmarknader. Planen är att ett nytt tillsynssystem ska finnas på plats redan i början av 2011. I denna artikel diskuteras och utvärderas EU:s framtida tillsynssystem utifrån dess förmåga att bidra till finansiell stabilitet på Europas finansmarknader.

Artikeln inleds med en kortfattad diskussion om finansiell stabilitet ur ett internationellt perspektiv. Med utgångspunkt i detta diskuteras de befintliga arrangemangen för reglering och tillsyn inom EU och i vilken utsträckning dessa arrangemang utgör en god ordning för att upprätthålla finansiell stabilitet på ett europeiskt plan, både ur ett konceptuellt perspektiv och mot bakgrund av vad som skett under krisen. Därefter görs en genomgång av beståndsdelarna i EU:s framtida tillsynssystem och hur dessa kan förväntas bidra till en ökad finansiell stabilitet.

Finansiell stabilitet ur ett internationellt perspektiv

HANTERING AV SYSTEMRISKER – NYCKELN TILL FINANSIELL STABILITET

Ett av de huvudsakliga motiven till att reglera och övervaka finansiella företag är förekomsten av så kallad systemrisk. Med detta avses sådana riskfaktorer som kan utgöra ett hot mot hela det finansiella systemets stabilitet och som i förlängningen kan orsaka stora samhällsekonomiska störningar. Systemrisk kan uppstå av flera orsaker.¹

Den enklaste och mest uppenbara formen av systemrisk uppstår om bankerna har likartade riskexponeringar eller affärsmodeller. De riskerar därmed att samtidigt drabbas av finansiella problem om någon extern chock inträffar, exempelvis i form av en ogynnsam makroekonomisk händelse. Ett aktuellt exempel på detta är hur i stort sett alla de amerikanska investmentbankerna drabbades av svåra finansiella problem när deras likartade affärsmodeller för att investera och vidare distribuera bolånerelaterade kreditprodukter inte visade sig tåla den kraftiga nedgången på den amerikanska fastighetsmarknaden. Denna typ av systemrisk är dock inte unik för den finansiella sektorn, även andra branscher kan drabbas av yttre chocker som slår mot flertalet aktörer samtidigt.

Det som däremot särskiljer den finansiella sektorn är de systemrisk som uppstår till följd av det finansiella systemets inneboende struktur och sätt att fungera. Banker har ofta omfattande affärsrelationer sinsemellan och blir därigenom ömsesidigt beroende av varandras agerande och finan-

¹ För en mer ingående beskrivning se exempelvis Finansiell stabilitet 2005:1 "Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn, s. 71-92.

siella styrka. Kort sagt, om en bank får problem är risken stor att detta smittar av sig till övriga banker inom systemet. Under den aktuella krisen visade sig detta exempelvis tydligt när finansiellt ansträngda banker i USA kraftigt drog ner på sin utlåning på interbankmarknaden och därmed orsakade en likviditetsbrist som snabbt spred sig genom hela det globala finansiella systemet. Denna typ av smittorisker kan också uppstå om banker i finansiella problem tvingas att paniksälja tillgångar. Om en sådan försäljning är tillräckligt omfattande för att driva ner marknadspriset kommer andra banker som sitter på liknande tillgångar att försvagas finansiellt.

En försvårande omständighet är att dessa smittoeffekter kan återkomma i flera omgångar. De problem som orsakades i en första runda kan framtvinga en ny runda av likviditetsåttstramning eller panikutförsäljningar. Denna typ av självförstärkande spiraleffekter försvagar givetvis banksystemet som helhet ytterligare.²

GRÄNSÖVERSKRIDANDE SYSTEMRISKER SVÅRARE ATT HANTERA

Att man kan förebygga och hantera dessa systemrisker är alltså en grundläggande förutsättning för att uppnå stabilitet i det finansiella systemet. Traditionellt har systemrisker främst varit ett nationellt fenomen. Men i takt med att den finansiella globaliseringen har ökat har också de gränsöverskridande systemriskerna ökat. Detta är den nuvarande krisen ett tydligt kvitto på.

På nationell nivå kan systemrisker hanteras genom enhetlig reglering och tillsyn. Internationellt är det dock svårare eftersom det inte finns några gemensamma institutioner eller regelverk för att hantera gränsöverskridande systemrisker. Eftersom regel- och tillsynssystemen kan se mycket olika ut från land till land och dessutom tillämpas utifrån skilda mål och intressen är risken stor att den gränsöverskridande övervakningen och hanteringen av systemrisker blir ineffektiv. Sådan ineffektivitet kan ha två huvudsakliga orsaker:

*Intressekonflikter*³ – Reglering och tillsyn i ett land styrs främst utifrån intresset av att förebygga systemrisker som kan skada nationella ekonomiska intressen. I vilken utsträckning det inhemska finansiella systemet och dess aktörer orsakar systemrisker i andra länder kan i sammanhanget vara av underordnad betydelse för de nationella myndigheterna. En tillsyn som bedrivs utifrån strikta nationella hänsynstaganden innebär inte enbart att andra länders intressen inte (till fullo) beaktas, utan kan också medföra en ökning av systemriskerna i såväl andra länder som i

² Se Brunnermeier, M. Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A. and Shin, H., 2009 för en utförlig redogörelse för hur spridningsrisker inom det finansiella systemet uppstår.

³ Se exempelvis Eisenbeis och Kaufman, 2007 och Srejber och Noréus, 2005.

det globala finansiella systemet som helhet. Detta problem gäller även i allra högsta grad eventuella krishanteringsåtgärder. Ett exempel på en nationell åtgärd som skulle kunna innebära ökade systemrisker utomlands är om ett lands tillsynsmyndighet, för att skydda inhemska sparare och kreditorer, inför restriktioner på kapitalflöden mellan koncernbolag i en gränsöverskridande finansiell företagsgrupp (så kallad ring fencing).

*Samordningsproblem*⁴ – Även bortsett från potentiella intressekonflikter kan det enkla faktum att många myndigheter är inblandade i tillsynen – och potentiellt också i krishanteringen – av ett gränsöverskridande företag göra det problematiskt att identifiera och hantera systemrisker på ett effektivt sätt. Olikheter i regelverk och tillsynsmetoder gör att det också kan vara komplicerat att på ett bra sätt bedriva en sammanhållen tillsyn och krishantering, helt enkelt därför att de nationella ramverken inte är konstruerade för att samspela med andra länders ramverk. Att ansvaret för tillsyn och krishantering är uppdelat mellan länder kan också innebära en risk för att det saknas ett helhetsperspektiv över den faktiska risken i de gränsöverskridande bankerna. Det är även möjligt att det i vissa lägen kan uppstå oklarheter i ansvarsförhållandena mellan länder. Sådana oklarheter kan exempelvis uppstå i fråga om vilket eller vilka länder som ska förse krisdrabbade internationella bankkoncerner med finansiellt stöd (om detta bedöms nödvändigt): det land där moderbolaget finns, det land eller de länder som ansvarar för tillsyn över de koncerndelar där stödet behövs, eller om alla länder som har någon form av tillsyn över koncernen solidariskt ska dela på kostnaderna för stödet.

Befintlig reglering och tillsyn av gränsöverskridande finansiella företag inom EU

Med sitt etablerade ramverk för reglering och tillsyn kan EU till viss del sägas utgöra ett undantag från det faktum att det saknas gemensamma institutioner eller regelverk för att hantera gränsöverskridande systemrisker.

Regleringen och tillsynen av finansiella företag inom EU bygger i grunden på en decentraliserad modell där varje enskild medlemsstat ansvarar för att stifta lagar och bedriva tillsyn över det egna landets finansiella system. Möjligheten att fritt utforma nationella regelverk och utöva tillsyn inskränks dock av ett antal grundläggande principer⁵ som styr regelbildningen och stipulerar ansvarsförhållandena mellan medlemsstaterna i fråga om tillsynen över företag som bedriver verksamhet i mer än ett EU-land.

⁴ Finansiell stabilitet 2003:2 Finansiell integration och ansvaret för det finansiella systemets stabilitet inom EU, s. 73-88.

⁵ Se t.ex. Europaparlamentets och rådets direktiv (2006/48/EG) av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut.

- *Regelharmonisering*: På EU-nivå fattas överstatliga beslut om gemensamma regler som ska gälla i hela EU. Medlemsstaterna är skyldiga att införliva dessa regler i den nationella lagstiftningen.
- *Hemlandsprincipen*: De regler som gäller i ett företags hemland, det vill säga där det har sin juridiska hemvist, har företräde framför de regler som gäller i övriga länder inom EU där företaget bedriver verksamhet.
- *Ömsesidigt erkännande av nationella regler*: Medlemsstaterna är skyldiga att godta de regler som gäller i andra medlemsstater.

FÖRETAGENS JURIDISKA KONSTRUKTION HAR BETYDELSE

Genom dessa principer tillåts finansiella företag eller företagsgrupper verka under liknande eller identiska förutsättningar inom hela EU. Vilka regler som ska gälla och hur tillsynen ska bedrivas beror på vilken juridisk konstruktion ett företag har valt för att bedriva gränsöverskridande verksamhet – genom filialer eller dotterbolag.

- *Företag med utländska filialer*: Hemlandsprincipen och principen om ömsesidigt erkännande av regler gör det möjligt för finansiella företag att etablera filialer i en annan medlemsstat utan att behöva ansöka om något ytterligare verksamhetstillstånd. Filialerna lyder under de lagar och regler som gäller i det land där företaget har sin juridiska hemvist (hemlandet). Hemlandet ansvarar också för tillsynen över de utländska filialerna, men värdlandet har vissa, om än begränsade, befogenheter att utöva tillsyn över hanteringen av likviditetsrisker.
- *Dotterbolagskoncerner*: Ett företag som istället vill bedriva sin utländska verksamhet genom dotterbolag måste få tillstånd i varje enskild medlemsstat. Dotterbolagen utgör egna juridiska enheter med hemvist i det land där tillståndet erhållits. Koncernens olika bolag (moder- och dotterföretag) faller därmed under olika nationella regelverk och tillsyn. Den medlemsstat där moderbolaget har sitt säte utgör dock en s.k. grupp-tillsynsmyndighet, vilket ger den vissa befogenheter att (efter samråd med myndigheter i andra medlemsstater) fatta beslut som gäller hela företagsgruppen, inklusive de utländska dotterbolagen. För att stärka samordningen och effektivisera tillsynen av dotterbolagskoncerner föreskriver regelverket att de myndigheter som delar tillsynsansvaret ska samarbeta genom så kallade tillsynskollegier.

VISSA INSKRÄNKNINGAR I DET NATIONELLA BESLUSFATTANDET

Medan det EU-rättsliga ramverket gör det lättare för finansiella företag att etablera sig och bedriva verksamhet inom hela EU innebär det samtidigt vissa inskränkningar i det nationella beslutsfattandet (som saknar motsvarighet utanför EU). För det första innebär lagstiftning på EU-nivå en *vertikal delegering* av beslutsbefogenheter, från nationell till överstatlig (federal) nivå. För det andra innebär hemlandsprincipen och det ömsesidiga erkännandet en *horisontell delegering* av beslutsbefogenheter – där tillsynen över utländska filialer inom det nationella finansiella systemet har överlåtits till andra medlemsstaters myndigheter. I fråga om reglering och tillsyn av dotterbolagskoncerner finns endast begränsade inslag av horisontell delegering.

Det ska tilläggas att den regelharmonisering som hittills har ägt rum inom EU främst har avsett regler som syftar till att förebygga kriser och upprätthålla ett gott konsumentskydd, det vill säga sådana regler som väsentligen faller inom ramen för den finansiella tillsynen. Inom andra rättsområden ligger det på medlemsstaternas eget ansvar att utforma regler och arrangemang för att upprätthålla finansiell stabilitet. Med undantag för ett harmoniserat regelverk för hur de nationella insättningsgarantisystemen ska utformas⁶ gäller detta i princip alla typer av krishanteringsregler.

KONSEKVENSER FÖR HANTERING AV GRÄNSÖVERSKRIDANDE SYSTEMRISKER

I vilken utsträckning har då EU med hjälp av sitt ramverk lyckats skapa ett system som bidrar till en effektiv övervakning och hantering av systemrisker inom EU?

Vad gäller *dotterbolagskoncerner* finns principiellt sett egentligen väldigt lite som skiljer EU:s tillsynsmodell från hur det ser ut för en bank som bedriver gränsöverskridande verksamhet utanför EU. Tillsynsansvaret är uppdelat mellan de länder där företaget bedriver sin verksamhet och de olika koncernbolagen styrs av olika nationella lagstiftningar. Risken för att intressekonflikter och samordningsproblem uppstår i tillsynen elimineras således inte genom den tillsynsmodell som gäller för dotterbolagskoncerner. Däremot bidrar regelharmoniseringen och kraven på gränsöverskridande samordning av tillsynen till att minska dessa risker. I grunden bygger dock denna modell i princip uteslutande på mellanstatlig reglering, tillsyn och krishantering.

⁶ Enligt EU:s insättningsgarantidirektiv (Europaparlamentets och rådets direktiv (94/19/EG) av den 30 maj 1994 om system för garanti av insättningar) ska varje medlemsstat säkerställa att det finns ett eller flera system för garanti av insättningar. Direktivet anger minimiregler om garantisystemets utformning, såsom t.ex. garantins omfattning och ersättningsnivå, regler för utbetalning av ersättningar.

I fråga om företag med utländska *filialer* innebär den horisontella delegeringen av tillsynen i princip oinskränkta befogenheter för hemlandet. Att det här enbart finns en huvudman för tillsynen av ett gränsöverskridande företag innebär att risken för eventuella samordningsproblem i tillsynen i elimineras. Samtidigt innebär denna ansvarsfördelning att värdlandet i stort sett helt saknar befogenheter att övervaka och hantera de systemriskerna som en utländsk filial kan ge upphov till i det inhemska finansiella systemet. Detta gör att det finns en uppenbar risk för att det uppstår intressekonflikter mellan hem- och värdländer. Störst blir risken för intressekonflikter i det fall när systemriskerna är stora i värdlandet men inte i hemlandet – eftersom hemlandet i detta fall inte har lika starka incitament att bedriva samma ingående tillsyn som värdlandet sannolikt skulle önska. Denna intressekonflikt stärks av det faktum att det saknas ett harmoniserat ramverk för krishantering i EU. Som påpekats ovan innebär detta att hemlandet inte har något formellt ansvar att tillgodose värdlandets intressen i annat än att betala ut ersättningar till insättare om banken går i konkurs. Om det är fråga om en systemviktig bank är det dock sannolikt att det krävs andra typer av åtgärder som avvärjer en konkurs – åtgärder som värdlandet inte har befogenheter att vidta och som hemlandet inte har något ansvar för, och sannolikt inte heller är intresserat av att vidta.

Här finns alltså en tydlig asymmetri mellan det ansvar och de befogenheter som härrör ur hemlandsprincipen och avsaknaden av ett harmoniserat regelverk för krishantering. Man kan säga att EU-ramverket på detta sätt bidrar till att öka risken för att intressekonflikter uppstår och därmed också försvårar en effektiv hantering av gränsöverskridande systemriskerna.

Erfarenheter från krisen – motiven till översynen av EU:s ramverk

Trots EU:s gemensamma ramverk kvarstår alltså i flera avseenden de principiella problem som är förknippade med reglering och tillsyn av gränsöverskridande banker. Till följd av hemlandsprincipen, och den horisontella ansvarsdelegering som följer därav, kan till och med risken för att intressekonflikter uppstår mellan länder förstärkas. Att EU nu väljer att reformera reglerings- och tillsynsramverket har sin grund i att krisen på flera sätt har uppenbarat dessa problem.

OKLART ANSVAR FÖR KRISHANTERINGEN

En första observation från krisen är att det decentraliserade och mellanstatliga ansvaret för tillsyn och krishantering har resulterat i oklarheter kring

vem som ska göra vad i krishanteringsarbetet. Detta problem tycks också ha förstärkts av att ansvaret för krishantering inte regleras i EG-rätten och därmed inte alltid hänger samman med tillsynen. I de fall som handlat om fallerande banker som bedrivit gränsöverskridande verksamhet i koncernbolag har det uppstått diskussioner om det är landet där moderbanken har sitt säte som ska hantera problemen eller om även de länder där dotterbolagen finns ska vara med och bidra – och i så fall i vilken omfattning det ska ske. Denna typ av samordningsproblem försvårar givetvis en snabb och effektiv krislösning och lämnar dessutom utrymme för länder att försöka spela ut varandra i syfte att själva undslippa ansvaret för kostnaderna.

NATIONELLA LÖSNINGAR HAR PRIORITERATS

Ett annat problem är att de länder som varit involverade i hanteringen av gränsöverskridande banker med finansiella problem ofta har prioriterat nationella lösningar. Skälen till detta är flera. Ett sådant är att länder helt enkelt har velat begränsa systemriskerna i det egna finansiella systemet (och kostnaderna för att hantera dessa) utan att ta hänsyn till vad sådana åtgärder innebär för övriga involverade länder. Ett annat skäl är att avsaknaden av gemensamma EU-arrangemang för hur kostnaderna för krishantering ska fördelas mellan medlemsstaterna har resulterat i bristande incitament till samarbete. När man har saknat en på förhand definierad modell för hur man gemensamt ska bidra till en lösning har myndigheterna istället valt att agera på egen hand.

HEMLANDSPRINCIPEN KAN SKAPA PROBLEM FÖR ALLA INVOLVERADE

Vidare har erfarenheter från den krisdrabbade isländska banken Landsbanki tydligt illustrerat hur hemlandsprincipens horisontella ansvarsdelegering kan resultera i ogynnsamma situationer för både hem- och värdländer. Det insättningsgarantiåtagande som genom hemlandsprincipen lagts på Island har i proportion till landets kapacitet för krishantering varit mycket stort. Som en konsekvens har värdländerna tvingats att (temporärt) överta ansvaret för att kompensera insättarna i bankens utländska filialer. Medan islänningarna har ifrågasatt rimligheten i att deras skattebetalare ska betala för att hantera problem i andra länders finansiella system har värdländerna uttryckt missnöje över att de saknat tillsyn och befogenheter över utländska banker. Detta fall visar tydligt på hur både hem- och värdländer kan hamna i en utsatt position. I hemlandets fall genom att de måste ta på sig ett stort kostnadsansvar för bankverksamhet som bedrivs i utlandet. I värdlandets fall genom att de tvingas förlita sig på att arrangemangen kring tillsyn och krishantering i hemlandet fungerar på ett tillfredställande sätt.

Slutligen, en av krisen mest centrala lärdomar är att den finansiella regleringen och tillsynen i EU – i likhet med i resten av världen – i allt för stor utsträckning varit inriktad på att identifiera och förebygga risker i enskilda företag och marknader. Man har helt enkelt förbiset den uppbyggnad av systemrisk som skett i det globala finansiella systemet. Att dessa risker inte uppmärksammats beror till viss del på att myndigheterna inte förmått att fullt ut förstå eller uppskatta dynamiken och omfattningen av dessa risker. En annan, kanske än viktigare, förklaring är att det saknats ett tydligt policyramverk för hur man ska förhålla sig till dessa risker och vilka åtgärder som ska vidtas för att hantera dem. Denna lärdom är främst kopplad till regelverkens och tillsynens innehåll snarare än deras form. Den har därför i mindre utsträckning att göra med de strukturella problem som följer av EG-rättens principer och ansvarsfördelning. I ett viktigt avseende finns emellertid en lärdom av institutionell betydelse att dra av detta, nämligen att EU-systemets befintliga institutioner inte har kunnat bidra med någon sammanhållande och slagkraftig analys av de systemrisk som uppenbarligen förekom på de europeiska marknaderna. Och även i de fall där risker har utpekats har detta inte resulterat i några policyåtgärder från EU:s sida, exempelvis i form av lagstiftning.

EU:s framtida tillsynssystem

Det var bland annat mot bakgrund av dessa erfarenheter som EU-kommissionen hösten 2008 tog initiativet till en grundlig översyn av tillsyns- och krishanteringsarrangemangen inom EU. Startskottet blev att utse en expertgrupp som – under den förre IMF chefen Jacques de Larosières ledning – fick i uppdrag att föreslå nödvändiga reformer. De förslag som gruppen presenterade i den s.k. *de Larosière-rapporten*⁷ i februari 2009 har legat till grund för den överenskommelse⁸ som EU:s medlemsstater nådde i juli 2009 om hur EU:s tillsynsramverk bör reformeras. Det nya tillsynssystemet ska bestå av två pelare:

1. Övervakningen av systemrisk, så kallad makrotillsyn, på Europas finansmarknader ska förbättras genom att man inrättar ett särskilt europeiskt riskråd, **European Systemic Risk Board (ESRB)**.
2. Tillsynen över enskilda institut, så kallad mikrotillsyn, inom EU ska stärkas genom en ökad harmonisering och samordning. För detta ändamål skapas ett europeiskt tillsyns nätverk, **European System of Financial Supervisors (ESFS)**. Den viktigaste föränd-

⁷ The High-Level Group on financial supervision in the EU, Report to the Commission, 2009.

⁸ Council of the European Union, Presidency conclusions, 19 juni 2009.

ringen som detta medför är att EU:s nuvarande tillsynskommittéer inom bank, värdepapper och försäkring kommer att omvandlas till självständiga EU-myndigheter. Dessa myndigheter kommer att utgöra navet i den nya europeiska tillsynsarkitekturen och kommer att utrustas med både reglerings- och tillsynsbefogenheter.

Under det svenska EU-ordförandeskapets ledning nådde medlemsstaterna i december 2009 fram till ett kompromissförslag om hur regelverket kring den nya tillsynsstrukturen i detalj bör se ut. Under våren 2010 ska Europaparlamentet behandla förslagen och i samråd med ministerrådet fastställa regelverkets slutgiltiga utformning. Detta förväntas bli klart sommaren 2010. Nedan följer en beskrivning av det huvudsakliga innehållet i tillsynsstruktursens två pelare, såsom det såg ut efter ministerrådets överenskommelse i december (se även figur 1 nedan). Eftersom regelverkets slutgiltiga utformning inte var klar när denna artikel publicerades så kan vissa förändringar komma att bli aktuella.

MAKROTILLSYN – EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD⁹

För att förbättra övervakningen av systemriskerna inom EU inrättas det så kallade European Systemic Risk Board (ESRB). ESRB ska vara ett oberoende EU-organ med uppgift att bedriva en övergripande tillsyn över den finansiella stabiliteten på EU:s finansmarknader, så kallad makrotillsyn.

UPPGIFTER

ESRB:s huvudsakliga uppgifter blir att:

- analysera och övervaka systemriskerna som kan utgöra ett potentiellt hot mot den finansiella stabiliteten inom EU;
- på basis av den analys som görs utfärda riskvarningar och rekommendationer om åtgärder till berörda myndigheter;
- samråda med andra internationella organ med motsvarande uppgifter, till exempel Internationella valutafonden (IMF) och Financial Stability Board (FSB)¹⁰.

De varningar och rekommendationer som ESRB utfärdar kan antingen vara av generell eller specifik natur, det vill säga röra EU som helhet eller enskilda länder och marknader. Varningar och rekommendationer ska

⁹ Council of the European Union, Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing European Systemic Risk Board – compromise proposal by the Presidency.

¹⁰ FSB är ett internationellt organ som samlar centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansdepartement från världens största ekonomier samt en rad olika internationella institutioner, såsom exempelvis EU-kommissionen, IMF och Bank for International Settlements. FSB har bl.a. till uppgift att övervaka det globala finansiella systemet, verka för samordning och informationsutbyte mellan myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet samt att ge rekommendationer inom reglering och tillsyn.

riktas till de institutioner som har befogenheter att vidta åtgärder för att komma till rätta med riskerna. De kan således komma att omfatta enskilda medlemsstater och deras tillsynsmyndigheter likväl som EU:s nya tillsynsmyndigheter eller andra EU-institutioner. Rekommendationer om lagstiftningsåtgärder på EU-nivå ska riktas till EU-kommissionen. EU:s ministerråd ska alltid underrättas om och när varningar och rekommendationer utfärdas. ESRB beslutar själv, från fall till fall, om varningar och rekommendationer ska offentliggöras.

ESRB:s rekommendationer kommer inte att vara juridiskt bindande, utan systemet ska i stället fungera genom en så kallad "act or explain"-mekanism. Det innebär att den myndighet som en rekommendation riktas till förväntas följa den eller utförligt motivera för ESRB och ministerrådet varför man avstår. I de fall ESRB bedömer att de åtgärder som följer av en rekommendation inte är tillräckliga, eller om de skäl som anförts för att inte följa en rekommendation inte är tillfredställande, ska man informera ministerrådet, och i tillämpliga fall även de europeiska tillsynsmyndigheterna.

ORGANISATION

ESRB kommer att etableras som ett självständigt organ inom ramen för Europeiska centralbankens (ECB) organisation och resurser. ESRB:s styrelse (General Board) ska bestå av samtliga 27 medlemsstaters centralbankschefer, ordföranden och vice ordföranden i ECB, ordförandena i de tre nya EU-tillsynsmyndigheterna samt en representant från EU-kommissionen, samtliga med rösträtt. Som medlemmar utan rösträtt ska också ingå en representant från varje medlemsstats tillsynsmyndigheter¹¹ samt ordföranden för EU:s ekonomiska och finansiella kommitté (EFK). Styrelsens ordförande ska väljas av och bland de medlemmar som ingår ECB:s allmänna råd, det vill säga de 27 centralbankscheferna samt ECB:s ordföranden och viceordföranden.¹²

Kopplat till ESRB ska finnas en styrgrupp (Steering Committee) bestående av ordföranden och vice ordföranden i ESRB, fem ytterligare centralbankschefer, en representant från vardera av de tre EU-tillsynsmyndigheterna samt en representant från EU-kommissionen och EFK:s ordförande. Styrgruppen ska ansvara för beredningen av de ärenden som ska tas upp av ESRB.

Utöver styrgruppen inrättas en rådgivande teknisk kommitté (Advisory Technical Committee), med uppgift att ta fram faktaunderlag och

¹¹ Om medlemsstaterna har fler än en tillsynsmyndighet ska landet representeras av den av myndigheterna som har ansvar för den specifika sakfrågan som diskuteras i ESRB. Medlemsländerna har dock möjlighet att utse en gemensam representant för samtliga tillsynsmyndigheter.

¹² Ordföranden väljs för en period om fem år och kan bli omvald en gång.

analyser för ESRB:s arbete. I denna kommitté ska både centralbanker och tillsynsmyndigheter delta, liksom kommissionen och EFK.

ECB ska tillhandhålla ett sekretariat till ESRB. Sekretariatet ska bland annat bidra med teknisk expertis samt med logistiskt och administrativt stöd till ESRB, dess styrgrupp och tekniska kommitté.

ESRB ska vara fullt ansvarigt inför EU:s ministerråd och Europaparlamentet, och ska löpande rapportera till dessa institutioner.

SAMARBETE MED EU-TILLSYNSMYNDIGHETERNA

ESRB ska ha ett nära samarbete med de nya EU-tillsynsmyndigheterna, bland annat vad gäller utbyte av information. ESRB ska regelbundet kunna inhämta aggregerad information från myndigheterna om det finansiella systemet i EU. I särskilda fall, efter en förfrågan till någon av de tre EU-tillsynsmyndigheterna, ska ESRB också kunna ta del av företagsspecifik information. Detta förutsätter att ESRB på ett tydligt sätt motiverar varför dessa data behövs. Om EU-tillsynsmyndigheterna inte kan leverera önskade data, kan ESRB vända sig direkt till de nationella myndigheterna.

MIKROTILLSYN – EUROPEAN SYSTEM OF FINANCIAL SUPERVISORS (ESFS)

För att förbättra tillsynen över enskilda institut, så kallad mikrotillsyn, har EU enats om en rad olika initiativ. Bland annat ska de nationella tillsynsmyndigheterna utrustas med utökade och mer likformiga befogenheter. Dessutom införs det krav på att nationella tillsynsmyndigheter som gemensamt ansvarar för tillsynen av större gränsöverskridande företagsgrupper inom EU ska etablera särskilda samarbetsgrupper, så kallade *tillsynskollegier*. Vidare ska regelharmoniseringen stärkas genom att olikheter i de nationella regelverken identifieras och undanröjs.¹³

Allt detta ska ske inom ramen för ett europeiskt tillsynsätverk, det så kallade European System of Financial Supervisors (ESFS). I grunden är detta inget nytt utan en vidareutveckling av den redan existerande tillsynsstrukturen inom EU (se figur 1 för en jämförelse mellan EU:s befintliga och kommande tillsynsstruktur).

Redan idag finns det tre expertkommittéer som samlar medlemsstaternas tillsynsmyndigheter inom *bank* (Committee of European Banking Supervisors, CEBS), *försäkring* (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS) och *värdepappersmarknader* (Committee of European Securities Regulators, CESR). Dessa har som sin främsta uppgift att verka för regel- och tillsynskonvergens inom EU, bland annat genom att bistå EU-kommissionen med rådgivning i lagstift-

¹³ Council of the European Union, 2948th Council meeting Economic and Financial Affairs Luxembourg, 9 June 2009

ningsfrågor. Kommittéerna utgör en del av det så kallade *Lamfalussy-ramverket* som skapades 2001 som ett led i strävan mot en snabbare och mer flexibel lagstiftning inom EU.¹⁴ Hittills har dock kommittéerna enbart haft en rådgivande roll i frågor rörande utformning och tillämpning av EU-lagstiftningen. Man har exempelvis inte haft några befogenheter vad gäller tillsynen av finansiella företag inom EU.

Den huvudsakliga nyheten i den nya tillsynsstrukturen är att dessa tillsynskommittéer uppgraderas till självständiga myndigheter och ges utökade befogenheter, både vad gäller lagstiftning och tillsyn. De respektive myndigheterna kommer att gå under namnen European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupational Authority (EIOPA) och European Securities and Markets Authority (ESMA).¹⁵

EU-TILLSYNSMYNDIGHETERNAS UPPGIFTER

Myndigheterna ska fungera som ett sammanhållande nav i det europeiska tillsynssystemet. Den övergripande uppgiften är att liksom tidigare bidra till en bättre och mer harmoniserad regelbildning och tillsyn i EU.

Den grundläggande rollfördelningen i tillsynsstrukturen förblir dock intakt. Tillsynen inom EU ska även fortsättningsvis bygga på en decentraliserad modell, där de enskilda medlemsstaterna ansvarar för att bedriva den dagliga tillsynen. Den tillsyn som ska utföras på EU-nivå ska främst utgöra ett komplement till den nationella tillsynen. Reformerna innebär emellertid en viss maktförskjutning av befogenheter från medlemsstaterna till EU eftersom de nya myndigheterna får befogenhet att:

- Utveckla föreskrifter (technical standards) för hur vissa specificerade delar av EG-rätten ska tillämpas av medlemsstaterna. Dessa bestämmelser får enbart vara av teknisk karaktär och ska godkännas av EU-kommissionen innan de träder i kraft. På detta sätt är tanken att EG-rätten ska få en mer enhetlig tillämpning i hela EU.
- Ingripa mot nationella tillsynsmyndigheter som inte anses följa gällande EG-rätt. Om den berörda myndigheten bedriver en tillsyn som bedöms strida mot EU:s lagstiftning ska EU-myndigheterna som en sista utväg kunna fatta beslut riktade direkt mot enskilda finansiella institut. De beslut som fattas av EU-till-

¹⁴ European Commission, Review of the Lamfalussy process – Strengthening supervisory convergence, 2007.

¹⁵ Myndigheternas uppgifter och organisation kommer att regleras genom tre separata EU-regleringar. Nedan beskrivs myndigheternas verksamhet utifrån de förslag till reglering som ministerrådet enats om och som under våren 2010 ska behandlas av EU-parlamentet. Dessa är: 1) Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Banking Authority (EBA), 2) Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Insurance and Occupational Authority (EIOPA) och 3) Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA).

synsmyndigheten gäller framför de beslut som fattats av de nationella tillsynsmyndigheterna.

- Fatta tvingande beslut om tillämpning av EG-rätten om två eller flera tillsynsmyndigheter som gemensamt ansvarar för tillsynen av en företagsgrupp inte kan komma överens om hur tillsynen ska bedrivas. Även i detta fall gäller de beslut som fattas av EU-tillsynsmyndigheten framför de beslut som fattats av de nationella tillsynsmyndigheterna.
- I en krissituation kunna fatta beslut som tvingar nationella tillsynsmyndigheter att vidta åtgärder som syftar till att stärka krissamordningen inom EU.
- Utöva fullständig tillsyn över kreditvärderingsföretag (ratinginstitut).

Utöver dessa överstatliga befogenheter får tillsynsmyndigheterna bland annat i uppgift att:

- Utfärda icke bindande riktlinjer och rekommendationer till nationella tillsynsmyndigheter i syfte att främja en effektiv och enhetlig tillsyn inom EU. Den myndighet till vilken en riktlinje eller rekommendation riktas ska göra allt i sin makt för att se till att den följs. Om den inte följs ska en utförlig förklaring lämnas till EU-tillsynsmyndigheten.
- Genomföra jämförande analyser (peer review) av tillsynen i medlemsstaterna för att säkerställa att tillsynen bedrivs på ett effektivt och konsekvent sätt i hela EU.
- Främja en gemensam tillsynskultur inom EU, bland annat genom att bidra till ett effektivt utbyte av information mellan nationella myndigheter och genom att verka för att myndigheter tillämpar enhetliga tillsynsmetoder, exempelvis i insamlingen av information.
- Analysera och övervaka marknadsutvecklingen inom sina respektive ansvarsområden och informera andra relevanta EU-institutioner, däribland ESRB, om potentiella risker och vid behov ge förslag till åtgärder för att hantera riskerna.

En central princip är att de beslut som fattas av myndigheterna inte ska inskränka på medlemsstaternas statsfinansiella suveränitet. För att åstadkomma detta införs en regel med innebörden att om EU-tillsynsmyndigheterna fattar ett beslut som får statsfinansiella konsekvenser för ett medlemsland kan det landet begära att beslutet skjuts upp eller omprövas, i sista hand genom beslut i EU:s ministerråd.

ORGANISATION

I likhet med vad som gäller för EU:s befintliga tillsynskommittéer ska varje myndighet ledas av en styrelse med ledande representanter från de nationella tillsynsmyndigheterna (Board of Supervisors). Utöver de nationella representanterna ska också EU-myndighetens ordförande (Chairperson) ingå i styrelsen. Som observatörer utan rösträtt deltar även en representant från vardera EU-kommissionen, ESRB, ECB samt de två övriga EU-tillsynsmyndigheterna. Styrelsens huvudsakliga uppgifter är att leda myndighetens arbete och fatta beslut inom dess ansvarsområden.

Vid sidan av styrelsen kommer det att finnas en ledningsgrupp (Management Board) som ska bestå av ordföranden i myndigheten och sex ordinarie ledamöter av styrelsen. Som representanter utan rösträtt ska även en representant från EU-kommissionen samt myndighetens chef (Executive Director) ingå. Ledningsgruppens huvudsakliga ansvar är att leda myndigheternas administrativa arbete.

Myndighetens ordförande och chef ska vara heltidsanställda experter. De utses av styrelsen på en mandatperiod om fem år. Myndigheterna ansvarar inför ministerrådet, Europaparlamentet och EU-kommissionen.

SAMARBETE MED ESRB

Som nämnts ovan ska EU-tillsynsmyndigheterna ha ett nära samarbete med ESRB. Förutom att förse ESRB med information har tillsynsmyndigheterna en viktig roll i processen att hantera de varningar och rekommendationer som ESRB utfärdar. Om ESRB har utfärdat en varning som ligger inom myndighetens kompetensområde ska myndigheten snabbt fatta beslut om vilka åtgärder som ska vidtas. Om man väljer att avstå från att vidta åtgärder ska ESRB underrättas om skälen till detta.

Om ESRB i stället har riktat en varning mot en eller flera nationella tillsynsmyndigheter ska EU-tillsynsmyndigheterna i de fall det är möjligt använda sina befogenheter för att följa upp hur mottagaren har hanterat varningen.

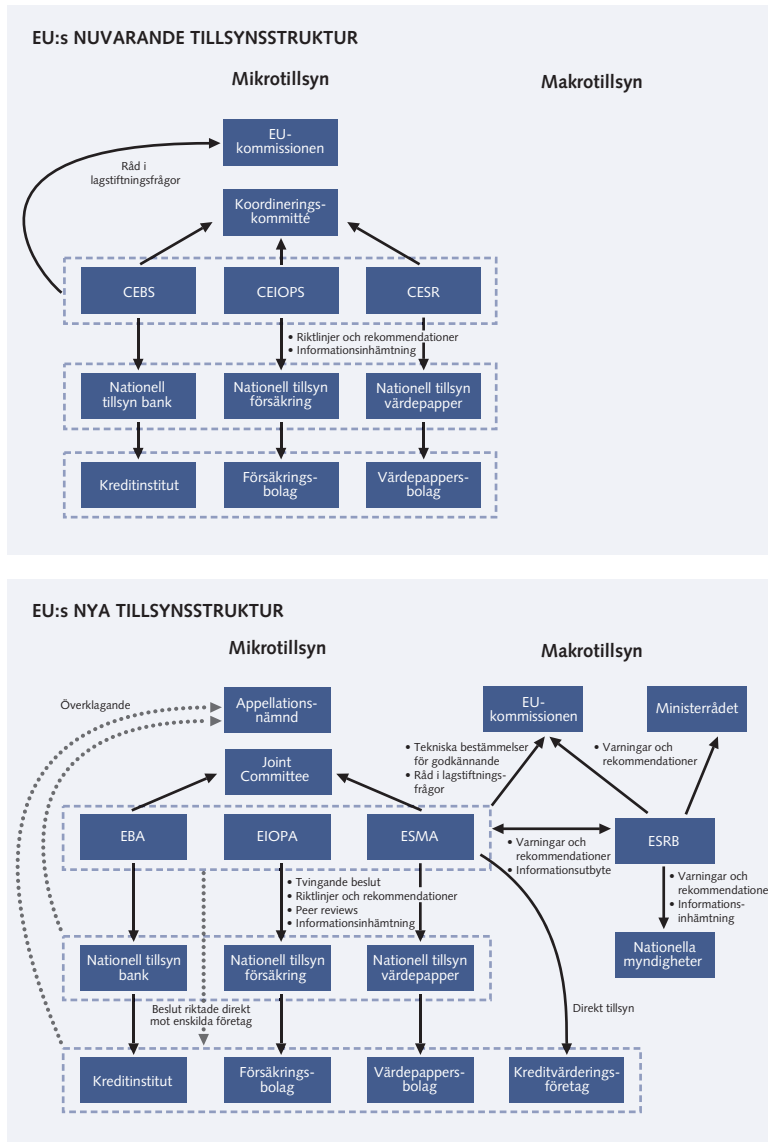
SAMARBETET MELLAN EU-TILLSYNSMYNDIGHETERNA

EU-tillsynsmyndigheterna ska även ha ett tätt samarbete sinsemellan. För detta ändamål skapas en kommitté bestående av de respektive myndigheternas ordförande (Joint Committee of European Supervisory Authorities). Kommittén ska utgöra basen i det samarbete mellan myndigheterna som syftar till att säkerställa att regelverk och tillsyn är utformade på ett enhetligt sätt inom samtliga sektorsområden.

EU-myndigheterna ska också ha en gemensam appellationsnämnd (Board of Appeal). Till denna nämnd ska alla beslut tagna av EU-till-

synsmyndigheterna, och som riktats mot en myndighet eller ett företag, kunna överklagas. Nämnden kan antingen avslå överklagandet eller kräva att myndigheten omformulerar sitt beslut i enlighet med nämndens beslut. Appellationsnämndens beslut kan i sin tur överklagas till Europadomstolen. Möjligheten finns också att överklaga myndigheternas beslut direkt till Europadomstolen utan att först gå via nämnden.

Figur 1. Jämförelse av EU:s befintliga och kommande tillsynsstruktur



Kommer det nya systemet att fungera?

I vilken utsträckning kommer EU:s reformerade tillsynssystem att kunna leva upp till vad som krävs för en effektiv övervakning och hantering av gränsöverskridande systemrisker? På ett övergripande plan kan man konstatera att de reformer som har beslutats inte innebär några fundamentala förändringar i den befintliga tillsynsstrukturen. Åtgärderna handlar i huvudsak om att reparera och komplettera en redan befintlig struktur.

MIKROTILLSYN

Den framtida tillsynen av gränsöverskridande finansiella företag inom EU ska även fortsatt bygga på en decentraliserad modell, där de enskilda medlemsstaterna ansvarar för att bedriva den dagliga tillsynen. Den tillsyn som ska utföras på EU-nivå ska främst utgöra ett komplement till den nationella tillsynen. Hemlandsprincipen och principen om ömsesidigt erkännande av regler kvarstår som fundament för hur tillsynsansvaret för gränsöverskridande finansiella företag ska fördelas mellan medlemsstater. På ett fåtal områden sker dock en viss maktförskjutning av befogenheter från medlemsstaterna till EU, till exempel i fråga om möjligheten att fatta tvingande beslut vid tvister mellan nationella tillsynsmyndigheter och genom att EU-myndigheterna får fullständiga befogenheter i tillsynen över kreditvärderingsföretag. Men sammantaget blir det alltså inga fundamentala förändringar av EU:s befintliga modell för tillsyn över enskilda institut. Därmed har inte heller systemets grundläggande förmåga att förebygga och hantera gränsöverskridande systemrisker optimerats, vare sig i fråga om tillsynen över dotterbolagskoncerner eller i fråga om gränsöverskridande verksamhet som bedrivs i filialform.

Den decentraliserade modellen innebär att tillsynen av institut som bedriver gränsöverskridande verksamhet i *dotterbolagsform* även fortsatt kommer att involvera två eller flera myndigheter som arbetar utifrån olika intressen, regelverk, tillsynsmetoder etc. De samordningsfunktioner och beslutsmekanismer som läggs på de tre europeiska tillsynsmyndigheterna är tänkta att bidra dels till en mer effektiv tillsyn av gränsöverskridande institut, dels till en ökad harmonisering av nationella regler och tillsynsstandarder. Möjligheten att fatta bindande medlingsbeslut kan också förväntas bidra till ökad effektivitet genom att intressekonflikter mellan länder kan hanteras. Möjligheten att genomföra "peer reviews" av nationella tillsynsmyndigheter stärker förutsättningarna för en bättre kvalitet i tillsynsarbetet. Vidare kan befogenheterna att utveckla bindande tekniska bestämmelser förväntas stärka regel- och tillsynskonvergensen inom EU. Detsamma gäller möjligheten att ingripa mot tillsynsmyndigheter som inte följer gällande EU-regler. De uppgifter som föreslås för de tre tillsyns-

myndigheterna innehåller således en rad viktiga mekanismer för att öka effektiviteten och harmoniseringen i den europeiska tillsynen men dessa utgör ingen garanti för att samordningsproblem och intressekonflikter i tillsynen kommer att upphöra.

För gränsöverskridande företag i *filialform* förblir den nuvarande tillsynsmodellen intakt. Hemlandets i princip oinskränkta ansvar för tillsynen kvarstår i och med att grundprinciperna om hemlandstillsyn och ömsesidigt erkännande inte ändras. Därmed erbjuder det nya tillsynssystemet ingen lösning på de intressekonflikter som är förknippade med tillsynen av filialbolag. I och med att det inte heller har beslutats om hur arrangemangen kring krishantering inom EU ska harmoniseras kvarstår också den asymmetri mellan ansvar och befogenheter som idag finns mellan hem- och värdländer.

MAKROTILLSYN

Som konstaterats tidigare har krisen visat på ett behov av att förbättra övervakningen och hanteringen av systemrisk, både nationellt och internationellt. Att EU skapar ett särskilt organ för tillsyn av dessa risker på europeisk nivå är ur detta perspektiv positivt. Något motsvarande har ju inte tidigare funnits. Det är också välkommet att ESRB inte enbart får till uppdrag att göra analyser utan även kan utfärda riskvarningar och ge rekommendationer till åtgärder.

Hur väl detta kommer att fungera i praktiken beror dock till stor del på *formerna* för makrotillsynen, det vill säga om det finns institutionella arrangemang som tillåter att slagkraftiga analyser och rekommendationer kan produceras och att dessa sedan kan omsättas i verkningfulla åtgärder. Här finns det ett antal aspekter av betydelse, såsom exempelvis myndighetens organisation, befogenheter, styrformer och resurser. Nedan diskuteras några av dessa.

INSTITUTIONELL PLACERING AV MAKROTILLSYNEN

ESRB, det nya organet för makrotillsyn ska inrymmas i ECB:s befintliga organisation. Det huvudsakliga argumentet för detta är att ECB i egenskap av centralbank både har kompetens och behov att göra övergripande analyser av den finansiella stabiliteten. Att stabilitetsanalysen ligger på centralbanken motsvarar också den ordning som de allra flesta länder har valt. Samtidigt finns det ett par skäl som gör att det går ifrågasätta hur lämpligt det är att tilldela ECB ansvaret för makrotillsynen.

Relationen mellan finansiell stabilitet och penningpolitik – Den finansiella krisen har framkallat diskussioner kring centralbankernas penningpolitiska agerande och hur detta har bidragit till att bygga upp

systemrisk. Vissa hävdar att centralbankernas räntestyrning mot ett inflationsmål har bidragit till den långvariga och ohållbara kreditillväxt som utgjort en viktig delförklaring till den aktuella krisen. Detta har i grunden att göra med att centralbankerna varit bundna vid en expansiv penningpolitik för att kunna upprätthålla sina inflationsmål. När kreditillväxten och vissa tillgångspriser ökade kraftigt utan att det samtidigt skapades ett inflationstryck har centralbankerna helt enkelt inte kunnat korrigera de risker som byggdes upp med hjälp av penningpolitiken. Att det på detta sätt skulle finnas en inneboende spänning mellan penningpolitik och finansiell stabilitet skulle kunna utgöra ett principiellt skäl mot att ge ECB ansvaret för makrotillsynen. Denna spänning ställs på sin spets om ESRB skulle finna att ECB:s penningpolitiska agerande bidrar till uppbyggnaden av systemrisk. Att ett organ inom ECB – till majoriteten bestående av ECB-medlemmar – skulle utfärda rekommendationer om att ompröva den egna penningpolitiken eller föreslå åtgärder som syftar till att neutralisera penningpolitikens effekter förefaller inte troligt.

Det ska dock påpekas att eventuella spänningar mellan finansiell stabilitet och penningpolitik inte försvinner bara för att det institutionella ansvaret för makrotillsyn placeras utanför centralbanken. Skillnaden med att lägga ansvaret utanför ECB skulle vara att ECB inte behövde prioritera mellan de båda målen om dessa skulle visa sig vara oförenliga.

Samordningsbehov mellan mikro- och makrotillsyn – Att makrotillsynen läggs på ECB innebär att makro- och mikrotillsynen inom EU kommer att bedrivas på olika håll. Även om makrotillsynen ska fokusera på de övergripande riskerna i det finansiella systemet är det viktigt att också ha insikt och kunskap om hur de enskilda företagen bedriver sin verksamhet och hur enskilda finansiella marknader fungerar. Detta skulle tala för en ordning där makro- och mikrotillsyn i stället bedrivs av samma institution. I ESRB kommer förvisso både de nya EU-tillsynsmyndigheterna och de nationella tillsynsmyndigheterna att ingå som medlemmar, men de nationella myndigheterna kommer genom avsaknaden av rösträtt att ha begränsat inflytande.

Ett alternativ till att dela upp tillsynen mellan ECB och tre EU-myndigheter vore att lägga ansvaret för både makro- och mikrotillsyn på en enda myndighet – antingen på ECB eller på någon av EU-tillsynsmyndigheterna. Det finns då ett par saker som talar för att ECB inte lämpar sig för ett sådant samlat ansvar. För det första saknar många av den europeiska centralbankens medlemmar själva befogenheter – och därmed också kompetens – att bedriva tillsyn över enskilda institut. För det andra finns det som ovan diskuterats en risk för att spänningar uppstår mellan tillsynsuppgifterna och bankens penningpolitiska uppdrag.

Att istället lägga det samlade ansvaret på de blivande EU-tillsynsmyndigheterna innebär att makrotillsynen får en större närhet till de nationella tillsynsmyndigheterna, vilka ansvarar för den dagliga tillsynen och även har det huvudsakliga ansvaret och också verktygen för att vidta riskförebyggande åtgärder (både i förhållande till generella stabilitetsrisker och till instituttspecifika risker). Nackdelen med detta är dock att den kompetens som finns hos ECB och dess medlemmar inte kan utnyttjas på samma sätt.

ESRB:S BEFOGENHETER

En grundläggande förutsättning för en fungerande makrotillsyn är att de varningar och rekommendationer som ESRB utfärdar också följs av den part de riktas till. Som nämnts ovan kommer rekommendationerna dock inte att vara bindande utan den berörda parten förväntas i stället följa rekommendationen eller förklara varför man väljer att inte göra detta.

Bakgrunden till att rekommendationerna inte görs bindande är att en sådan ordning skulle innebära en relativt kraftig inskränkning i det nationella beslutsfattandet. Man kan dock fråga sig hur pass effektivt detta system kommer att fungera. Den eller de myndigheter som blir föremål för en rekommendation kan helt enkelt avstå från att följa den. I detta sammanhang är det positivt att ESRB ges möjlighet att publicera sina analyser och rekommendationer eftersom ett offentliggörande torde bidra till att öka efterlevnaden.

TILLSYNSMYNDIGHETERNAS DELTAGANDE

En omtvistad fråga kring ESRB:s sammansättning har varit i vilken utsträckning de nationella tillsynsmyndigheterna ska vara inblandade i makrotillsynen. Vissa har här förespråkat att de inte ska delta alls och andra har hävdade att de måste delta på lika villkor som centralbankerna, det vill säga med full rösträtt. Den nära kopplingen mellan makro- och mikrotillsyn motiverar att tillsynsmyndigheterna deltar i ESRB. Att de inte får rösträtt ska ses mot bakgrund av att de indirekt kommer att representeras av de tre EU-tillsynsmyndigheterna. Att inte låta tillsynsmyndigheterna delta på jämlika villkor kan dock innebära en risk för att effektiviteten i makrotillsynen minskar. Detta eftersom det i många fall lär bli tillsynsmyndigheterna som är mottagare av de rekommendationer som ESRB utfärdar. Frågan är därför i vilken utsträckning de kommer att vara villiga att genomföra de rekommendationer som de inte varit med att fatta beslut om.

Vad kunde ha gjorts annorlunda?

Som framgått här erbjuder EU:s nya tillsynssystem inte någon fulländad lösning på de samordningsproblem och intressekonflikter som är förknippade med tillsynen av gränsöverskridande företag, vare sig vad gäller dotterbolagskoncerner eller filialbolag. Frågan är då vad som kunde ha gjorts annorlunda för att hantera dessa problem. Med utgångspunkt i syftet att skapa ett system där gränsöverskridande systemrisker kan förebyggas och hanteras på ett effektivt sätt finns tre huvudsakliga vägar att gå.

EN ÅTERGÅNG TILL NATIONELLA FINANSIELLA SYSTEM

Det *första* alternativet är att konstruera ett regel- och tillsynssystem som helt eliminerar förekomsten av gränsöverskridande systemrisker. Därmed undviker man också potentiella samordningsproblem och intressekonflikter mellan länder. För EU:s del skulle detta kräva att man återgår till en tillsynsstruktur som ger varje medlemsstat fullständiga tillsynsbefogenheter över alla de finansiella företag som är etablerade i landet. Hemlandsprincipen och principen om ömsesidigt erkännande måste i så fall avskaffas, liksom de regler som ger grupp-tillsynsmyndigheten befogenheter att fatta beslut om gränsöverskridande koncerner. Kort sagt, EU skulle återgå till den modell som gäller för gränsöverskridande bankverksamhet i resten av världen. Detta är dock inte tillräckligt för att helt eliminera riskerna för att problem sprider sig över gränser. För att åstadkomma detta skulle det också bland annat behövas restriktioner i kapitalflöden över gränser och krav på att dotterbolag till utländska koncerner är finansiellt och operativt helt oberoende av andra bolag inom koncernen. I grunden handlar detta alternativ om att bygga ett regel- och tillsynssystem som avskärmar det nationella finansiella systemet från omvärlden. Sådana protektionistiska åtgärder skulle sannolikt ske till höga samhällsekonomiska kostnader och även stå i bjärt kontrast mot ett av EU:s mest grundläggande mål – nämligen att etablera en gemensam marknad för varor och tjänster.

ÖVERLÅTA MAKTEN TILL EU

Det *andra* alternativet – som till fullo bejaktar EU:s integrationstanke – är att övergå till överstatliga arrangemang för tillsyn och krishantering. Detta skulle kunna göras på lite olika sätt och ske genom en stegvis process. Huvudpoängen skulle dock vara att systemriskerna övervakas och hanteras på den nivå där de existerar. På så sätt skulle tillsynen verka för det gemensamma bästa. En gemensam huvudman för tillsynen över gränsöverskridande institut gör att samordningsproblem kan undvikas. Intressekonflikter skulle förvisso fortfarande kunna uppstå, men inte i form

av konflikter mellan länder utan snarare mellan nationella och federala myndigheter. Ur ett nationellt perspektiv skulle de federala myndigheternas agerande dock kunna vara ofördelaktigt eftersom det överordnade målet är att förebygga och hantera systemrisker på aggregerad nivå, vilket teoretiskt sett skulle kunna innebära större nationella kostnader (i händelse av en kris).

En grundläggande förutsättning för ett överstatligt arrangemang är att EU får resurser att betala för eventuella krishanteringsåtgärder – annars uppstår en splittring av ansvaret för tillsyn och krishantering liknande den som idag existerar för gränsöverskridande filialbolag. Att skapa gemensamma finansiella resurser på EU-nivå är dock problematiskt eftersom EU saknar beskattningsrätt.

UPPGRADE DEN EXISTERANDE MODELLEN

Det tredje alternativet är att gå den väg som EU nu har valt, nämligen att fortsätta bygga på och utveckla den befintliga decentraliserade modellen för reglering och tillsyn, men att samtidigt också bygga upp ett sammanhållet och harmoniserat ramverk för krishantering som omfattar mer än bara regler om insättningsgaranti. Ett sådant ramverk skulle bidra med en ökad tydlighet i vem som ansvarar för vad vid en kris, i allt från tillsynsinsatser som kan vidtas i ett tidigt stadium av en kris, åtgärder i förhållande till institut med likviditets- och solvensproblem, till avveckling och rekonstruktion av insolventa banker. Det skulle vidare kunna stärka förutsättningarna för att de nationella ramverken ska kunna samspela på ett bra sätt vid gränsöverskridande krishantering. Därigenom skulle de samordningsproblem och intressekonflikter som är förknippade med gränsöverskridande krishantering kunna minska. Men även om EU lyckas åstadkomma detta så kvarstår faktum att en fortsatt decentraliserad modell för reglering och tillsyn inte hanterar det grundläggande problemet att flera länder är involverade i tillsyn och krishantering. Hur man än gör kan man aldrig helt eliminera risken för att intressekonflikter och samordningsproblem uppstår.

Ingen fulländad lösning

Det reformerade tillsynssystem som kommer att införas inom EU ska ses mot bakgrund av en politisk vilja att snabbt reparera de brister som under krisen uppmärksammats i det befintliga systemet. De lösningar som har överenskommit har därför skett utan genomgripande förändringar i EU:s legala och institutionella struktur, det vill säga utan ändringar i de grundläggande principer som gäller för reglering och tillsyn av finansiella företag inom EU.

I denna artikel har jag argumenterat för att även om reformerna innebär en väsentlig förbättring så utgör de ingen fulländad lösning för att främja och upprätthålla finansiell stabilitet på Europas integrerade finansmarknader. För att skapa ett hållbart ramverk krävs mer genomgripande reformer, och om utgångspunkten är att skapa en inre marknad för finansiella tjänster så kommer det att krävas en högre grad av centraliserad tillsyn och krishantering – åtminstone för de finansiella företag som bedriver omfattande gränsöverskridande verksamhet.

Referenser

- Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A. and Shin, H. 2009. The Fundamental Principles of Financial Regulation. London, Centre for Economic Policy Research. <http://www.cepr.org/pubs/books/P197.asp>
- Council of the European Union 18-19 June 2009, Presidency conclusions, Brussels 10 July 2009. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/108622.pdf
- Council of the European Union, 2948th Council meeting Economic and Financial Affairs Luxembourg, 9 June 2009. Press release. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/108392.pdf
- Council of the European Union. Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council on Community macroprudential oversight of the financial system and establishing European Systemic Risk Board - Compromise proposal by the Presidency. 14491/1/09 REV 1. Brussels, 21 October 2009. <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st14/st14491-re01.en09.pdf>
- Council of the European Union. Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Banking Authority (EBA) - Compromise agreed at 2 December ECOFIN. 16748/1/09 REV 1. Brussels, 3 December 2009. <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st16/st16748-re01.en09.pdf>
- Council of the European Union. Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Insurance and Occupational Authority (EIOPA) - Presidency compromise. 16749/1/09 REV 1. Brussels, 7 December 2009. <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st16/st16749-re01.en09.pdf>
- Council of the European Union. Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA) - Presidency compromise. 16751/1/09 REV 1. Brussels, 7 December 2009. <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st16/st16751-re01.en09.pdf>
- Eisenbeis, R.A., Kaufman, G.C., Cross border banking and financial stability in the EU, *Journal of Financial Stability* (2007).
- European Commission, Review of the Lamfalussy process – Strengthening supervisory convergence. COM (2007) 727 final. Brussels, November 2007.
- The High-Level Group on financial supervision in the EU (chaired by Jacques de Larosière), Report to the European Commission. Brussels, 25 February 2009.
- Srejber, E., Noréus, M., The future relationship between financial stability and supervision in the EU, *Penning- och valutapolitik* 2005:4, s. 50-62

Sveriges riksbank, Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn, Finansiell stabilitet 2005:1, s. 71-92.

Sveriges riksbank, Finansiell integration och ansvaret för det finansiella systemets stabilitet inom EU, Finansiell stabilitet 2003:2, s. 73-88.

■ Tidigare utgivna artiklar

Kronemissioner i utlandet <i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning <i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989 <i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar <i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv <i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990 <i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Avvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt <i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990 <i>Marianne Biljer</i> och <i>Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990 <i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet <i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad <i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems <i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken <i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU <i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990 <i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier <i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling <i>Bo Dahlheim</i> , <i>Peter Lagerlöf</i> och <i>Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare <i>Göran Lind</i> och <i>Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll! <i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling <i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu <i>Hans Lindberg</i> och <i>Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling <i>Jonny Nilsson</i>	1991:3
Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken <i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991 <i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov <i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991 <i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden <i>Bo Dahlheim</i> , <i>Göran Lind</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor <i>Loulou Wallman</i>	1992:2
Utländska förvärv av aktier i svenska företag <i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna <i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning <i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utlandets placeringar i svenska räntebärande värdepapper <i>Martin Falk</i> och <i>Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia: A Case Study in Competition and Deregulation <i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992 <i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992 <i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi <i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden <i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer <i>Yngve Lindh</i>	1993:1

Betalningssystemen i brytningstid <i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992 <i>Martin Falk</i> och <i>Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992 <i>Marianne Biljer</i> och <i>Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992 <i>Bo Dahlheim</i> , <i>Göran Lind</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebriest – ett långvarigt problem i svensk ekonomi <i>Annika Alexius</i> och <i>Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992 <i>Eva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU <i>Annika Alexius</i> och <i>Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union <i>Maria Landell</i> och <i>Magnus Lindberg</i>	1993:2
Kapitaltäckning för marknadsrisker <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden <i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer <i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor <i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993 <i>Kerstin Mitlid</i> och <i>Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår <i>Daniel Barr</i> och <i>Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg? <i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU <i>Kari Lotsberg</i> och <i>Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen <i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin <i>Claes Berg</i> och <i>Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen <i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs <i>Anders Lindström</i> och <i>Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper <i>Mattias Croneborg</i> och <i>Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden <i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993 <i>Göran Lind</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden <i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll <i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem <i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten <i>Eva Seppälä</i>	1994:2
Statsskulden, räntorna och utländska placerares beteende <i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken <i>Bengt Hansson</i> och <i>Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken <i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling <i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden <i>Martin Edlund</i> och <i>Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende <i>Lars Hörngren</i> och <i>Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd <i>Johan Östberg</i>	1994:4
Prisstabilitet och penningpolitik <i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU <i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet <i>Daniel Barr</i> och <i>Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Mattias Croneborg</i>	1995:2
Prisstabilitet och ekonomisk tillväxt <i>Mats Galvenius</i> och <i>Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv <i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar <i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstituten 1994 <i>Björn Hasselgren</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2

Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande <i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik <i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method <i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer <i>Lotte Schou</i> och <i>Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan <i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet <i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU <i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen <i>Krister Andersson</i> och <i>Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta <i>Stefan Ingves</i> och <i>Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet <i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand <i>Stefan Ingves</i> och <i>Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktscurs <i>Annika Alexius</i> och <i>Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden <i>Fredrika Röckert</i> och <i>Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer <i>Antti Koivisto</i> och <i>Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
"Herstatt-risken" och det internationella banksystemet <i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den europeiska centralbanken <i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå <i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar <i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet <i>Mikael Apel</i> och <i>Lars Heikensten</i>	1996:3
Potentiell produktion och produktionsgap <i>Mikael Apel</i> , <i>Jan Hansen</i> och <i>Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna <i>Martin Blåvarg</i> och <i>Stefan Ingves</i>	1996:3
Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv <i>Robert Bergqvist</i> och <i>Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem <i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna <i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten <i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk <i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturumvandlingen och prisbildningen <i>Tor Borg</i> och <i>Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken <i>Hans Bäckström</i> och <i>Peter Stenkula</i>	1997:1
Har inflationsprocessen förändrats? <i>Claes Berg</i> och <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen <i>Hans Dillén</i> och <i>Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport <i>Jonas Eriksson</i> och <i>Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden <i>Christian Ragnartz</i> och <i>Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet <i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen <i>Jonas A. Eriksson</i> och <i>Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU <i>Kerstin Mitlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken? <i>Lars Heikensten</i> och <i>Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål <i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet <i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank <i>Mikael Apel</i> och <i>Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser? <i>Ossian Ekdahl</i> , <i>Jonas A. Eriksson</i> och <i>Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutoptioner som EMU-indikatorer <i>Javier Aguilar</i> och <i>Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk <i>Lina El Jahel</i> , <i>William Perraudin</i> och <i>Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv <i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform? <i>Martin Blåvarg</i> och <i>Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation <i>Marcus Asplund</i> och <i>Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street <i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on <i>Mervyn King</i>	1998:3

Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar? <i>Hans Bäckström och Stefan Ingves</i>	1998:4
Varför ska man använda ränteindex? <i>Christian Ragnartz</i>	1998:4
Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur <i>Maria Götherström</i>	1998:4
Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering <i>Lars Heikensten</i>	1999:1
Hedgefonder – orosstiftare? <i>Per Walter och Pär Krause</i>	1999:1
Optionspriser och marknadens förväntningar <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1999:1
Managing and Preventing Financial Crises <i>Martin Andersson och Staffan Viotti</i>	1999:1
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	1999:2
Inflationsprognos med osäkerhetsintervall <i>Mårten Blix och Peter Sellin</i>	1999:2
Marknadsvärderad utlandsställning <i>Gunnar Blomberg och Johan Östberg</i>	1999:2
Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim <i>Villy Bergström</i>	1999:2
Mot nya nationella och internationella bankregler <i>Göran Lind och Johan Molin</i>	1999:3
Valutareservens ränterisk <i>Christian Ragnartz</i>	1999:3
Inflation Forecast Targeting <i>Claes Berg</i>	1999:3
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	1999:4
Olika sätt att bedriva inflationspolitik – teori och praktik <i>Mikael Apel, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	1999:4
Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser <i>Per Lilja</i>	1999:4
Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU <i>Lars Heikensten och Tomas Ernhagen</i>	2000:1
Finns det en "ny ekonomi" och kommer den till Europa? <i>Jonas A. Eriksson och Martin Ådahl</i>	2000:1
Makroindikationer på kreditrisker vid företagsutlåning <i>Lena Lindhe</i>	2000:1
Internationella portföljinvesteringar <i>Roger Josefsson</i>	2000:1
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	2000:2
Makroekonomiskt beroende av demografin: En nyckel till bättre framtidsbedömningar <i>Thomas Lindh</i>	2000:2
Euron och svensk bostadsfinansiering <i>Margareta Kettis och Lars Nyberg</i>	2000:2
Conducting Monetary Policy with a Collegial Board: The New Swedish Legislation One Year On <i>Claes Berg och Hans Lindberg</i>	2000:2
Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk <i>Staffan Viotti</i>	2000:3
Banklagskommitténs huvud- och slutbetänkande	2000:3
Att besegra inflationen – en introduktion till Sargents analys <i>Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	2000:3
The conquest of American inflation: A summary <i>Thomas J. Sargent and Ulf Söderström</i>	2000:3
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	2000:4
Kreditvärdering och konjunkturcykeln: kan konkurser prognosticeras? <i>Tor Jacobson och Jesper Lindé</i>	2000:4
Ansökarländernas val av växelkursystem inför EMU <i>Martin Ådahl</i>	2000:4
Lönespridning mellan olika sektorer i Sverige <i>Sara Tägtström</i>	2000:4
Trends in Swedish Public Finances – Past and Future <i>Yngve Lindh och Henry Ohlsson</i>	2000:4
Självständiga centralbanker i demokratier? <i>Villy Bergström</i>	2001:1
Räntestyrring i penningpolitiken – hur går det till? <i>Kerstin Mitlid och Magnus Vesterlund</i>	2001:1
Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld? <i>Kent Friberg och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:1
Riksbankens yttrande över betänkandet Offentlig administration i Sverige av banker i kris (SOU 2000:66)	2001:1
Hur kan centralbanker främja finansiell stabilitet? <i>Tor Jacobson, Johan Molin och Anders Vredin</i>	2001:2
Regulation and banks' incentives to control risk <i>Arnoud W.A. Boot</i>	2001:2
Maintaining financial stability: Possible policy options <i>Philip Lowe</i>	2001:2
Dealing with financial instability: The central bank's tool kit <i>Arturo Estrella</i>	2001:2
Skattepolitiska utmaningar och prioriteringar <i>Robert Boije</i>	2001:2
Fastighetsskattens roll i skattesystemet <i>Peter Englund</i>	2001:2

Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen <i>Martin Andersson, Gabriela Guibourg och Björn Segendorff</i>	2001:3
Internationella valutafondens kvoter – om funktion och inflytande <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2001:3
How good is the forecasting performance of major institutions? <i>Mårten Blix, Joachim Wadefjord, Ulrika Wienecke and Martin Ådahl</i>	2001:3
Aktieindexoptioner som framåtblickande indikator <i>Magnus Lomakka</i>	2001:3
Ett finansiellt mått på inflationsförväntningar <i>Malin Andersson och Henrik Degré</i>	2001:3
Om prisstabilitet och finansiell stabilitet <i>Sonja Daltung</i>	2001:4
Kontant användningen i den svenska ekonomin <i>Martin Andersson och Gabriela Guibourg</i>	2001:4
Hur kan man förklara löneutvecklingen? <i>Lars Calmfors och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:4
Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet <i>Urban Bäckström</i>	2002:1
Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation <i>Lars Heikensten och Anders Borg</i>	2002:1
Realränta och penningpolitik <i>Magnus Jonsson</i>	2002:1
Guldreservens roll och avkastning på guld <i>Annette Henriksson</i>	2002:1
Centralbankers behov av eget kapital <i>Tomas Ernhagen, Magnus Vesterlund och Staffan Viotti</i>	2002:2
Inter-bank exposures and systemic risk <i>Martin Blåvarg and Patrick Nimander</i>	2002:2
Rixmod – Riksbankens makromodell för penningpolitisk analys <i>Christian Nilsson</i>	2002:2
Bör skatteavvikelse integreras i budgetprocessen? <i>Robert Boije</i>	2002:2
Avkastningskurvan och Riksbankens signalering <i>Malin Andersson, Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2002:3
Konsolidering inom den svenska banksektorn: ett centralbanksperspektiv <i>Lars Frisell och Martin Noréus</i>	2002:3
An evaluation of forecasts for the Swedish economy <i>Mårten Blix, Kent Friberg and Fredrik Åkerlind</i>	2002:3
The art of targeting inflation <i>Lars Heikensten and Anders Vredin</i>	2002:4
IRB-ansatsen i Baselkommitténs förslag till nya kapitaltäckningsregler: några simuleringsbaserade illustrationer <i>Tor Jacobson, Jesper Lindé och Kasper Roszbach</i>	2002:4
Reformerad hantering av internationella finanskriser <i>Ola Melander</i>	2002:4
Riksbankens yttrande över betänkanudet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" SOU 2002:16	2002:4
Är det bra med globalisering? <i>Villy Bergström</i>	2003:1
Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU <i>Robert Boije och Hovick Shahnazarian</i>	2003:1
Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet? <i>Malin Adolfson och Ulf Söderström</i>	2003:1
The use of market indicators in financial stability analyses <i>Mattias Persson and Martin Blåvarg</i>	2003:2
Kortbetalningar i Sverige <i>Lars Nyberg och Gabriela Guibourg</i>	2003:2
Restposten i betalningsbalansen – ett problem? <i>Gunnar Blomberg, Lars Forss och Ingvar Karlsson</i>	2003:2
Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2003:2
Riksbankens yttrande över betänkanudet Framtida finansiell tillsyn SOU 2003:22	2003:2
On central bank efficiency <i>Mårten Blix, Sonja Daltung and Lars Heikensten</i>	2003:3
An Inflation Reports Report <i>Eric M. Leeper</i>	2003:3
Finansiella bubblor och penningpolitik <i>Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2003:3
IMF – utveckling, kritik och uppgifter framöver <i>David Farelus</i>	2003:3
Krisövning ger krisfärdighet <i>Göran Lind</i>	2003:4
Payment system efficiency and pro-competitive regulation <i>Mats A. Bergman</i>	2003:4
Är "löneglidning" ett problem? <i>Eva Uddén Sonnegård</i>	2003:4
Den offentliga sektorns strukturella sparande <i>Robert Boije</i>	2004:1
The peaks and troughs of the Stability and Growth Pact <i>Jonas Fischer</i>	2004:1
Lessons from the past: What can we learn from the history of centralized wage bargaining? <i>Michelle Alexopoulos and Jon Cohen</i>	2004:1

Kan vi bli bäst igen? Kapitalbildningens roll för den långsiktiga tillväxten <i>Villy Bergström</i>	2004:2
Den finansiella acceleratoren och företagets investeringar <i>Claes Berg, Jan Hansen och Peter Sellin</i>	2004:2
Den svenska bankkrisen – ursprung och konsekvenser <i>Peter Englund</i>	2004:2
Assessment of the Riksbank's Work on Financial Stability Issues <i>Franklin Allen, Lennart Francke and Mark W. Swinburne</i>	2004:3
Effektivitet i kontantförsörjningen <i>Sonja Daltung och Mithra Ericson</i>	2004:3
Inflation och relativa prisförändringar i den svenska ekonomin <i>Bengt Assarsson</i>	2004:3
Ett decennium med inflationsmål <i>Lars Heikensten</i>	2004:4
Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar <i>Stefan Palmqvist och Lena Strömberg</i>	2004:4
Prissättningsbeteendet i svenska företag <i>Mikael Apel, Richard Friberg och Kerstin Hallsten</i>	2004:4
Riksbanken och sysselsättningen <i>Villy Bergström, Annika Svensson och Martin Ådahl</i>	2005:1
Penningpolitik med inflationsmål – erfarenheter från 20 länder <i>Claes Berg</i>	2005:1
Den "nya ekonomin" och svensk produktivitet på 2000-talet <i>Björn Andersson och Martin Ådahl</i>	2005:1
On the need to focus more on the asymmetry problem within the EU Fiscal Policy Framework <i>Robert Boije</i>	2005:1
Basel II – nytt regelverk för bankkapital <i>Göran Lind</i>	2005:2
Penningpolitiska förväntningar och terminspremier <i>Jan Alsterlind och Hans Dillèn</i>	2005:2
Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken <i>Annika Ötz</i>	2005:2
Dag Hammarskjölds insats som ekonom och ämbetsman i Sverige <i>Assar Lindbäck</i>	2005:3
Vägvalets tid. Dag Hammarskjöld och Riksbanken under 1930-talet <i>Hans Landberg</i>	2005:3
Ämbetsman eller politiker? Om Dag Hammarskjölds roll i fyrtiotalets svenska regeringspolitik <i>Örjan Appelqvist</i>	2005:3
Hammarskjöld, Sverige och Bretton Woods <i>Göran Ahlström och Benny Carlsson</i>	2005:3
Nationalekonomen Dag Hammarskjöld <i>Börje Kragh</i>	2005:3
De senaste tio åren – erfarenheter och slutsatser <i>Lars Heikensten</i>	2005:4
Penningpolitik och arbetslöshet <i>Villy Bergström och Robert Boije</i>	2005:4
The future relationship between financial stability and supervision in the EU <i>Eva Srejber och Martin Noreus</i>	2005:4
Den svenska marknaden för likviditetsutjämning <i>Pia Kronstedt Metz</i>	2005:4
Finansiell tillgångsförvaltning i Riksbanken <i>Tomas Ernhagen och Fredrik Olsson</i>	2006:1
Kontroll av legala risker i förvaltningen av finansiella tillgångar <i>Magnus Georgsson</i>	2006:1
Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop? <i>Gunnar Blomberg och Maria Falk</i>	2006:1
Effektiva växelkurser – i teori och praktik <i>Jan Alsterlind</i>	2006:1
Det offentliga ramverket för banker i EU – en introduktion <i>Jonas Niemeyer</i>	2006:2
Supervisory arrangements, LoLR and crisis management in a single European market <i>Arnoud W. A. Boot</i>	2006:2
Burden sharing in a banking crisis in Europe <i>Charles Goodhart and Dirk Schoemaker</i>	2006:2
Cross-border financial supervision in Europe: goals and transition paths <i>David G. Mayes</i>	2006:2
Sund internationell praxis grunden för bankreformer <i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	2007:1
Penningpolitiken och akademikerna: en studie av svensk penningpolitik med inflationsmål <i>Mikael Apel, Lars Heikensten och Per Jansson</i>	2007:1
Globaliseringens effekter på arbetsmarknaden i Sverige <i>Eleni Savvidou</i>	2007:1
Inflationsmålet ligger fast, men metoderna kan utvecklas <i>Remissvar på Giavazzi/Mishkins utredning</i>	2007:1
Penningpolitiken i den nya neoklassiska syntesen: en introduktion <i>Marvin Goodfriend</i>	2007:2
RAMSES – en ny allmänjämviktsmodell för penningpolitisk analys <i>Malin Adolfson, Stefan Laséen, Jesper Lindé och Mattias Villani</i>	2007:2
Ökad konkurrens och inflation <i>Magnus Jonsson</i>	2007:2
Flexibel inflationsmålspolitik – hur ska centralbanker ta realekonomisk hänsyn? <i>Stefan Palmqvist</i>	2007:2

Riksbankens prognoser för importpriser och inflation <i>Bengt Assarsson</i>	2007:3
Finns det ett optimalt sätt att strukturera tillsyn? <i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	2007:3
Nya inflationsmått för penningpolitisk analys <i>Jesper Hansson och Jesper Johansson</i>	2007:3
En utvärdering av Riksbankens prognosförmåga <i>Michael K Andersson, Gustav Karlsson och Josef Svensson</i>	2007:3
Stabilitetsrapporten 10 år – ett bokslut <i>Martin Andersson</i>	2008:1
Låneportföljförvaltning: Bra eller dåliga nyheter för den finansiella stabiliteten? <i>Anthony M. Santomero</i>	2008:1
Finansmarknadernas och de finansiella strukturerna – om hedgefonder <i>Kent Janér</i>	2008:1
Oron på de finansiella marknaderna – orsaker och konsekvenser <i>Lars Nyberg, Mattias Persson och Martin W. Johansson</i>	2008:1
Matchningsprocessen på den svenska arbetsmarknaden: En regional analys <i>Ted Aranki och Mårten Löf</i>	2008:1
Can the authorities manage crises in the financial system? <i>Johan Molin och Stefan Ingves</i>	2008:2
Varför behöver vi mått på underliggande inflation? <i>Jesper Hansson, Jesper Johansson och Stefan Palmqvist</i>	2008:2
Kort- och kontantbetalningar – ett samhällsekonomiskt perspektiv <i>Mats Bergman, Gabriela Guibourg och Björn Segendorf</i>	2008:2
hStress tests: Objectives, challenges and modelling choices <i>Mathias Drehmann</i>	2008:2
Transparens med en flexibel inflationsmålspolitik: erfarenheter och svårigheter <i>Lars E.O. Svensson</i>	2009:1
The new macro models: washing our hands and watching for Icebergs <i>Jon Faust</i>	2009:1
Beslutsprocessen – hur det går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan <i>Kerstin Hallsten och Sara Tägtström</i>	2009:1
Hedgefonder och finansiella kriser <i>Maria Strömqvist</i>	2009:1
IMF:s övervakning av den finansiella sektorn <i>Björn Segendorf och Åsa Ekelund</i>	2009:1
Penningpolitik när styrräntan är noll <i>Ulf Söderström och Andreas Westermarck</i>	2009:2
Den penningpolitiska transmissionsmekanismen <i>Elisabeth Hopkins, Jesper Lindé och Ulf Söderström</i>	2009:2
Transmissionsmekanismen och den finansiella krisen <i>Elisabeth Hopkins, Jesper Lindé och Ulf Söderström</i>	2009:2
Sambandet mellan IT-investeringar, konkurrens, organisationsförändringar och produktivitet <i>Bengt Pettersson</i>	2009:2
Riskpremien på den svenska penningmarknaden – erfarenheter från krisen <i>Albina Soultanaeva och Maria Strömqvist</i>	2009:3
Prognosmakares förmåga – vad brukar vi utvärdera och vad vill vi utvärdera? <i>Michael K. Andersson och Ted N. Aranki</i>	2009:3
Lönebildningen i Sverige <i>Kent Friberg</i>	2009:3
Anchoring Fiscal Expectations <i>Eric M. Leeper</i>	2009:3
Riksbankens kommunikation av makroekonomisk osäkerhet <i>David Kjellberg och Mattias Villani</i>	2010:1
Förväntningar om och utvärdering av penningpolitiken: Vilken roll spelar öppenhet och kommunikation? <i>Lars E. O. Svensson</i>	2010:1
Riksbankens direktion och arbetet med penningpolitiken – erfarenheter från de första tio åren <i>Mikael Apel, Carl Andreas Claussen och Petra Lennartsdotter</i>	2010:1
Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen? <i>Johan Molin</i>	2010:1

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

