



FI Dnr 15-15659

Dnr 2015/1077

2015-11-20

Riksbanken
103 37 Stockholm
(joel.montin@riksbank.se)

Förslag till ändrade bestämmelser för säkerheter för kredit i Riksbanken

(DNR 2015-00700)

Finansinspektionen och Riksgäldskontoret (nedan myndigheterna) har beretts möjlighet att lämna synpunkter på ”Förslag till ändrade bestämmelser för säkerheter för kredit i Riksbanken” (fortsättningsvis kallad promemorian). Myndigheterna väljer att lämna ett gemensamt remissvar på Riksbankens förslag. Synpunkterna utgår primärt från myndigheternas respektive uppdrag inom området finansiell stabilitet.

Riksgäldskontoret (Riksgälden) är även ansvarig för statsskuld förvaltningen och har därmed att beakta hur förslagen kan komma att påverka statspappersmarknadernas funktionssätt. Dessa effekter belyses dock väl av den analys som redovisas i det gemensamma remissvaret och fordrar därför ingen separat diskussion.

Ett av Finansinspektionens (FI) uppdrag är att bidra till väl fungerande marknader. Därtill är FI makrotillsynsmyndighet, vilket innebär ett ansvar att bedöma finansiella obalanser som kan påverka kreditutbudet och kreditefterfrågan och att vidta åtgärder för att motverka sådana obalanser.

Sammanfattning

Myndigheterna har i sak inga invändningar mot grundtanken att återgå till samma säkerhetskrav för intradagskrediter som Riksbanken tillämpade före finanskrisen. Myndigheterna delar däremot inte Riksbankens uppfattning att de konsekvenser av förslagen som i promemorian anges vara önskvärda verkligen tjänar sitt syfte. Myndigheterna föreslår därför att förslagen ska utredas vidare och att Riksbanken inom ramen för stabilitetsrådets arbete presenterar en fördjupad analys av såväl mål som medel. Myndigheterna avstyrker därför promemorians förslag.

Myndigheterna bedömer att det inte är ändamålsenligt att vidta åtgärder som innebär att bankerna måste öka sina innehav av statspapper eller flytta statspapper som används som säkerheter för andra ändamål till Riksbanken. Det främjar varken den finansiella stabiliteten eller statens möjligheter att finansiera stora lånebehov, vilket i sig är en viktig faktor för den samhällsekonomiska stabiliteten. Anledningen till att myndigheterna bedömer att bankerna inte kommer att vidta de av Riksbanken förutsedda åtgärderna är att det finns ett stort och växande utbud av kvalificerade

säkerheter vid sidan av statspapper, nämligen riksbankscertifikat. Utbudet styrs i princip av omfattningen på Riksbankens köp av statspapper och har därför ökat flerfaldigt jämfört med den period som i promemorian används för att kvantifiera förslagens effekter. Det betyder att bankerna har ett stort kreditutrymme även om de inte ökar sina innehav av statspapper. Riksbankens regler för säkerheter gör det dessutom mer förmånligt för bankerna att använda riksbankscertifikat än statspapper.

När det gäller förslagens syfte noterar myndigheterna att målsättningen är att fördyra och försvåra svenska bankers användning av säkerställda obligationer för bolån genom att försämra likviditeten i marknaden. Riksbanken gör bedömningen att detta i förlängningen skulle minska bankens kreditrisk. Det är svårt att bedöma om de åtgärder som föreslås är väl avvägda; dels är behovet att minska Riksbankens kreditrisk inte tydligt motiverat, dels är den koppling som anges mellan mål och medel såväl oklar som osäker.

Svenska säkerställda obligationer har högsta möjliga kreditbetyg, men Riksbanken gör i promemorian bedömningen att riskerna med dessa värdepapper inte fullt ut avspeglas i kreditbetygen. Det förklaras däremot inte tydligt på vilka grunder Riksbanken gör bedömningen att kreditbetygen inte är rättvisande. Myndigheterna delar inte Riksbankens bedömning i detta avseende.

Myndigheterna tolkar alltså syftet med förslagen som att påverka den finansiella stabiliteten. År 2013 inrättades det finansiella stabilitetsrådet för att bidra till en allsidig analys av den finansiella stabiliteten och diskutera behovet av ytterligare åtgärder. Myndigheterna finner det därför anmärkningsvärt att Riksbanken inte diskuterat förslagen i rådet.

Utgångspunkterna för förslagen

Promemorian inleds med att konstatera att det grundläggande syftet med att Riksbanken ställer krav på betryggande säkerheter vid utlåning till banker och andra aktörer är att begränsa Riksbankens kreditrisker. Det framgår vidare att säkerställda obligationer, det tillgångsslag som är i fokus för förändringarna, har högsta möjliga kreditbetyg. I sammanhanget är det också värt att notera, vilket inte framgår av promemorian, att säkerställda obligationer i princip är undantagna från skuldnedskrivning om en bank skulle sättas i resolution. Eftersom det svenska banksystemet har likviditetsöverkott gentemot Riksbanken handlar det dessutom endast om säkerheter för intradagskrediter, det vill säga lån med en löptid på som mest några timmar. Även om säkerställda obligationer inte har samma kreditvärdighet som svenska statspapper är det således svårt att uppfatta omsorg om Riksbankens kreditrisker som ett viktigt syfte med förslaget.

Av promemorian framgår också att det primärt är andra typer av effekter som Riksbanken vill uppnå. En är att minska andelen säkerställda obligationer i bankernas likviditetsreserver. En annan är att minska bankernas användning av säkerställda obligationer för sin finansiering, bland annat genom att bidra till att säkerställda obligationer blir mindre likvida. Den försämrade likviditeten (den ökade

likviditetspremien) förutses kunna leda till fördyrad upplåning för bankerna, vilket ska föras vidare som ökade kostnader för bolån. Målet med de föreslagna åtgärderna är att den försämrade likviditeten i förlängningen ska leda till högre bolåneräntor och minskad kreditefterfrågan. Dessa primära syften kopplas sedan tillbaka till Riksbankens kreditrisker: ”Svenska bankers utbredda användning av säkerställda obligationer medför alltså vissa risker för den finansiella stabiliteten. Detta innebär i förlängningen också risker för Riksbanken om säkerställda obligationer används som säkerhet för kredit.” (s. 1).

Det är dock inte uppenbart att villkoren för säkerheter för intradagskrediter minskar Riksbankens kreditrisker i ett läge där den finansiella stabiliteten är hotad. Då aktualiseras – som framgick av krisen 2008–2009 – krediter på särskilda villkor. Riksbanken kan då, vilket också anges i promemorian, behöva acceptera andra säkerheter än i ett normalt och stabilt läge. För att ha någon effekt på Riksbankens kreditrisker i detta avseende måste de föreslagna förändringarna kunna antas påverka risken för att det ska uppstå en finanskris i vilken utlåning på särskilda villkor skulle aktualiseras. Det är en aspekt som inte är närmare belyst i promemorian, men som framgår nedan är det tänkbart att förslagen – givet att de får de angivna effekterna – kan göra att sådant stöd kommer att krävas i ett tidigare skede och i större omfattning om en kris inträffar.

Myndigheterna kan sammanfattningsvis konstatera att förslagen i promemorian i första hand synes syfta till att minska risken för finansiell instabilitet. Det är ett gemensamt uppdrag för svenska myndigheter att inom sina respektive ansvarsområden söka motverka hot mot den finansiella stabiliteten. Det finansiella stabilitetsrådet är det forum som inrättats för allsidig analys och diskussion av åtgärder inom detta område. Samtidigt är det väsentligt att åtgärderna organiseras så att de sammantaget får ändamålsenliga och väl avvägda effekter. Försök från Riksbankens sida att som medel i den finansiella stabilitetspolitiken använda regler som i grunden har ett annat syfte – i detta fall att hantera Riksbankens kreditrisker – är inte uppenbart förenliga med en sådan strävan.

Myndigheterna anser dessutom att effekterna på den finansiella stabiliteten inte är tillräckligt belysta i promemorian. Det är exempelvis noterbart att det saknas ett avsnitt i konsekvensanalysen ägnat åt just den aspekten. Som myndigheterna utvecklar närmare i de följande avsnitten finns det skäl att befara att förslagen – om de skulle få de effekter som anges i promemorian – gör det svenska finansiella systemet mindre robust. I synnerhet finns risker för att systemet skulle bli mindre motståndskraftigt mot störningar i likviditetsförsörjningen.

Det finns dock skäl att anta att bankerna inte kommer att agera på det sätt som antas i promemorian och därmed skulle inte förslagen leda till de effekter som Riksbanken vill uppnå. I så fall torde också de negativa effekterna som myndigheterna befärrar utbli. I återstoden av remissvaret utvecklar myndigheterna skälen för dessa bedömningar.

Förslagets effekter – en alternativ konsekvensanalys

Myndigheterna noterar att det inte är helt enkelt att bedöma vilka effekter förslagen kan tänkas få. En anledning är att bankerna i utgångsläget håller säkerheter hos Riksbanken som överstiger det lånebehov de normalt har. Enligt tabell 4 i promemorian var under mätperioden september 2014 till mars 2015 kreditutrymmet i genomsnitt dubbelt så stor som det mått på genomsnittet av högsta intradagskrediter som redovisas i samma tabell. Den marginalen skulle, också enligt tabell 4, minska till drygt 50 procent om förslagen i promemorian genomförs och bankerna inte vidtar några åtgärder för att återställa kreditutrymmet. I så fall torde det sannolikt inte uppstå några effekter på marknaderna för de aktuella obligationerna. Men om bankerna väljer att inte återställa kreditutrymmet hos Riksbanken skulle förslagen inte heller påverka sammansättningen av bankernas likviditetsreserver. Det framstår också som oklart huruvida bankernas finansiering via säkerställda obligationer skulle minska. På denna grund framstår det som att förslagets effekter i hög grad beror på de anpassningar bankerna väljer att göra.

Myndigheterna har svårt att bedöma om bankerna skulle välja att låta kreditutrymmet minska så kraftig. I promemorian finns heller ingen direkt analys av den frågan. Utgångspunkten för konsekvensanalysen är att bankerna ökar innehavet av tillgångar som uppfyller de högre kraven, t.ex. statspapper, så att kreditutrymmet återställs. Det påtalas dock att bankerna har möjlighet att flytta säkerheter som används för andra ändamål till Riksbanken eller att helt enkelt arbeta med ett lägre kreditutrymme.

Konsekvensanalysens struktur kan tolkas som att promemorians huvudscenario är att åtminstone huvuddelen av kreditutrymmet återställs och att det sker genom att bankerna ökar innehaven av statspapper. För denna tolkning talar även att de övriga effekter som förslagen söker uppnå i allt väsentligt skulle bortfalla om bankerna inte agerar på detta sätt. Förslagen är således svåra att motivera med ett annat antagande om bankernas agerande.

Myndigheterna väljer därför att i ett första steg analysera förslagets effekter utifrån samma antagande som görs i konsekvensanalysen i promemorian. I nästa steg behandlas effekterna av om bankerna väljer att anpassa sig på andra sätt. Avslutningsvis diskuteras huruvida några anpassningar över huvud taget är troliga.

Återställning av kreditutrymmet genom köp av statspapper

För resonemanget i detta avsnitt antar myndigheterna, på samma sätt som promemorian, att kreditutrymmet återställs genom köp av statspapper. Enligt tabell 1 betyder det att bankerna behöver öka innehavet av statspapper med 44 miljarder kronor. Promemorian bedömer att det är ett litet belopp i förhållande till statsskulden och därför endast skulle få en begränsad påverkan på statspappersmarknaden (se s. 17).

Myndigheterna gör här en annan bedömning. Till detta bidrar även att sedan promemorian publicerades har Riksbanken meddelat att den kommer att fortsätta att köpa statspapper under första halvåret 2016 till ett nominellt värde av 65 miljarder kronor. Utifrån dessa antaganden skulle alltså under första halvåret 2016 i storleksordningen 110 miljarder kronor inte längre finnas tillgängliga för andra

investerare med placeringsbehov. Det motsvarar 17 procent av den utestående volym exklusive Riksbankens innehav som redovisas i tabell 2 i promemorian. Sammantaget kommer Riksbanken vid halvårsskiftet 2016 att inneha en tredjedel av den utestående stocken av statsobligationer.

Det är omöjligt att exakt ange var den kritiska gränsen går för när statspappersmarknaden mer markant börjar påverkas av denna typ av omfördelningar till aktörer som inte aktivt handlar med sina innehav. Däremot går det inte att komma ifrån att förslagen snabbt skulle föra marknaden närmare denna gräns. En mindre välfungerande marknad är förknippad med risker och ökade kostnader för såväl investerare som för låntagaren. Högre transaktionskostnader på grund av försämrad likviditet kommer att minska investerarintresset för statsobligationer som placeringstillgång. Om många aktiva investerare väljer att lämna den svenska statspappersmarknaden, kan för det första staten få svårare att vid behov snabbt öka sin upplåning. Detta skulle kunna utgöra en statsfinansiell och samhällsekonomisk risk. För det andra kan bankernas möjlighet att vid behov skaffa fram likviditet genom att sälja statspapper försämrats, vilket i sin tur kan leda till att systemets känslighet för likviditetsstörningar ökar.

I sammanhanget kan noteras att i den enkät som Riksbanken under hösten 2015 genomfört bland aktörer på de svenska ränte- och valutamarknaderna svarar varannan aktör att marknaderna fungerar sämre än för ett halvår sedan, framför på grund av försämrad likviditet.¹ Många aktörer nämner även Riksbankens köp av statsobligationer som en anledning till att likviditeten försämrats.

Här finns en motsägelse i promemorians resonemang. Det anges att en eftersträvad effekt av förslagen är att öka bankernas likviditetstäckningsgrad i kronor. En tanke med att ställa krav på bankerna att ha buffertar av likvida tillgångar är att dessa ska kunna säljas eller belånas i lägen där banken utsätts för likviditetspåverkande stress. Men det förutsätter att de aktuella tillgångarna verkligen är likvida. En åtgärd som gör de svenska statspappersmarknaderna mindre likvida riskerar således att bli kontraproduktiv även om den skulle leda till att innehavet av statspapper ökar.

Myndigheterna har redan i andra sammanhang framhållit att de inte delar Riksbankens uppfattning att det vore önskvärt att genom reglering öka andelen tillgångar i svenska kronor i bankernas likviditetsbuffertar.² I lägen med likviditetspåverkande stress är höglikvida tillgångar i utländsk valuta att föredra. Dels är marknaderna för till exempel tyska och amerikanska statspapper mer likvida i ett stressat läge än de svenska. Dels har Riksbanken möjlighet att skapa obegränsade mängder likviditet i svenska kronor genom att ge lån på särskilda villkor mot fullgoda säkerheter. Att öka andelen tillgångar i svenska kronor i bankernas likviditetsbuffertar är således inte ändamålsenligt i sig och det blir än mindre lämpligt om förslagen i promemorian får här antagna effekter på bankernas statspappersinnehav.

¹ Marknadsaktörers syn på risker och de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt, hösten 2015 http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riskenkat/2015/rap_riskenkat_151118_sve.pdf

² Se protokollet från det Finansiella stabilitetsrådets möte i maj 2014

<http://www.regeringen.se/rapporter/2014/06/protokoll-fran-finansiella-stabilitetsradets-mote-den-23-maj-2014/>

Ett uttalat syfte med förslagen är att göra säkerställda obligationer mindre likvida, för att därigenom höja bankernas finansieringskostnader och dämpa kreditgivningen till hushållens bostadsköp (se s. 5). Myndigheterna delar Riksbankens oro för en snabb kredittillväxt hos svenska hushåll, men ifrågasätter om Riksbankens förslag är ett ändamålsenligt medel. Myndigheterna efterlyser en mål-medel-analys, som beaktar effekter av försämrad likviditet på andra aspekter av finansiell stabilitet, i första hand följderna av likviditetsstörningar. Ju större andel av bankernas statspappersinnehav som ligger som säkerheter för intradagskrediter från Riksbanken, desto större del av det övriga likviditetsbehovet måste vid en påfrestning täckas genom att bankerna säljer eller belånar andra tillgångar. Försämrad likviditet gör dessa marknader mindre motståndskraftiga mot den typen av störningar.

En tänkbar effekt av åtgärder som samtidigt försämrar likviditeten i marknaden för statspapper och säkerställda obligationer är således att risken för självförstärkande likviditetspåfrestningar ökar. Det skulle betyda att den punkt vid vilken Riksbanken måste ingripa genom att ge generellt och/eller riktat likviditetsstöd på särskilda villkor tidigareläggs. Som erfarenheterna från 2008–2009 visar kan det då krävas stora insatser med lån och att dessa måste ges på längre löptider. Det är också troligt att Riksbanken då behöver acceptera en bredare grupp av säkerheter, inklusive sådana med högre kreditrisk än statspapper.

I syfte att minska kreditriskerna i lån som ges intradag i lugna lägen kan Riksbanken istället komma att behöva acceptera större kreditrisker – via större volymer och längre löptider – i osäkra lägen. Sett i ett vidare perspektiv är det således inte självklart att förslagen är ändamålsenliga utifrån det aktuella regelverkets grundläggande syfte att reducera Riksbankens kreditrisker.

Återställning av kreditutrymmet genom omfördelning av säkerheter

Som framgår av promemorian kan bankerna återställa kreditutrymmet utan att öka sina innehav av statspapper, till exempel genom att statspapper som används som säkerheter för andra ändamål förs över till Riksbankens intradagskrediter. I så fall bortfaller de effekter på statspappersmarknaden som diskuteras i föregående avsnitt, men i stället kan det uppstå oönskade konsekvenser av andra slag. Till exempel är det nödvändigt att beakta vad som händer om de säkerheter som bankerna använder för andra ändamål i mindre utsträckning utgörs av statspapper.

I promemorian kommenteras inte vilka dessa andra ändamål kan tänkas vara, men sannolikt skulle säkerheter i clearing via central motpart (CCP) påverkas. En av lärdomarna från 2008-2009 är att centrala motparter utgör en nyckelfunktion för att säkra stabilitet i det finansiella systemet. Samtidigt innebär koncentrationen av transaktioner till centrala motparter en strukturell sårbarhet genom att operativa risker, likviditetsrisker och kreditrisker i hög grad ackumuleras i dessa enheter. Att öka centrala motparters motståndskraft är därför ett viktigt fokusområde i både reglering och tillsyn. Myndigheterna bedömer att förslagen, om de får avsedd effekt, riskerar att försvaga motståndskraften hos centrala motparter på grund av en försämrad kvalitet på ställda

säkerheter. Det är värt att betona att fallissemang av en central motpart vore en mycket allvarligare störning för det finansiella systemet än fallissemang av en enskild motpart.

Återställning av kreditutrymmet genom annat än statspapper (eller inte alls)

Som nämns ovan framgår av promemorian att bankerna under perioden september 2014 till mars 2015 hade ett större genomsnittligt kreditutrymme än vad som behövdes för att klara även stora intradagskrediter. Det gäller även om man utgår från de föreslagna kraven på säkerheter. Ett tänkbart utfall är alltså att bankerna väljer att inte återställa sitt kreditutrymme genom att föra över mer statspapper till Riksbanken. I så fall blir de direkta effekterna av förslagen på marknaden för statspapper och säkerställda obligationer små.

En annan faktor som kan bidra till att så blir fallet är att bankerna – utöver statspapper – har möjlighet att använda riksbankscertifikat som säkerheter för intradagskrediter. Här har utbudet förändrats markant sedan perioden september 2014–mars 2015, i första hand till följd av Riksbankens köp av statspapper. Den 31 augusti 2014 fanns det 25 miljarder kronor i riksbankscertifikat utestående. Det kan jämföras med 202 miljarder i mitten av november i år, en ökning med 177 miljarder kronor.³ Med tanke på att Riksbanken avser att köpa mer statspapper under innevarande år och nästa kommer utbudet att öka ytterligare.

Riksbankscertifikat hålls nästan uteslutande av Riksbankens penningpolitiska motparter, det vill säga de aktörer som kan tänkas ha behov av att ställa säkerheter för intradagskrediter. Däremot är det en bredare grupp av investerare än de penningpolitiska motparterna som säljer de statspapper som Riksbanken köper. Statistiken talar exempelvis för att en betydande del sålts av utländska investerare. Detta talar för att Riksbankens köp av statspapper markant ökar den mängd kvalificerade säkerheter som bankerna disponerar.

Till detta kommer att Riksbanken i sitt säkerhetssystem tillämpar ett värderingsavdrag på 0,5 procent för riksbankscertifikat. För svenska statspapper med löptid på 0–3 år är avdraget 3 procent. Denna skillnad borde ytterligare uppmuntra bankerna att i görligaste mån använda riksbankscertifikat snarare än statspapper som säkerheter.

Sammantaget leder det myndigheterna till slutsatsen att det är svårt att se att förslagen i promemorian i praktiken skulle ge bankerna anledning att öka sina innehav av statspapper. Åtminstone är detta fallet i den penningpolitiska situation som råder för närvarande och som Riksbanken har angett även kommer att gälla under en längre tid framöver. Behovet av säkerheter tillfredsställs minst lika effektivt av deras ökade innehav av riksbankscertifikat.⁴

³ I slutet av mars 2015, fanns det riksbankscertifikat för 68 miljarder kronor. Huvuddelen av ökningen har alltså skett efter slutet av den observationsperiod som används i promemorian.

⁴ Det finns inga rättsliga begränsningar för bankerna att använda riksbankscertifikat för att uppfylla kravet på likviditetstäckningskvot, LCR. I praktiken är det däremot en fördel för banker att använda mer långfristiga värdepapper i sin likviditetsbuffert, särskilt eftersom buffertkravet ständigt måste vara uppfyllt.

Mängden riksbankscertifikat kan variera från vecka till vecka beroende på utfallet av Riksbankens auktioner. I den mån Riksbanken emitterar en mindre volym certifikat i någon period kommer banken dock i stället att låna motsvarande summor via s.k. finjusterande transaktioner. Dessa har en löptid på en dag. Det betyder att intradag kommer det att finnas ett stort likviditetsöverskott. Allt annat lika torde det minska sannolikheten att en bank behöver låna stora summor intradag från Riksbanken. I detta läge minskar således behovet av säkerheter. Riksbankens innehav av statspapper påverkar på så sätt bankernas behov av säkerheter oavsett om Riksbanken gör veckovisa eller dagliga transaktioner för att ta hand om likviditetsöverskottet.

Myndigheterna bedömer därför att det scenario som är utgångspunkten för analysen i promemorian (och diskussionen i det inledande delavsnittet ovan) inte framstår som sannolikt i nuvarande läge. Det torde vara först om och när Riksbankens innehav av statspapper minskar markant som bankerna kommer att få anledning att överväga hur de ska agera för att upprätthålla ett tillräckligt kreditutrymme för intradagskrediter.

Oavsett om man bedömer att säkerhetskraven för intradagskrediter i Riksbanken är ett principiellt lämpligt medel för att försöka påverka bankernas likviditetsbuffertar eller deras användning av säkerställda obligationer för finansiering av bostadskrediter framstår dessa krav inte som ett verkningsfullt medel annat än möjligen på lång sikt.

Myndigheternas slutsats är därför att avstyrka förslagen i promemorian. Myndigheterna vill dessutom framhålla att det finns ett stort värde i en bred förankring av finansiella stabilitetsfrågor. Frågor av det här slaget bör därför diskuteras i stabilitetsrådet.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Hans Lindblad respektive generaldirektören Erik Thedéen beslutat efter föredragning av chefsekonomen Lars Hörngren respektive avdelningschefen Björn Bargholtz.

Hans Lindblad
Riksgäldsdirektör

Erik Thedéen
Generaldirektör
