

Anförande



Datum 2021-10-27
Talare Erik Thedéen
Möte Nationalekonomiska föreningen, Handelshögskolan i Stockholm

Finansinspektionen
Box 7821
103 97 Stockholm
Tel +46 8 408 980 00
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Finansiell stabilitet: Vad har vi lärt oss och vad kan vi göra framåt?

Tack för möjligheten att komma till Nationalekonomiska föreningen. Och att jag verkligen kunnat komma **hit** och stå i en sal på Handelshögskolan – och inte sitta hemma och stirra på en skärm – gör mig förstås extra tacksam och glad.

Pandemin ändrade på mycket i våra liv, i bara mötesformer. Finanssektorn var inget undantag. Vid pandemins utbrott uppstod problem på vissa delområden. Det blåste över och finanssektorn i stort stod stadig, i hög grad tack vare de enorma stödinsatser och andra åtgärder som riksdag, regering och ansvariga myndigheter satte in. Det blev ingen finanskris, men lärdomar finns att hämta även från kriser som inte blev.

Det kommer att vara ett tema i mitt anförande. För det ändamålet tänker jag börja med att gå tillbaka till den globala finanskrisen 2008–2009 och de reformer som den har föranlett. (Och föranleder, för arbetet är inte avslutat.) Efter en kort genomgång av FI:s åtgärder under covidkrisen kommer jag sen att diskutera de nya hot mot finansiell stabilitet som krisen lyft fram. Intresset flyttas därmed från banker – som stod i centrum för reformerna efter finanskrisen – till det som sker vid sidan av banker, så kallad *non-bank finance*. Marknader för företagsobligationer och fonder som håller sådana ägnas nu stor uppmärksamhet från FI:s sida och i den internationella regeldiskussionen. Efter några ord om det aktuella stabilitetsläget, där fastighetsbolagens obligationslån finns på radarn, tänker jag avsluta med några tankar kring lärdomar från själva krishanteringen, bland annat hur vi startar stödåtgärder och – inte minst viktig – hur vi avslutar dem.

Finansiell stabilitet – vad och hur?

Vårt ämne i dag är finansiell stabilitet. Begreppet är inte okänt, men det kan ändå vara klargörande att inledningsvis ange lite mer exakt för vad finansiell stabilitet är och beskriva hur ansvaret för att slå vakt om den finansiella stabiliteten är fördelat i Sverige.

Finansiell stabilitet kan definieras som att det finansiella systemet kan upprätthålla sina grundläggande funktioner och dessutom har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner. Systemets grundläggande funktioner är som bekant att förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och att hantera risker.

Ett stabilt finansiellt system är centralt för att samhällsekonomin ska fungera effektivt. De ekonomiska konsekvenserna av en finansiell kris påverkar direkt tillväxten, sysselsättningen, prisstabiliteten och statsfinanserna. Det lärde vi oss – på nytt – av 1990-talets svenska bankkris och av den globala finanskrisen 2008–2009.

Arbetet med att värna den finansiella stabiliteten omfattar flera saker där det viktigaste är att arbeta för att förebygga finansiella kriser, bland annat genom att verka för god motståndskraft hos hushåll och företag, samt genom analyser och övervakning av det finansiella systemet. Därtill gäller att ha beredskap och verktyg för krishantering på plats för att kunna hantera hot mot den finansiella stabiliteten om sådana uppstår.

Ansvaret för den finansiella stabiliteten delas mellan regeringen genom Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden .

Finansdepartementet ansvarar för lagstiftning och är huvudman för Finansinspektionen och Riksgälden.

Finansinspektionens huvuduppgift är att övervaka finansmarknaden och verka för ett stabilt finansiellt system genom *mikrotillsyn* (som fokuserar på hälsotillståndet i enskilda finansiella företag) och *makrotillsyn* (som handlar om att upptäcka, analysera och motverka risker i det finansiella systemet som helhet (systemrisker).

Utgångspunkten för **Riksbankens** ansvar på detta område är att finansiell stabilitet är en förutsättning för en effektiv penningpolitik och att fullgöra uppdraget från riksdagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. I likhet med Finansinspektionen analyserar och övervakar

Riksbanken stabiliteten i det finansiella systemet för att tidigt kunna upptäcka förändringar och sårbarheter som kan leda till störningar. Riksbankens fokus ligger på de stora svenska bankkoncernerna, finansmarknadernas funktionssätt och den finansiella infrastruktur som behövs för att betalningar och de svenska finansmarknaderna ska fungera.

Riksgälden är *stöd- och resolutionsmyndighet* (resolution innebär att staten genom Riksgälden kan ta kontroll över problemdrabbade institut för att rekonstruera eller avveckla dem under ordnade former). Riksgälden ansvarar även för insättningsgarantin.

Både i det förebyggande arbetet och vid eventuell krishantering är samspelet mellan myndigheterna viktigt. Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden träffas regelbundet i **Finansiella stabilitetsrådet** för att diskutera frågor om finansiell stabilitet och hur myndigheterna (inom sina respektive ansvarsområden) kan motverka hot mot finansiell stabilitet.

Vad lärde vi oss av den globala finanskrisen 2008?

En viktig lärdom är att det är olämpligt och samhällsekonomiskt skadligt att låta stora banker gå omkull (exemplet Lehman Brothers förskräcker), samtidigt som det är problematiskt (moraliskt och riskmässigt) att uttryckligen eller indirekt utfästa att staten alltid kommer att rädda banker som får problem. Åtgärderna efter finanskrisen kan sägas bestå av tre delar. De två första rör reglerna för de enskilda bankerna. Dels ställs numera högre krav på kapital och likviditet för att minska risken att banker ska gå omkull. Det faller inom området *mikrotillsyn*. Dels finns nu ett ramverk för *resolution* för att kunna hantera banker som ändå går omkull mer effektivt och ändamålsenligt. Resolution innebär bland annat att bankernas aktieägare och långivare får bära förlusterna, samtidigt som banken kan drivas vidare i statens regi, så att inte kunderna blir lidande. Ingen bank ska längre få vara *too big to fail*.

Det tredje elementet är det nya policyområde som kommit att kallas *makrotillsyn*. Det bygger på insikten att banker och andra finansinstitut är stark sammankopplade. Det räcker därför inte att titta på enskilda instituts stabilitet; man måste beakta hela systemet. Det visade sig nämligen att vissa banker inte bara var *too big to fail*. De kunde också vara *too interconnected to fail*. Med det menas att bankerna – utöver likartade affärsmodeller – hade

för många inbördes affärsförbindelser och därmed var ömsesidigt beroende av varandra. Risken för dominoeffekter var därmed stor.

Reglerarnas respons blev att komplettera kapital- och likviditetsreglerna med krav som tar särskild hänsyn till systemrisk. Där ingår både individuella påslag för banker som bedöms vara systemviktiga (systemriskbuffertar) och mer generella krav kopplade till hur riskerna utvecklas över tid (kontracykliska kapitalkrav).

En annan lärdom från finanskrisen – eller möjligen påminnelse, för det har hänt många gånger förr – rör *sambanden mellan skulder och instabilitet, både i den finansiella sektorn och i ekonomin i stort*. Skulderna genereras i det finansiella systemet, i regel som banklån och obligationslån. Makroekonomisk stabilitet förutsätter att kreditförsörjningen fungerar, det vill säga att hushåll och företag kan förlänga befintliga lån och ta upp nya lån för att finansiera konsumtion och investeringar. Men det kan bli för mycket. Om bankerna är överoptimistiska i goda tider (exempelvis lånar ut alltför mycket eller till låntagare med alltför låg kreditvärdighet) blir systemet skört. Om – eller mer sannolikt när – det kommer en ekonomisk nedgång ökar risken för kreditförluster. Banker kan i det läget vilja hålla tillbaka eller rent av dra ned sin utlåning för att minska förlustriskerna och vara säkra på att med marginal klara de kapitalkrav som ställs. Detta kan vara rationellt ur en enskild banks (dess ägares) perspektiv. Det kan också sägas innebära att det råder finansiell stabilitet i meningen att banker inte går omkull. Men det kan ske till priset att den reala ekonomin går ner ytterligare. Hushåll och företag som inte får nya lån och måste betala mer för de lån de redan har kan tvinga hushåll att reducera sin konsumtion och sina investeringar. Det kan också utlösa tvångsförsäljningar av tillgångar som fastigheter från högbelånade fastighetsföretag, vilket kan erodera stora ekonomiska värden. I värsta fall hotas företagets överlevnad om de inte kan få lån. I förlängningen kan därmed de kreditrisker bankerna sökte undvika i början av förloppet komma tillbaka med ännu större kraft och framkalla förluster som hotar att utlösa en finansiell kris.

Resonemang och erfarenheter som dessa gav insikten att policyområdet makrotillsyn behövs för att stärka motståndskraften både i det finansiella systemet och i ekonomin i stort. I Sverige fick Finansinspektionen 2014 ansvaret för makrotillsynen.

Vissa av instrumenten inom makrotillsynen ansluter sig till den traditionella bankreglering jag nyss nämnde. De är inriktade på att stärka *bankers*

motståndskraft genom åtgärder som bland annat innebär extra krav på kapital och likviditet. Ett exempel är kravet på kontracyklisk kapitalbuffert.

Men makrotillsynen omfattar också så kallade *låntagarbaserade åtgärder*, exempelvis bolånetak och amorteringskrav. Målet är – enkelt uttryckt – att värna hushållens motståndskraft. Åtgärderna sticker ut genom att de ger tillsynsmyndigheterna möjlighet att (via bankerna) påverka hushållens skuldsättning.

Jag har inte utrymme att här uttömmande skildra vad FI gjort sedan finanskrisen, men låt mig ta upp några viktiga punkter:

- FI har generellt drivit att de svenska bankerna ska uppfylla höga kapitalkrav, i den så kallade Novemberöverenskommelsens anda.¹
- FI har verkat för att en stor del av kapitalet ska fungera som *buffert* (eller *användbart kapital*). Det innebär att bankerna ska ha kapital som kan användas för att täcka förluster eller tas i anspråk för att hålla uppe utlåningen i ett trängt läge, utan att riskera att bryta mot minimikapitalkrav. Den bank som bryter mot minimikapitalkrav kan tappa aktiemarknadens förtroende och få svårt att låna på kapitalmarknaden och den vägen spä på en kris.
- Mer specifikt har FI infört krav på kapitalbuffertar för *systemrisk* med hänvisning till de risker som ligger i att Sverige har ett stort och koncentrerat banksystem.
- FI har använt det *kontracykliska buffertkravet* och höjt det mer än i flertalet andra länder. Syftet har varit att skapa en större marginal till minimikapitalkraven. (Jag ska strax återkomma till hur vi använde denna buffert när coronapandemin drabbade Sverige.)
- FI har också infört *låntagarbaserad reglering* som bolånetak och amorteringskrav i syfte att öka graden av egen insats i vid köp av bostad och något dämpa ökningen av hushållens skulder. Amorteringskraven gör att hushållen över tid minskar sina skulder genom att betala ned på lånen. Våra analyser pekar också på att de gör att hushållen tar något

¹ Novemberöverenskommelsen från 2011 var en uppgörelse mellan Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksbanken om högre kapitalkrav för systemviktiga banker.

lägre lån.² Allt annat lika innebär det att hushållen vid en framtida kris kommer att vara mindre skuldsatta. Om hushållen har lägre skulder i ett läge där arbetslösheten stiger och bostadspriserna faller, ökar chansen att de inte ser sig tvingade att dra ned på konsumtionen och på så sätt bidra till en än djupare nedgång. Det är sunt för både det enskilda hushållet och ekonomin. Amorteringskravet är samtidigt utformat med viss flexibilitet som innebär även att enskilda hushåll kan beviljas undantag från kravet av sin bank, om de drabbas av inkomstbortfall eller andra störningar.

En del av våra åtgärder är tekniskt komplicerade, inte minst de som bygger på kapitalregelverket, men det finns ett tema i det arbete som FI bedrivit under de gångna åren: att bygga motståndskraft hos banker och hushåll *mot kriser av olika slag*.

Här är förstas covidkrisen ett bra exempel. Det har länge talats allmänt om pandemier och det finns spelfilmer på temat. Men att det skulle hända och på detta sätt hade ingen på allvar tänkt sig. När det ändå hände, uppstod en extrem osäkerhet, givetvis även det ekonomiska området. Flera bedömare talade om BNP-fall på 10 procent eller mer under 2020. Det låg förstas inte i de prognoser (eller bedömningar av tänkbara utfall) som gjorts före krisen. Sedan visade det sig att det gick bättre än befarat: BNP föll med drygt 2 procent. Många bedömare antog först att bostadspriserna skulle falla kraftigt; i stället steg priserna med ca 20 procent, långt mer än någon trott *före* pandemin. Likaså gick börsen upp, tvärt emot de flesta förutsägelser.

Covidförloppet visar att vi måste vara redo för det oförutsedda. Att det den här gången inte gick så illa som först befarat ändrar inte den slutsatsen.

Vad gjorde FI under covidkrisen?

Det för mig över till vad FI gjorde för att dämpa effekterna av pandemin.

Winston Churchill sa en gång att generaler alltid är beredda att utkämpa det senaste kriget. Innebörden är att man planerar utifrån de erfarenheter man nyss gjort. Problemet är att nästa krig i regel blir annorlunda. På motsvarande sätt avvek covidkrisen från vad vi hade planerat för. Chocken hade inte sina rötter i det finansiella systemet, men det fanns ändå kopplingar dit. En

² Se till exempel FI-analys 17 (<https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/fi-analys/2019/fi-analys-17-farre-sarbara-hushall-efter-skarpt-amorteringskrav/>)

makroekonomisk kris kunde ha gett bankerna stora kreditförluster. Den hotbilden var viktig för de åtgärder som vidtogs.

Under några veckor i februari och mars 2020 var läget genuint osäkert, men det gällde att ta höjd för att det skulle gå illa. FI valde därför att agera snabbt och resolut. (Riksbanken och regeringen vidtog som bekant också åtgärder – långt mer kraftfulla än FI:s – och vårt agerande var samordnat.)

FI sänkte det kontracykliska buffertkravet till 0 procent i mars 2020. Det frigjorde 40 miljarder kronor i kapital i bankerna för att de skulle kunna hålla uppe utlåningen även om de skulle göra kreditförluster. I samma syfte uppmanade vi bankerna att skjuta på aktieutdelningar; i ett osäkert läge blev kapitalbuffertarna därmed extra stora. Vi uppmanade även bankerna att ge krediter till företag som behövde finansiering för att hantera tillfälliga intäktsbortfall eller problem med sin marknadsupplåning. Vi pausade samtidigt amorteringskraven på bolån för att ge hushållen utrymme att till exempel öka sitt buffertsparande i det mycket osäkra läget. Vi uppmanade också försäkringsbolagen att inte minska sitt finansiella risktagande genom att sälja aktier när deras soliditet försämrades till följd av fallande priser på aktier och andra tillgångar.

Det vi gjorde var på flera sätt ovant för FI. Dels justerade vi policy-instrument som vi inte tidigare har haft. Dels tillhör det inte vanligheterna att en tillsynsmyndighet *uppmanar* aktörer till risktagande. Men var sak har sin tid – allt handlar om sammanhanget.

Självfallet är det centralt att banker och försäkringsföretag agerar så att deras överlevnad säkras, men det görs bäst genom att bygga motståndskraft i goda tider, inte genom att de tvärbromsar när krisen hotar. I osäkra och dåliga tider är det i stället avgörande att de kan upprätthålla verksamheten. Själva poängen med motståndskraften är att den ska kunna användas när det behövs, för att täcka eventuella förluster och för att undvika nedåtgående spiraler i konsumtion, investeringar och tillgångsvärden. Det är inte bara *tillåtet* att utnyttja buffertar och marginaler när så krävs. Det är en central del av *syftet* med den typen av åtgärder. Kopplingen till min tidigare beskrivning av tankeramen för mikro- och makrotillsyn är uppenbar.

När vi nu förhoppningsvis är på väg ut ur pandemin kan vi konstatera att bankernas kreditgivning fortsatte utan avbrott och att hushållens konsumtion inte föll särskilt mycket. Naturligtvis kan bara en liten del av detta tillskrivas FI:s beslut under krisen. De massiva finanspolitiska åtgärderna var viktigast.

Även en del av Riksbankens åtgärder spelade en viktig roll, särskilt under den inledande och mest osäkra fasen.

Jag är dock övertygad om att det var en stor fördel att Sverige kunde gå in i covidkrisen med välkapitaliserade banker som hade buffertar som kunde frigöras och med hushåll med relativt goda marginaler och medel avsatta för amorteringar. Detta gjorde det finansiella systemet och ekonomin i stort mer robust.

Nya hot mot finansiell stabilitet (och gamla)

Det ligger i rollen som chef för FI att vara uppmärksam på – och tala om – hot mot den finansiella stabiliteten. För tre år sedan höll jag ett anförande på SNS/SHOF under rubriken ”Klarar bankerna nästa kris?”. Jag gav då uttryck för en viss tillförsikt baserat både på de regleringar som införts och de svenska bankernas robusta lönsamhet. Nu har vi upplevt en kris och bankerna klarade den väl. Men pandemin blev inte en kris där banksystemet kom att testas på riktigt. Det går därför inte att utvärdera min bedömning om banksystemet. ”*The jury is still out*”, om man så får säga.

Men det betyder inte att pandemikrisen inte gett oss värdefulla insikter om finansiell stabilitet. Framför allt uppdagades andra sårbarheter: värdepappersmarknader i Sverige och utomlands kollapsade. Särskilt gällde det obligationsmarknaderna.

Företagsobligationsmarknaden

Innan jag går in på vad som hände kan det vara bra med lite bakgrund. Sverige har traditionellt haft en bankdominerad kreditgivning. Näringslivet – i vart fall större företag – har finansierat sig med en mix av banklån i svenska och utländska banker, obligationer i utländsk valuta, via aktiemarknaden och genom god lönsamhet. Men på senare år har en betydande marknad för företagsobligationer i svenska kronor vuxit fram. Det har många välkomnat, även FI. Tanken är att den finansiella stabiliteten främjas av ”twin engines”; kreditförsörjningen till företag och hushåll blir inte längre beroende enbart av bankerna. Det finns också en bärkraft från obligationsmarknaden som blir en andra motor. Forskningsrön från USA och euro-området visar att om det uppstår problem i banksektorn, kan den andra flygmotorn i viss mån kompensera och bidra till att hålla uppe kreditutbudet, framför allt när det gäller utlåning till icke-finansiella företag. Med två källor till lån får företagen en mer diversifierad finansiering samtidigt som riskkoncentration i banker minskar.

Framväxten av marknaden för företagsobligationer och andra former av kreditförmedling utanför banksektorn, det som kallas *Non-Bank Financial Intermediation* (NBFI), är ett globalt fenomen. Bakom NBFI ligger några huvudsakliga faktorer: låga räntor och investerares jakt på avkastning, inte minst via sparande i fonder med mer riskfyllda tillgångar, samt moderna it-tillämpningar som gör nya finansiella instrument och affärsmodeller möjliga.

Bankregleringen kan också ha spelat in. Högre kapital- och likviditetskrav på bankerna kan bidra till att det blir billigare att låna på andra sätt. Att lån därigenom flyttas bort från banker är också på sätt och vis ett syfte med de hårdare bankregleringarna. Allt annat lika gör det systemet stabilare; banker har egenskaper som gör dem särskilt störningskänsliga. Bankerna spelar dessutom en central roll i många viktiga funktioner i det finansiella systemet. Men allt annat är inte lika, vilket erfarenheterna från covidkrisen visar.

Låga räntor gör det billigt att låna för näringslivet. Parallellt söker spararna bättre förräntning än vad bankerna erbjuder på sin inlåning där räntan är nära noll. Det har de kunnat hitta i räntefonder som håller företagsobligationer, som ger bättre avkastning än ett bankkonto, och samtidigt – trodde man – god likviditet genom att andelar snabbt kan lösas in i reda pengar.

Så var det tänkt, men covidkrisen har åter visat att finansmarknaden *utanför* bankerna också är av stor vikt för finansiell stabilitet och därmed för den realekonomiska utvecklingen. Och det gäller särskilt om aktörerna väljer affärsmodeller som liknar bankernas, i det här fallet fonderna som sökte kombinera ett erbjudande om snabb inlösen med innehav av illikvida tillgångar.

I stället för att – som det var tänkt – agera som en reservmotor, började således den andra flygmotorn under våren 2020 att hacka på ett oroväckande sätt. Stora uttag ur räntefonder – inlösen av andelar i svenska företagsobligationsfonder uppgick till 23 miljarder kronor i mars 2020 – tvingade förvaltarna att sälja obligationer. Så fungerar ju vanliga fonder som är öppna för daglig inlösen, men omfattningen gjorde att obligationspriserna på andrahandsmarknaden föll. Samtidigt störtdök emissionsvolymerna på primärmarknaden, eftersom fonderna – normalt nettoköpare – nu sålde obligationer i stor skala.

Det visade sig att den svenska marknaden för företagsobligationer inte hade tillräckligt djup och likviditet för att kunna hantera den oro som uppstod bland vissa investerare. Obalanserna börja hota finansieringen av många företag som ger ut obligationer.

Vad gjorde då de företag som oroade sig för sin marknadsfinansiering? De vände sig i stället till bankerna. Då gäller det att bankerna har utlåningskapacitet, det vill säga tillräckligt med kapital och likviditet (men också riskaptit) för att kunna uppväga kreditåtstramningen på obligationsmarknaden. Det är sannolikt att bankerna – i den mån de kan – försöker ställa upp för sina kunder. Så skedde också våren 2020, vilket bidrog till att krisförloppet stannade upp. Att FI hade sänkt det kontracykliska kravet och frigjort kapital för utlåning kan ha bidragit till att bankerna hade den kapaciteten.

Men det som hände är likväl en varningssignal. Obligationsupplåningen har nu blivit mycket stor. Vid utgången av 2020 uppgick den utestående volymen till över 1 400 miljarder kronor. Det motsvarar nära 40 procent av företagets samlade upplåning. Det är en betydande andel, men till det kommer att vissa sektorer i högre grad än andra förlitar sig på obligationslån. (Det gäller inte minst fastighetssektorn, ett förhållande som jag återkommer till.)

Och i det klimat med låga räntor och hög riskvilja som rått ett tag – och efter krisen snarast har förstärkts – har det kommit in ett antal nya företag på obligationsmarknaden som inte har långvariga och djupa bankrelationer. I vissa fall kanske dessa emittenter har fått nej på låneförfrågningar i bank. Min poäng är att obligationsvolymerna nu är så stora att bankerna kanske inte vill eller kan – och kanske inte ens borde – ge alla emittenter av obligationer lån i ett pressat läge. I denna miljö är scenarier med snabb kreditåtstramning inte svåra att föreställa sig.

Låt mig återkomma till företagsobligationsmarknadens sårbarhet. Marknaden saknar i dag den bredd och det djup som krävs. Likviditeten på andrahandsmarknaden är inte god nog för att risk ska kunna omfördelas tillräckligt när så behövs. Och genomlysningen av priser och volymer har varit för dålig. Det finns ett fåtal emittenter och liten branschspridning: kommersiella fastighetsföretag står för nästan hälften av alla företagsobligationer som är utgivna i svenska kronor. Samtidigt är investerarna för få och gruppen för homogen, dominerad av räntefonder som är öppna för dagliga uttag.

Flera saker behöver hända för att företagsobligationsmarknaden ska fungera bättre. FI har därför i dialog med marknadsdeltagarna utvecklat en färdplan för att successivt kan stärka marknaden. Ett första steg är att banker och andra marknadsgaranter sedan den 1 juli dagligen rapporterar handlade volymer och avslutspriser. Det ger alla aktörer mer får rättvisande underlag för sina affärsbeslut. Bättre transparens är en nödvändig förutsättning för en välfungerande marknad, men det krävs mer.

Just nu leder FI rundabordssamtal med deltagare från emittenter, banker och placerare om hur den svenska andrahandsmarknaden kan fås att fungera bättre. Här finns det mycket som aktörerna kan ta tag i själva. Hittills har de svenska obligationsemissionerna i hög utsträckning skett i form av så kallade *private placements*: små lån, ofta med villkor specialanpassade till en viss köparens önskemål och i regel med relativt korta löptider. Brist på standardisering skapar en fragmenterad marknad där det är svårt att få igång andrahandshandel, vilket krävs för att tillgångar ska vara likvida.

Ett bra sätt att göra marknaden mindre fragmenterad är att de större låntagarna gör emissioner med större belopp i varje lån och skapar så kallade *benchmarks*, efter förebild från internationella marknader (och från den svenska statspappers- och bostadsobligationsmarknaden). Syftet med benchmarkemissioner är att koncentrera obligationshandeln till ett begränsat antal obligationer och därmed få bättre likviditet i de enskilda lånen. Det beror bland annat på att det då blir lättare för bankerna som marknadsgaranter att få till en god andrahandsmarknad.

Inför rundabordssamtalen har arbetsgrupper tagit fram ett konkret förslag till en svensk benchmarkstandard. Minsta emissionsbelopp ska vara 1 miljard kronor och emissionerna ska genomföras genom en så kallad *syndikerad process* med minst två banker som arrangörer, samt med publik så kallad *book building*, för bästa spridning och transparens.

Industrins Finansförening och Fastighetsägarna överväger nu att rekommendera sina medlemmar att emittera obligationer enligt benchmarkstandard när så är möjligt och lämpligt. Jag uppskattar denna öppenhet. Bankerna bör svara upp mot detta genom att åta sig att eftersträva att arrangera just benchmarklån för emittenterna och inte fortsätta att främst förmedla *private placements*.

Min förhoppning är att benchmarkstandard kan lanseras under 2022, som ett nytt och konkret steg i riktning mot en bättre obligationsmarknad i

Sverige. Att sluta upp kring benchmarkstandarden är ett bra tillfälle för emittenter, banker och placerare att ta gemensamt ansvar för att den stora och samhällsekonomiskt viktiga företagsobligationsmarknaden ska fungera bättre. Jag räknar med att berörda branschorganisationer, som Fastighetsägarna, Industrins Finansförening, Fondbolagens förening och Svensk Värdepappersmarknad, även fortsatt engagerar sig konstruktivt i dessa initiativ.

Fondmarknaden

Det finns alltså goda initiativ som rör företagsobligationsmarknaden. Men det räcker inte att stanna där för även under gynnsamma omständigheter är företagsobligationer tämligen illikvida placeringar. Den ökade betydelsen av sparande i räntefonder gör därför att det krävs åtgärder även på den sidan för att motverka stabilitetsrisker. Arbete med dessa frågor pågår både nationellt och internationellt.

På nytt behövs lite bakgrund. I aktie- och obligationsfonder har andelsägarna i allmänhet rätt till daglig inlösen av sitt sparande. Men denna dagliga inlösenrätt utnyttjas vanligen av få andelsägare. Därför kan fonden normalt upprätthålla inlösenrätten genom att hålla en liten andel likvida medel, vid behov kompletterat av mindre försäljningar av tillgångar. Men rätten till inlösen finns där och om många sparare vill gå ur en fond samtidigt, uppstår motsvarigheten till en *bank run*, en uttagsanstormning. Det kan utsätta marknaden för de aktuella tillgångarna för stor stress, allra helst om många fonder som investerat i samma typ av tillgångar samtidigt måste sälja. De tillgångar som fonderna investerat spararnas pengar i – i synnerhet företagsobligationer – är i praktiken inte så likvida att de går att sälja i stora volymer under kort tid, åtminstone inte utan betydande kostnader. Att fonderna behöver sälja av tillgångar för att möta kundens uttag kan samtidigt vara just det som får priserna att falla. Det får fler att vilja lösa in sina fondandelar, andra obligationsinvestorare att sälja och så vidare, i ett förlopp som kan destabilisera obligationsmarknaden och störa företagets finansiering.

Stora uttag från företagsobligationsfonder under covidkrisens visar på riskerna i det ömsesidiga beroendet mellan fonder och obligationsmarknad (som i mer ogynnsamma lägen även kan spilla över på bankerna). Utvecklingen har gjort att vi här har ett nytt exempel på ”too interconnected to fail”.

Problemen på fondmarknaden våren 2020 visar på behovet av bättre likviditetshandling i fonderna. Fondförvaltarna måste se till att det finns balans mellan fondtillgångarnas likviditet och spararnas rätt till inlösen. Och den matchningen måste vara acceptabel även under stress. Det kan ske genom att fonder drar ned likviditetsriskerna på tillgångssidan och behåller daglig inlösenrätt. Eller om förvaltaren vill ta mer likviditetsrisk, genom ändrade inlösenvillkor. Hög likviditetsrisk i fondens tillgångar och daglig inlösenrätt för spararna är däremot en oacceptabel kombination.

Här ligger ett stort ansvar på fondförvaltaren. En fondförvaltare måste förstå vilka likviditetsrisker som fonden tar. Kommer riskerna från tillgångarna, inlösenvillkoren eller beteendet hos dem som äger fondandelarna? Här är stresstester en användbar metod. Det är också viktigt att kombinera stresstester på tillgångarna och på inlösenivåer för att bedöma effekten på fondens likviditet. Efter själva analysen av riskerna och gjorda stresstester måste fonden besluta vilken likviditetsrisk den vill ha och vilka åtgärder som bör vidtas för att hamna på den önskade nivån.

FI har i en rapport till regeringen pekat på behovet av så kallade *likviditetsverktyg* för fonderna för hantering av likviditetspåfrestningar.³ Det handlar om bland annat om åtgärder som minskar utrymmet för inlösen i på förhand angivna omständigheter. FI bedömer att vissa verktyg redan är tillåtna, exempelvis *swing pricing*, det vill säga genom justerat försäljnings- och inlösenpris samt avgifter för utspädningsskydd. FI föreslår att dessa ska kompletteras med inlösenpärar med brytgränser och justerat andelsvärde, som är den internationellt vedertagna formen av *swing pricing*.

Dessutom arbetar FI på att utveckla egna likviditetsstresstester för fondmarknaden. Syftet är att bedöma fondernas motståndskraft mot allvarliga marknadsstörningar, inklusive extrema men inte otroliga inlösenchocker. Ett ytterligare syfte är att uppskatta effekten på den finansiella stabiliteten av fondernas agerande efter en inlösenchock.

FI har tillgång till historisk transaktionsdata, vilket gör det lättare att bedöma rimligheten i olika antaganden om likviditet i finansiella instrument. FI:s plan är därför att nästa år lämna information om metodiken

³ Regeringsrapporten kan läsas här:

<https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/rapporter/2021/likviditetsverktyg-i-vardepappersfonder-och-specialfonder/>.

bakom stresstesterna, för att underlätta för fondförvaltare att själva göra en bedömning av sina likviditetsrisker.

Åtgärder för att stödja krisande värdepappersmarknader

Mot bakgrund av de problem som uppstod på obligationsmarknader världen över var det avgörande för finansiell och ekonomisk stabilitet att centralbanker ingrep genom att på olika sätt stödja marknaderna. Situationen påminde i vissa avseenden om finanskrisen 2008–09, som i hög grad var en likviditetskris för banker, framkallad av att finansiering från värdepappersmarknader försvann. Den gången kunde centralbankerna få igång systemet genom att erbjuda bankerna likviditet i form av lån mot säkerhet i värdepapper. Den här gången visade sig att likviditetskrisen inte avsåg bankerna utan själva marknaderna, i första hand delar av obligationsmarknaden. Detta innebar ett hot mot stora delar av lånefinansieringen utanför bankerna, exempelvis upplåningen via företagsobligationer.

Men i obligationsmarknaden finns inga självklara aktörer som kan ta emot lån från centralbanken. Då blir det nödvändigt för centralbankerna att kunna stödköpa obligationer som handlas på de marknader som utsatts för störningar för att försöka få igång den normala handelsaktiviteten och finansieringsflödena igen.

Även här bör vi kunna dra lärdomar. Det omfattande likviditetsstödet under finanskrisen är en viktig anledning till att likviditetskraven på banker sedan skärpts markant. Ett syfte är att tvinga bankerna att i hög grad självförsäkra sig mot likviditetsproblem och undvika att de för mycket förlitar sig på stöd från centralbanken eller staten i övrigt.

Åtgärderna under covidkrisen väcker nu motsvarande frågor: Hur undviker vi att obligationsinvestorer förväntar sig att störningar på till exempel obligationsmarknader alltid kommer att hanteras genom att centralbanken stödköper tillgångar? Hur ser vi till att det inte uppstår ett *moral hazard*-problem genom att statligt stöd som traditionellt begränsat till banksektorn vidgats till kapitalmarknaderna?

Detta är viktiga frågor som centralbanker världen över behöver ta sig an inför nästa kris (parallellt med en tydlig beskrivning av det som kallas exit efter gjorda obligationsköp: hur och under vilka förutsättningar pågående åtgärder kan avvecklas och hur stora obligationsinnehav bör hanteras). Även

reglerare och tillsynsmyndigheter behöver fundera på lämpliga åtgärder. Jag nämnde tidigare något om vad som är på gång på fondområdet och för företagsobligationsmarknaden.

Men området är komplex. Sannolikt är det svårare att finna svaren än efter finanskrisen 2008 då man kunde bygga vidare på kända kapital- och likviditetsregler för banker. Den här gången är terrängen inte lika utforskad, i och med att reglerna träffar *icke-banker*, och kanske även låntagare i den icke-finansiella sektorn. Men det finns vissa tankar, till exempel kring åtgärders utformning, vilket jag återkommer till.

Det aktuella läget

Hur ska FI då se på det aktuella läget? Vi har som andra noga följt den ekonomiska utvecklingen. En fråga har varit om den återhämtning som började i mitten av 2020 skulle ebba ut eller övergå en andra nedgång enligt ett W-mönster. Erfarenheterna visar att det är viktigt att inte dra tillbaka åtgärder för tidigt efter en kris.

Men nu är vår bedömning att ekonomin är inne i en återhämtning. Då är det dags att återgå till den normala ordningen. Då ska akuta stöd och krisåtgärder avvecklas och vanliga marknadsmekanismer få råda. Om stöd till företag och väldigt billig finansiering ges under längre tid än vad som är motiverat, riskerar felaktiga incitament att byggas in i systemet.

I det avseendet finns oroande tecken. Skuldsättningen i ekonomin fortsätter att öka enligt samma mönster som före covidkrisen. Det gäller i Sverige och globalt, och för både hushåll och företag, i många fall också för stater. Skulderna genereras i det finansiella systemet, som banklån eller obligationslån. Prissättningen av risk på de finansiella marknaderna har länge varit märklig och riskerar att bli än mer skev – riskpremierna på företagsobligationer ligger till exempel på mycket låga nivåer. Vi kan få en alltför snabb uppgång i tillgångspriser och överdrivet risktagande, drivet av ytterligare ökad skuldsättning. Då kan också sårbarheter förvärras och sannolikheten för nya, mer kraftfulla, korrigeringar öka.

Skulle en störning inträffa kan det leda till förnyad turbulens, vilket kan orsaka stora prisfall i många tillgångsslag. Om prisfallen i sin tur leder till problem med finansiella och icke-finansiella företags finansiering eller att andra centrala funktioner hotas kan det innebära risker för den finansiella stabiliteten. Vi kan i ett sådant förlopp tvingas möta en kris som drivits på

av extraordinära åtgärder med ytterligare och måhända än mer extraordinära grepp. Det vore en i alla avseenden oönskad utveckling där instabiliteten i ekonomin smittar av sig och framtvingar allt mer drastiskt policyåtgärderna, med allt större svängningar som följd.

För att inte stödåtgärder ska driva på ett överdrivet risktagande och fortsatt stigande tillgångspriser behöver de således trappas ned. Jag tycker att vi nu bör börja dra tillbaka de riktade stödåtgärderna i Sverige. De sattes in i ett akut läge som inte längre råder. Oron ligger nu snarare åt andra hållet än att ekonomin ska falla snabbt.

FI har redan börjat agera med denna utgångspunkt. Vår linje är glasklar: vi vill avveckla de tillfälliga lättnaderna på ett sätt som återställer motståndskraften. Och vill stärka den ytterligare. Med det som ledstjärna har vi låtit lättnade i amorteringskravet på bolån löpa ut, beslutat om en första höjning av det kontracykliska buffertkravet och aviserat successiva höjningar därefter. Jag noterar också att en del av de stödåtgärder som regeringen ansvarar för också innehåller slutdatum och i några fall kopplar stängning av programmet till vaccinationsgrad.

Det är också i den här andan som jag på det senaste mötet i Finansiella stabilitetsrådet uttryckte att Riksbankens köp av obligationer nu bör dras ner.

Kommersiella fastigheter

Jag återkommer till den aspekten, men först vill jag i anslutning till det aktuella läget särskilt kommentera den kommersiella fastighetssektorn. FI har under flera år varnat för förhöjda risker på det området. Det mönster av stor optimism som riskerar att förbytas i sin motsats som jag nämnde tidigare är här tydligt.

Fastighetsföretagen har i flera år gynnats av en stark ekonomisk tillväxt som lett till låga vakanser och hög hyrestillväxt. Samtidigt har det varit lätt och billigt att låna. Resultatet har blivit snabbt stigande priser på fastigheter.

Under 2020 försämrades visserligen läget för vissa fastighetstyper, bland annat detaljhandelsfastigheter och hotell, på grund av pandemins effekter på svensk ekonomi. Viss osäkerhet infann sig också när det gällde den långsiktiga efterfrågan på kontor.

I dag kan vi konstatera att återhämtningen medfört att priserna på fastighetsmarknaden i stort åter följer den långsiktiga trenden. Och den är uppåt-gående. Det är en trend där risktagandet i fastighetssektorn kontinuerligt skruvas upp när antagandet om varaktigt låga räntor byggs in i kalkylerna. Av avgörande betydelse är tillgången till billig lånefinansiering. De låga räntorna har lett till att fastighetsföretagen successivt lånat mer för att finansiera fastighetsköp och förvärv av hela fastighetsföretag. Vilket höjer marknadspriserna ytterligare och kräver än större lån för kommande köp. Och så vidare.

FI har försökt öka motståndskraften mot störningar på fastighetsmarknaden genom att höja kapitalkraven på bankernas utlåning till kommersiella fastigheter. Fastighetsföretagen har traditionellt finansierat sig mest med banklån, och här fann FI att bankerna i sina interna kreditriskmodeller underskattat kreditrisken i fastighetsutlåningen. Bankerna har därmed inte haft tillräckligt med kapital avsatt för denna risk. Därför beslutade FI i början av 2020 om ett kapitalpåslag för bankernas utlåning till den kommersiella fastighetssektorn. Det fjärde kvartalet 2020 uppgick detta extra kapitalkrav till nära 15 miljarder kronor för de tre svenska storbankerna.

Men riskerna ligger numera inte bara i banksystemet. Fastighetsföretagen ger i växande utsträckning ut företagsobligationer för att finansiera sin expansion.

Jag är bekymrad över den här utvecklingen. Visserligen har flertalet svenska fastighetsföretag goda kassaflöden och en måttlig belåning i förhållande till rådande fastighetsvärden. Men skulderna är stora i förhållande till rörelse-resultat och kassaflöden och därmed till företagets förmåga att hantera högre räntor på sina lån.

En första risk ligger i att räntorna kan gå upp. Fastighetsföretagens lånekostnader kommer då att snabbt att öka och räntetäckningsgraden försämrats. Låneräntorna kan komma att stiga på flera sätt. Ett möjligt scenario är allmänt högre räntor till följd av att högre inflation möts av stramare penningpolitik. En sådan utveckling påverkar ofrånkomligen en sektor med stora skulder med extra kraft.

Men det finns också ett annat fenomen på fastighetsmarknaden som skulle kunna ge högre finansieringskostnader åtminstone för enskilda företag. Jag tänker på risken för en omvärdering av marknadens syn på kreditriskerna i

sektorn. Under senare år har ägandet inom fastighetssektorn koncentrerats genom uppköp och samgåenden. Ett antal fastighetsföretag har blivit mycket stora. Storleken kan vara en fördel men en stark koncentration kan också höja de finansiella riskerna, inte minst refinansieringsrisken. Fastighetsföretagen är beroende av att lån kan omsättas allteftersom de förfaller.

När det gäller bankernas lån som i regel är säkerställda med fastighetspanter torde det vara ett mindre problem, i vart fall så länge fastighetspriserna är rimligt stabila. Situationen är annorlunda när det gäller fastighetsföretagens obligationslån. Obligationslån löper utan särskild säkerhet och baseras numera i hög grad på kreditbetyg från ratinginstitut. Fastighetsföretag ger ut obligationer med löptider som är kortfristiga i relation till de långsiktiga och inte alltid likvida fastighetsinnehaven. Den allmänna bild av sårbarheten på marknaden för företagsobligationer som jag tecknade ovan gäller inte minst för fastighetsföretagens stora utestående marknadsfinansiering.

Om det uppstår störningar på obligationsmarknaden kan det bli svårt att omsätta förfallande obligationer. Då kommer emittenterna i fastighetssektorn att vända sig till sina banker och dra på beviljade kreditfaciliteter och be om överbrygningskrediter. Men alla företag kanske inte har så goda bankrelationer och – beroende på problemens vidd – kan banker ha begränsad kapacitet eller vilja att ge lån. Då återstår för berörda fastighetsföretag att försöka minska sitt lånebehov genom att sälja av fastigheter. Men då kan fastighetspriserna börja falla, något som i sin tur skulle sänka fastighetsvärden och försämra soliditeten hos fastighetsföretagen som grupp. Det skulle öka kreditriskerna för andra obligationsinnehavare och även för bankerna, som redan i utgångsläget har stora exponeringar mot sektorn: bankernas utlåning till företag består till omkring 40 procent av fastighetskrediter.

En störning i fastighetssektorn, utlöst av refinansieringsproblem i obligationsmarknaden eller på annat sätt, skulle alltså kunna få stora effekter även för bankerna. Trots att fastighetsföretag i dag finansieras vid sidan av bankerna finns därmed en riskkoppling mellan obligationsmarknaden och banksystemet. Här finns skäl till fortsatt vaksamhet på utvecklingen.

Reflektioner kring krishanteringen

I mitt anförande har jag på olika sätt försökt belysa lärdomar av covidkrisen. Tonvikten har förstås legat på finansiell stabilitet, men särskilt vid chocker

av så genomgripande karaktär som en pandemi blir det uppenbart att finansiell och allmän ekonomisk stabilitet hänger ihop. Och det går att konstatera att vi i Sverige i viktiga avseenden lyckats värna båda. Det har vi anledning att vara tacksamma över. Och även något stolta. Kriser ställer krav på handlingskraft och beslutsförmåga. Det har det svenska systemet, från riksdagen och neråt, uppvisat.

Jag har av naturliga skäl uppehållit mig extra vid FI:s åtgärder, vilka motiv vi hade och de effekter de kan tänkas ha haft. Den motståndskraft i det finansiella systemet som FI:s makrotillsynsåtgärder bidragit till före krisen testades inte fullt ut denna gång eftersom pandemin inte utlöste en finansiell eller ekonomisk kris. FI:s uppdrag är ju också i första hand att förebygga finansiella kriser, inte att hantera dem. Det viktiga är dock att motståndskraften fanns där och snabbt kunde göras tillgänglig för att vid behov användas av de finansiella företagen.

Om man talar lite mer generellt kan kraftfulla *stödprogram* som ställs till förfogande och kan tas till om det går riktigt illa vara bättre än framtunga åtgärder här och nu. Åtgärder utan slutdatum eller andra tydliga villkor för avveckling är härvidlag mer problematiska. Risken för tillvänjning i systemet är uppenbart större. Och ju större tillvänjning, desto svårare kan det bli att dra tillbaka stödet.

Önskan att ge stöd måste balanseras mot risken för att staten tar över ansvaret även för mindre störningar och för förhållanden som aktörer i den privata sektorn hade kunnat klara själva. Det gäller att begränsa insatserna till stora störningar och (helst) till sådana som aktörer i den privata sektorn inte haft förutsättningar att förutse eller förbereda sig för. I annat kommer privata aktörer vara benägna att ta större risker, vilket gör att blir fler lägen där staten hamnar i en tvångsposition och måste ingripa.

Det för mig tillbaka till vikten av *motståndskraft* i meningen hushålls, företags och marknaders kapacitet att *av egen kraft* stå emot när vindstyrkan ökar, oavsett varifrån vinden kommer. Staten måste alltid vara beredd att agera när något helt oväntat händer, om vinden når stormstyrka. Men hitom det vilar huvudansvaret på den privata sektorn och därmed även på oss som har tillsyn över samhällsviktiga funktioner som sköts i privat regi. Det är grunden för regleringen av banksektorn efter finanskrisen och det ankommer på oss som tillämpar reglerna att hålla fast vid detta.

Det leder mig över till hur vi fattar beslut om stöd i Sverige. Ansvaret för finansiell stabilitet är fördelat på flera aktörer. Det finns ett behov av avstämning och samordning inför kris, under kris men också efter kris. Mycket handlar om att kalibrera analysen så att de olika myndigheterna inom sina respektive ansvarsområden kan initiera snabba och ändamålsenliga policyåtgärder. Och senare avveckla samma stödåtgärder när krisen börjar ebba ut. Vi har redan ett aktivt samarbete inom Finansiella stabilitetsrådet, men jag tror att det kan utvecklas och fördjupas. Inte minst bör samordningen av strategier för hur man gör exit efter krisen utvecklas, till exempel genom att en gemensam lägesbedömning ligger som grund.

Lyfter man blicken finns skäl att notera att covidkrisen bidragit till att ändra synen på den roll som finanspolitiken bör spela vid störningar i den reala ekonomin. Både i Sverige och i andra länder har finanspolitik hamnat i centrum som stabiliseringspolitiskt verktyg för första gången på flera decennier. En anledning är att covid var en så kallad real chock, som slog mot både utbud och efterfrågan i stora delar av ekonomin. Övriga politikområden fick på så sätt en kompletterande roll. Men hur finanspolitik, penningpolitik (direkt via räntestyrning och i form av åtgärder såsom värdepappersköp för att motverka marknadsstörningar) och makrotillsynsåtgärder utformas för att bäst hantera kriser, samt hur åtgärderna samordnas är ingen enkel fråga.

Det finns en fastlagd ansvarsfördelning. Riksdagen och regeringen ansvarar för finanspolitik. Penningpolitiken sköts av Riksbanken med utgångspunkt i mål fastlagda av riksdagen, men med ett långtgående oberoende, inte minst i kraft av att målen är angivna på hög abstraktionsnivå. Makrotillsynen är delegerad till Finansinspektionen som agerar självständigt men under regeringens överinseende.

Det kan uppstå spänningar i ett läge med envist låga räntor, till exempel genom att makrotillsynen belastas för tungt i arbetet mot överskuldssättning. Ändå menar jag att nuvarande ordning är i grunden ändamålsenlig. Den kan därför förväntas fungera väl under normala perioder och i mildare krislägen. Men vi bör samtidigt vara öppna för att ompröva de former för samverkan som finns mot bakgrund av de erfarenheter som görs. Styrningen på de olika politikområdena kan behöva vara mer samordnad vid allvarliga kriser av det slag som covid hotade att bli. Ju allvarligare kris samhället ställs inför, desto mer närmar vi oss ett rent beredskapsläge, med de undantag från normala beslutsgångar som det innebär. I ett sådant läge kan det också vara lämpligt

att samordningen omfattar fler myndigheter än de som ansvar för finansiell stabilitet för att samhällets respons ska bli adekvat.

Sammanfattning

Låt mig sammanfatta vad jag sagt i dag.

1. Finanskrisen 2008 ledde till ett intensivt globalt arbete för att skärpa framför allt bankreglering. Det har bland annat inneburit högre kapital- och likviditetskrav. Dessutom har fokus lagts på *systemrisk*er och inte bara stabiliteten i de enskilda instituten. I det ingår att det tillkom ett nytt område, makrotillsyn, inriktat på att motverka finansiella obalanser och dessas effekter på den reala ekonomin. Här ryms åtgärder som kontracykliska kapitalkrav och amorteringskrav. Dessutom infördes resolution, ett regelverk för att hantera banker som fallerar genom att aktieägare och långivare får ta kostnaderna samtidigt som banken kan fortsätta operera under statlig ledning. Covidkrisen har inte testat banksystemets motståndskraft, men den stärkta motståndskraften har ändå varit viktig. Inte minst fortsatte bankernas kreditgivning i god ordning. Bankerna blev denna gång en del av *lösningen* på krisen, i stället för en del av problemet.
2. Avgörande har varit att de kapitalbuffertar som FI beslutat var möjliga att använda. Kärnan i FI:s budskap till banker och försäkringsbolag under krisen har varit: använd de buffertar som byggts upp för att rida ut stormen. Därigenom har det finansiella systemet inte agerat procykliskt och dragit ned sitt risktagande, något som varit vanligt i tidigare krisförlopp. Detta har möjligt dels på grund av en god initial motståndskraft, inte minst tack vare FI:s buffertkrav, dels till följd av kraftfulla stödåtgärder från regering, riksdag och Riksbanken. FI bidrog genom ett sänkt kontracykliskt kapitalkrav och en amorteringspaus för bolån.
3. Covidkrisen har å andra sidan blottlagt sårbarheter i marknaden för företagsobligationer. Genom att en allt större del av näringslivets och särskilt fastighetssektorns finansiering sker via obligationer är en dåligt fungerade marknad – har det visat sig – ett stabilitetshot. Marknaden måste nu reformeras så att den blir både bredare och djupare och därmed bättre på att omfördela risk. Det kan ske genom att öka transparensen kring priser och avslut, och genom att emissioner sker i större samlade volymer för att marknaden

likviditet på så sätt förbättras. Här driver FI på för att åstadkomma snabba förbättringar.

4. Covidkrisen har också visat att den allt större fondmarknaden behöver förbättras. Vissa företagsobligationsfonder drabbades av en uttagsanstormning när värdet på obligationsinnehaven föll. Detta ledde i sin tur till ett stort säljtryck på företagsobligationsmarknaden och ytterligare prisfall, vilket gjorde läget akut. Under några dagar slutade företagsobligationsmarknaden att fungera. FI har redan tydligt markerat att fonder måste förbättra sin likviditetshandling. Att ha daglig inlösenrätt i kombination med dålig likviditet i de underliggande innehaven är inte acceptabelt. Det är en finansiell stabilitetsrisk, men också en konsumentskyddsrisks om sparare förleds att tro att medel i fonder är mer lättillgängliga än de faktiskt är.
5. En gemensam nämnare här är att delar av det finansiella systemet som ligger vid sidan av bankerna, såsom fonder och obligationsmarknader, nu måste genomgå motsvarande reformering som bankerna efter krisen 2008. Motståndskraften måste öka rejält. Det är inte rimligt att systemet blir beroende av eller förväntar sig statliga interventioner, exempelvis centralbankens köp av obligationer, så snart det börjar gnissla. En sådan ordning subventionerar risktagande.
6. Den ekonomiska krishandlingen under pandemin från regering och riksdag, Riksbanken och andra myndigheter har i stort fungerat väl. Tidiga, tydliga och resoluta åtgärder gjorde att de ekonomiska effekterna av pandemin begränsades. Men nu när krisen ebbar ut är det viktigt att fasa ut stödet. Åtgärder som var nödvändiga och rimliga i krisens början, när osäkerheten var som störst, bör inte ligga kvar för länge. Det riskerar att bygga upp nya obalanser och därigenom så frön till framtida kriser.
7. FI:s bedömer att det nu är hög tid att fasa ut kvarvarande krisåtgärder och i stället återigen bygga motståndskraft i det finansiella systemet. Därför har vi börjat höja den kontracykliska bufferten och återinfört amorteringskraven. På samma sätt menar jag att exempelvis att Riksbanken bör avsluta framför allt sina köp av företagsobligationer, något jag också sa på det senaste stabilitetsrådsmötet. Det är centralt att de som lånar på

företagsobligationsmarknaden, inte minst fastighetsföretag, inte börjar anta att deras redan låga upplåningskostnader alltid hålls nere av Riksbanken.

Slutord

Finanskrisen gav oss viktiga lärdomar som omsattes i praktisk reglering och tillsyn. Den motståndskraft som därigenom byggts upp är en anledning till att covid inte utlöste en kris i banksektorn utan att den tvärtom kunde bidra till att dämpa chockens effekter. Problem bubblade i stället upp på andra ställen. Dessa nya lärdomar gäller det att nu ta till vara för att värna det finansiella systemets stabilitet inför framtida påfrestningar. En motståndskraftig finanssektor är och förblir en nödvändig förutsättning för en motståndskraftig och robust ekonomi och därmed för ett gott samhälle. Att det sedan inte är en *tillräcklig förutsättning* vet ju även vi som jobbar med finansmarknadsfrågor. Covid har – bland mycket annat – påmint oss om att ödmjukhet här är på sin plats.

Tack!