

Datum: 2016-09-06
Talare: Erik Thedéen
Möte: Finansdagen

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Derivatmarknader, clearing och finansiell stabilitet

Jag kommer idag prata om Finansinspektionens (FI) syn på finansiell stabilitet i och med den utveckling som skett inom derivatmarknaderna sedan finanskrisen. Jag kommer gå in på den reglering som de senaste åren har införts på derivatmarknaderna och framför allt prata om central motpartsclearing. Jag kommer även att prata om hur vi kan hantera de nya risker som uppstår i och med de centrala motparterna som blivit systemviktiga i samband med ny reglering.

Den finansiella krisen 2008 har haft stor betydelse för utvecklingen på de finansiella marknaderna under de senaste åren. På global nivå enades G20-länderna under 2009 om en av de största samordnade reformerna av finanssektorn någonsin. Ambitionen var inte enbart att förebygga en ny finanskris utan även att begränsa kostnaderna för skattebetalarna, ekonomin och samhället som helhet om en ny kris ändå skulle inträffa.

Som en följd av G20-ländernas överenskommelse så har EU genomfört en rad reformer för att värna den finansiella stabiliteten. Syftet är att förbättra möjligheterna att förutse och motverka problem på marknaderna samt för att förbättra kontrollen över systemviktiga företag.

I och med att finanskrisen fick störst återverkningar i banksystemet är det naturligt att mycket arbete har skett på det området. För bankerna har således kraven skärpts på både kapitalbuffertar och likviditetsbuffertar. Men det som hände i bankerna hade kopplingar till värdepappersmarknaderna, det är till exempel allmänt känt att det hade emitterats värdepapper som hade sämre kreditvärdighet än deras kreditbetyg indikerade. Via derivatmarknaderna kom detta att få spridningseffekter som varit mindre uppmärksammade. Icke desto mindre handlar en stor del av det arbete som pågår om att reglera derivatmarknaderna och göra dem mer robusta.

Det är detta regelarbete som jag ska tala om idag, närmare bestämt Förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister, det vill säga Emir (European Market Infrastructure Regulation). Fokus ligger – som rubriken anger – på finansiell stabilitet.

Det finns fler nya regelverk som rör värdepappersmarknaderna, inte minst Markets in Financial Instruments Directive (Mifid) och Markets in Financial Instruments Regulation (Mifir). De innefattar bland annat skärpta krav på transparens i handeln med finansiella instrument.

Det är inte alltid så lätt att förklara hur reglerna på värdepappersmarknaderna hänger ihop med FI:s arbete för finansiell stabilitet. Mycket handlar just om genomlysning av handeln och om andra beteenderegler, insiderregler med mera, frågor som ligger närmare målen om gott konsumentskydd och effektiva marknader. Detta är viktiga mål, men deras kopplingar till finanskrisen är inte alltid så tydliga, trots att reglerna vuxit fram och setts över under åren efter krisen.

Men när det gäller Emir är det tydligt att det handlar om finansiell stabilitet. Syftet är att se till att en viktig del av infrastrukturen på värdepappersmarknaderna organiseras så att den blir ett skydd mot störningar och inte en spridningsmekanism som 2008. Ett sätt att minska risken är genom clearing. Detta är temat för det jag har att säga i dag. (En annan gång pratar jag gärna om FI:s arbete inom andra delar av värdepappersmarknaderna.)

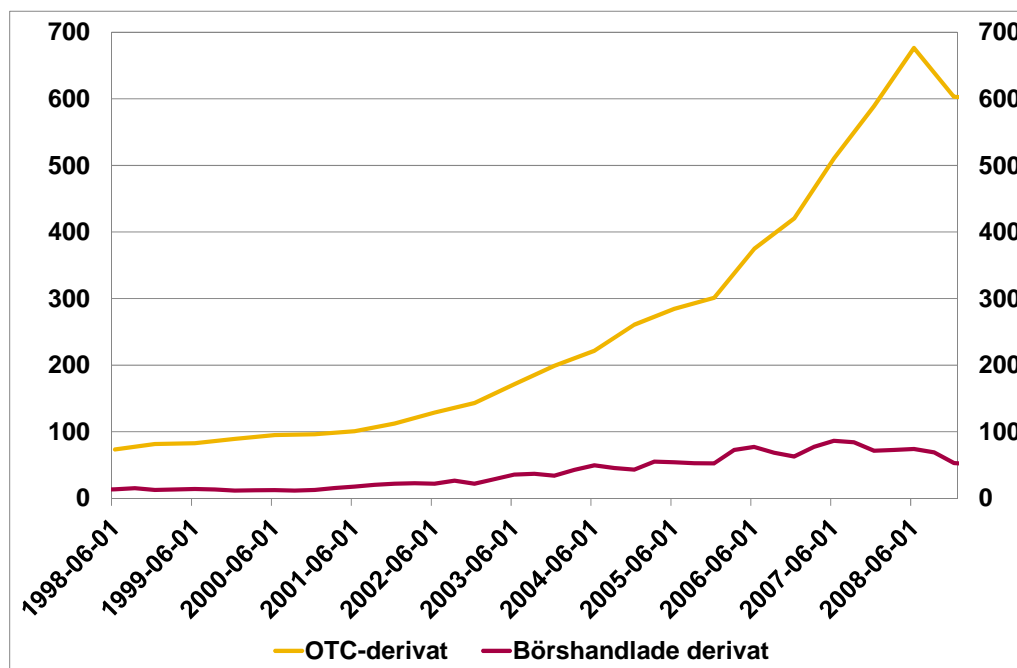
Derivatmarknaderna

Derivatinstrument, till exempel optioner, terminer och swappar, fyller en viktig funktion i marknaderna. De används för att hantera risker, till exempel genom att försäkra sig mot oförutsedda förändringar i en ränta. En av de viktigaste funktionerna en väl fungerande marknad kan uppfylla är att bidra till effektiv riskspridning. Eftersom derivatmarknaderna bidrar till att fördela risken är de några av de viktigaste segmenten av finansmarknaderna.

Åren före finanskrisen så växte derivatmarknaderna kraftigt i många länder, även i Sverige. Den största delen av derivathandeln skedde ”over the counter” (OTC), alltså bilateralt mellan två parter utanför de reglerade marknadsplatserna. Fram till krisen var handeln med OTC-derivat nästintill helt oreglerade och omfattades inte av någon specifik lagstiftning. I kombination med bristen på transparens resulterade detta i att risker kunde byggas upp i det globala finansiella systemet som var mycket svåra att identifiera.

Diagram 1. Derivatmarknaderna fram till finanskrisen

Tusen miljoner dollar



Källa: BIS

Anm. Utestående nominella belopp på och utanför de reglerade marknaderna i tusen miljarder dollar 1998-2008.

Innan finanskrisen var Bear Sterns, Lehman Brothers och AIG viktiga aktörer på OTC-derivatmarknaderna. Problemen som uppstod hos bland annat dem under krisen bidrog sedan till att bristerna på OTC-derivatmarknaderna blottades. Problemen hade egentligen sitt ursprung utanför OTC-derivatmarknaderna men via bland annat creditswappar (credit default swaps, CDS) så kunde de sprida sig snabbt i det finansiella systemet. Bristen på transparens i marknaden hindrade sedan andra marknadsaktörer från att få överblick över sina exponeringar och risker. Antalet utestående kontrakt mot olika motparter kunde vara stort men det var nästan omöjligt att analysera konsekvenserna av en motpart som drabbades av fallissemang eller andra problem. Bristen på transparens hindrade även tillsynsmyndigheter från att identifiera de risker som byggts upp i systemet samt omfattningen av dem. OTC-marknaderna blev på så sätt en viktig mekanism i spridningen av krisen. I sammanhanget tämligen små förluster i ett visst segment i den amerikanska värdepappersmarknaden förvandlades till en global finansieringskris där – något förenklat – ingen längre litade på någon.

Eftersom marknaderna för OTC-derivat är global var internationell samordning avgörande för att komma till rätta med problemen som uppmärksammades under krisen. Som ett led i en satsning för att öka det finansiella systemets stabilitet beslutade G20-länderna under 2009 om nya regler för derivat som handlas utanför reglerade börser. Reglerna syftar bland annat till att öka transparensen och underlätta uppföljning av systemrisker på derivatmarknaden.

Beslutet innebar bland annat att standardiserade OTC-derivatkontrakt främst ska handlas på en börs eller via elektroniska handelsplattformar. De ska även clearas via centrala motparter. G20-länderna beslutade även att banker ska hålla mer kapital för de OTC-kontrakt som inte clearas via centrala motparter. Detta för att bättre reflektera derivatens risker samt för att skapa incitament för central motpartsclearing.

2012 kom The Committee on Payments and Market Infrastructures samt International Organisation of Securities Commissions (CPMI-Iosco) med en rapport över internationella standarder för finansiella infrastrukturföretag. Den anger bland annat hur regelverken kring centrala motparter bör utformas.¹ Som en följd av G20-ländernas arbete införde EU Emir-förordningen 2012. Så som finanskrisen visade så är det väldigt viktigt att tillsynsmyndigheter har bra verktyg för att utöva tillsyn och att vi har en bra överblick över riskerna på marknaden. Eftersom derivatinstrument är en så viktig del av de finansiella marknaderna, anser vi på FI att denna reglering är bra för att främja den finansiella stabiliteten.

En del av Emir som redan har trätt i kraft är att centrala motparter, för att få clara derivattransaktioner, måste auktoriseras. Det har även införts regler för centrala motparters riskhanteringsarbete, vilket är något jag kommer återkomma till.

Ett ytterligare steg för att öka transparensen på derivatmarknaderna har varit att införa regler för rapportering av derivattransaktioner. Detta är bland annat för att underlätta för oss som myndighet med ansvar för tillsyn att identifiera risker.

Det senaste steget i Emir trädde i kraft i juni i år. Det innebar införande av krav på central motpartsclearing av vissa typer av standardiserade OTC-transaktioner. De handlas alltså fortfarande bilateralt, men clearing sker via en central motpart. Dessa krav implementeras stegvis för olika typer av derivat och olika typer av motparter.

Clearing

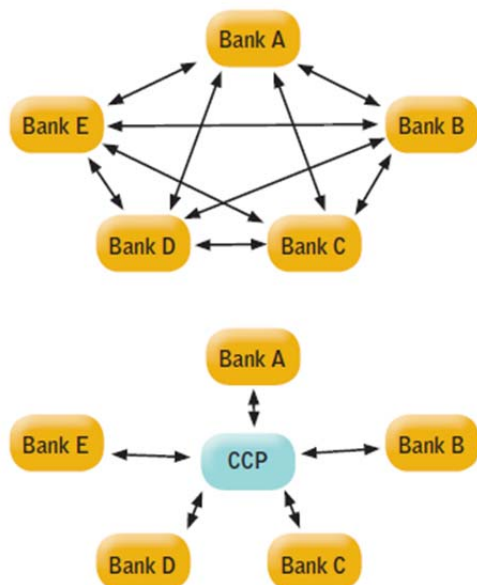
Mot bakgrund av det jag pratat om hittills så tänkte jag nu gå in lite mer specifikt på clearing och de centrala motparternas roll.

I Sverige domineras OTC-derivatmarknaden av de stora bankerna och den största andelen OTC-produkter avser ränteswappar. Ett syfte med att clara derivatinstrument centralt är att flytta motpartsriskerna ut ur banksystemet för att istället skapa ett fristående system för att hantera dessa. Clearing sker därför hos en central motpart som är en aktör som träder in som köpare för varje säljare och som säljare för varje köpare. På så sätt centraliseras motpartsrisken

¹ Principles for Financial Market Infrastructure

till ett enda ställe. Om den centrala motparten har tillräckligt bra riskhantering så minskar därmed motpartsrisken.

Figur 1. Bilateral exponeringar vs. clearing via en central motpart



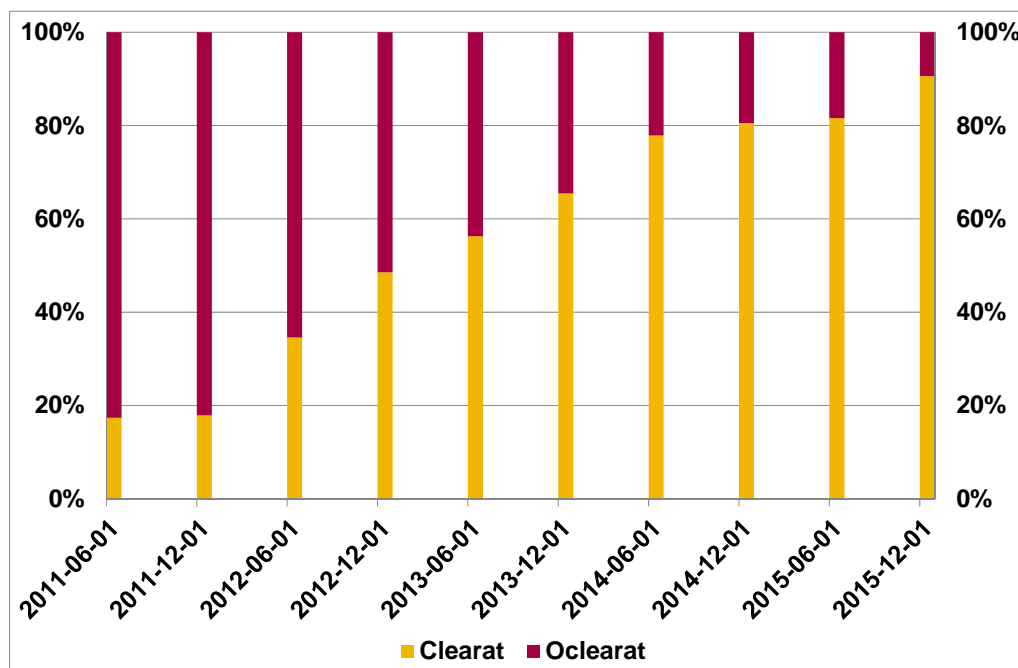
Clearing av derivatinstrument denominerade i svenska kronor kan ske både i svenska och utländska system. Clearing sker därför i stor utsträckning även utanför Sveriges gränser. En stor del av ränteswappar i kronor clearas till exempel hos den London-baserade centrala motparten LCH.Clearnet.

Den 21 juni 2016 trädde kravet på central motpartsclearing av fyra olika typer av standardiserade derivatkontrakt i kraft.² Kravet omfattar kontrakt i amerikanska dollar, euro, japanska yen och brittiska pund (det vill säga de så kallade G4-valutorna). I juni beslutade kommissionen även om att införa krav på central motpartsclearing av vissa OTC-derivat i valutorna svenska kronor, norska kronor samt polska zloty. Dessa krav kommer att börja gälla från den 5 februari 2017.

Obligatorisk motpartsclearing i svenska kronor har alltså ännu inte införts men en stor del av handeln clearas redan. För de kontrakt som handlas OTC och som inte är börslistade så clearas idag över 90 procent av alla räntederivatkontrakt. Att den största andelen av handeln clearas beror med stor sannolikhet på att aktörer förbereder sig inför kommande krav, men även på de högre kapitalkrav banker möter redan idag om de inte clearar. Vi gör därför bedömningen att incitamenten för central motpartsclearing fungerar väl.

² Ränteswappar, basis swappar, Forward Rate Agreements (FRA) och Over Night Index swaps (OIS)

Diagram 2. Clearade och oclearade OTC-derivat
Procent



Källor: BIS, LCH.Clearnet Group Ltd och Nasdaq Inc

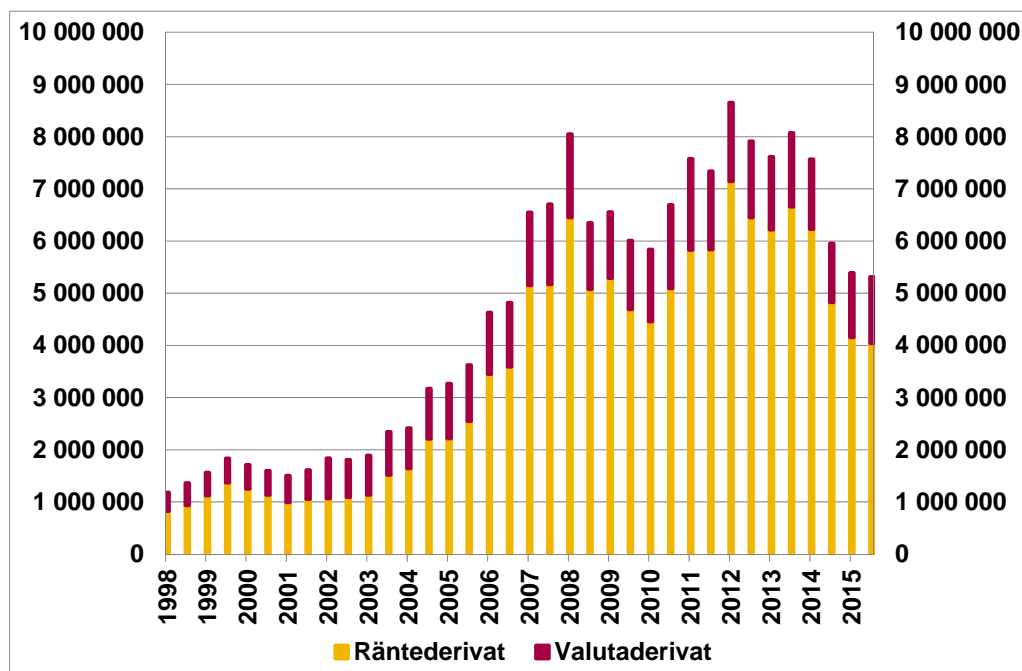
Anm. Clearade och oclearade OTC-derivat denominerade i svenska kronor, utestående nominella belopp. Kategorin clearat avser OTC-derivat som är clearade på LCH.Clearnet samt på Nasdaq Clearing.

Det nya kravet på central motpartsclearing gäller endast för standardiserade OTC-derivat. Mer komplicerade och skräddarsydda derivatinstrument är svåra att cleara effektivt. Utvecklingen mot en allt större grad av clearing har alltså troligen även resulterat i att användandet av skräddarsydda derivatinstrument minskat. Detta minskar i sin tur de operativa riskerna i handeln med OTC-derivat och underlättar riskhantering och tillsyn. En nackdel med ökad standardisering skulle dock kunna vara att företag inte kan få en exakt matchning mot sina risker när kontrakten inte skräddarsys. Vi anser dock att fördelarna med ökad transparens och ökad standardisering överväger sådana eventuella nackdelar.

Centrala motparter

Som ni förstår så var en av avsikterna med hela reformen efter finanskrisen att överföra risken från bilaterala överenskommelser till centrala motparter. Detta anser vi på FI är positivt eftersom vi tror att det kan minska den totala risken inom det finansiella systemet. Men det medför också att de centrala motparternas betydelse för den finansiella stabiliteten ökar. Vår bedömning är därmed att riskerna blir mer koncentrerade men att vi får en bättre överblick över dem. Med god riskhantering och tillsyn av centrala motparter så är riskerna hanterbara.

Diagram 3. OTC-derivat denominerade i svenska kronor
Miljoner dollar



Källa: BIS

Anm. Utestående nominella belopp.

En annan aspekt är att så kallade kompressionsaffärer underlättas i och med central motpartsclearing. Kompression betyder att ett stort antal utestående affärer elimineras och kan ersättas med ett litet antal nya affärer. Centrala motparter erbjuder stordriftsfördelar som inte bilaterala oclearade affärer åtnjuter. En betydande förklaring till nedgången i utestående volymer de senaste åren är just kompression.

Trioptima, ett företag baserat här i Sverige och som står under FI:s tillsyn, är idag leverantör av kompressionstjänster till nästan alla de stora centrala motparterna i världen. 2015 bidrog Trioptima till att genom kompression eliminera knappt 200 miljarder dollar i utestående nominella belopp, framförallt i räntederivat.

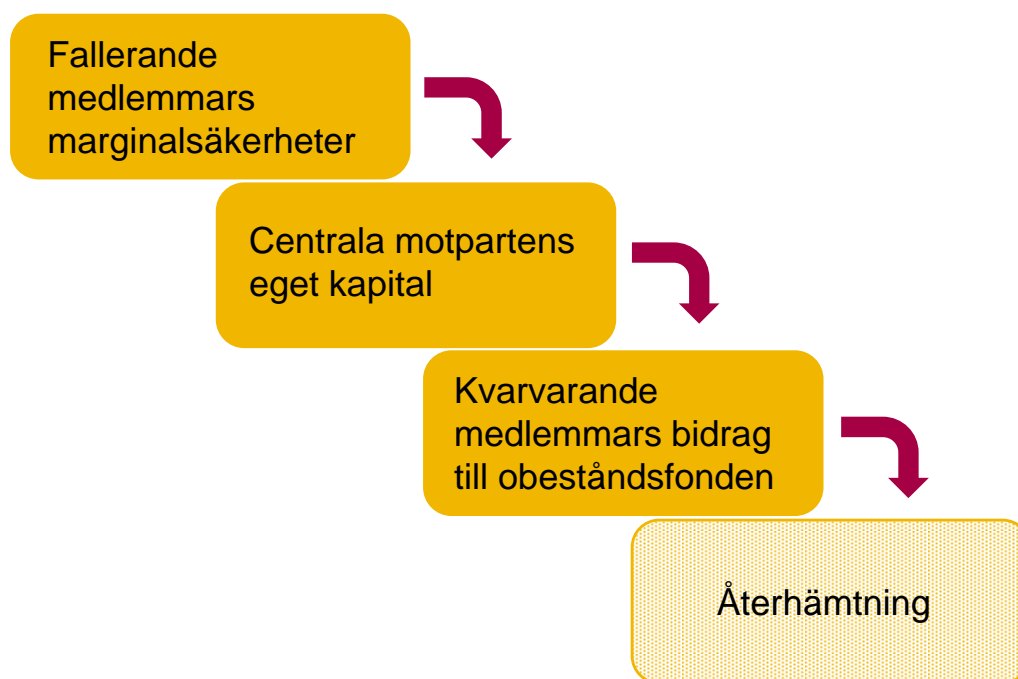
Nasdaq Clearing är den enda auktoriserade centrala motparten i Sverige och står därmed under FI:s tillsyn. Auktorisationen innebär att vi bland annat bedömer att Nasdaq Clearing har tillräckligt med kapital och en väl fungerande riskhantering. Eftersom de centrala motparternas verksamhet är global är det även viktigt att tillsynen över dem sker i nära samarbete med berörda myndigheter i andra länder. Enligt Emir-förordningen ska tillsynen över en central motpart bedrivas av ett tillsynskollegium. FI leder tillsynskollegiet för Nasdaq Clearing och sedan hösten 2015 är vi även med i tillsynskollegiet för LCH.Clearnet. Att arbetet med reglering och tillsyn över centrala motparter är samordnat internationellt krävs för att minska risken för regelarbiterage och ett

”race to the bottom” där till exempel lägre krav på säkerheter eller omotiverat låga avgifter används som konkurrensmetod.

Det är väldigt viktigt att tillsynsmyndigheter ställer höga krav på de centrala motparternas styrning och riskhantering eftersom ett fallissemang av en central motpart riskerar att få allvarliga konsekvenser för hela det finansiella systemet. Ibland talas det till och med om att centrala motparter har blivit ”super-systemically important” eller det nya ”too big to fail”.

Inom riskhanteringen så krävs det därför att den centrala motparten har finansiella resurser för att klara, till exempel, en situation där de exponeringsmässigt två största medlemmarna fallerar. Den centrala motparten ska fortlöpande ta in likvida säkerheter samt bidrag från deltagarna till en gemensam obeståndsfond. Dessa förfinansierade resurser, där även den centrala motpartens eget kapital ingår, ska täcka de eventuella förluster som uppstår om en medlems affärer stängs ned. Den så kallade vattenfallsprincipen beskriver i vilken ordning resurserna ska användas.

Figur 2. Vattenfallsprincipen



Först och främst ska den fallerande medlemmens marginalsäkerheter användas för förlusttäckning. Om dessa inte räcker används medlemmens bidrag till obeståndsfonden. Nästa steg är att använda den centrala motpartens egna avsatta medel och till sist används de kvarvarande medlemmarnas bidrag till obeståndsfonden. I och med att övriga medlemmars bidrag till obeståndsfonden kan användas för att hantera en medlems fallissemang skapas incitament för en god riskhantering hos medlemmarna. De centrala motparterna måste dock även

säkerställa att medlemmarna uppfyller vissa kriterier som ska motsvara de skyldigheter som följer av ett deltagande.

Myndigheter och organisationer bedriver ett omfattande arbete för att ta fram ett robust regelverk för centrala motparter. Vi på FI anser att regelverket på ett bra sätt hanterar flera av de risker som kan uppstå. Liksom inom banksystemet är det dock viktigt att arbeta mer med bland annat stresstester för att identifiera dessa risker för att kunna utveckla fler verktyg för att hantera dem.

Återhämtning och resolution

Både här i Sverige och internationellt har fokus hittills framför allt legat på att stärka motståndskraften hos centrala motparter. På senare tid har frågan om återhämtning, eller recovery som det heter på engelska, och resolution hamnat allt mer i fokus; vad händer om en central motpart trots allt drabbas av finansiella problem? Återhämtning innebär att de centrala motparterna utarbetar återhämtningsplaner för att hantera eventuella finansiella problem. Vid resolution ska nationella myndigheter ges befogenhet att ingripa, innan situationen försämras på ett oåterkalleligt sätt.

Under 2014 kompletterade CPMI-Iosco sina tidigare publicerade standarder med en rapport som vägleder centrala motparter och andra finansiella infrastruktur företag hur de bör utforma sina återhämtningsplaner.³ I dagsläget finns inget bindande regelverk i Sverige eller inom EU för hantering av en central motpart som får allvarliga finansiella problem. Som många av er säkert redan känner till finns det från och med februari i år ett sådant regelverk för banker.

Tanken här är att CPMI-Ioscos rapport ska ligga till grund för ett förslag till ett bindande EU-regelverk. Ett förslag från kommissionen kommer troligtvis att presentera i slutet av 2016. På grund av de centrala motparternas ökande betydelse anser vi på FI att det är mycket viktigt att ett regelverk kommer på plats så snart som möjligt.

Innan jag går in på de centrala motparternas nuvarande arbete med återhämtning och resolution så vill jag understryka att detta bara kompletterar den vanliga riskhanteringen. Resolution är dessutom endast en sista utväg för att undvika en situation där en central motpart inte längre kan tillhandahålla kritiska tjänster .

Inom ramen för den vanliga riskhanteringen använder de centrala motparterna det så kallade vattenfall som jag talade om tidigare. Om detta vattenfall skulle tömmas på resurser måste extraordinära åtgärder vidtas för att undvika att det finansiella systemet drabbas av allvarliga störningar. Dessa åtgärder består dels av en återhämtningsfas, dels en resolutionsfas. I den första fasen ska den centrala motparten ha möjlighet att vidta flera olika åtgärder för att förbättra sin

³ Recovery of financial market infrastructures.

finansiella situation. Vilka åtgärder det rör sig om ska framgå av den centrala motpartens återhämtningsplan.

Huvudansvaret för att upprätta återhämtningsplaner ligger hos de centrala motparterna själva. Men även vi myndigheter har ett betydande ansvar när det kommer till att granska och utvärdera återhämtningsplanerna för att säkerställa att de är realistiska och genomförbara. Vid en kris ska vi dessutom övervaka implementeringen.

Den andra formen av extraordinära åtgärder, vilket även är den sista utvägen för att hantera en central motparts finansiella problem, är att försätta företaget i resolution. Resolution innebär att staten tar kontroll över den centrala motparten.

Detta är alltså i nuläget inte möjligt i Sverige eftersom ett regelverk som styr hur detta ska gå till inte finns på plats. Eftersom ett fallissemang i central motpart kan få mycket stora effekter på den finansiella stabiliteten är det viktigt att även regler om resolution av centrala motparter kommer på plats så snart som möjligt. Detta sagt, vill jag understryka att vi bedömer att motståndskraften i det nuvarande systemet är god. Resolution är – och ska förbli – en extremt och därmed osannolikt utfall.

Slutsats

Derivatinstrument fyller en viktig funktion i dagens finansmarknad. De tillåter aktörer att hantera risker. Samtidigt medför derivatinstrument vissa problem som till exempel att det är svårt att få en helhetsbild över var risker och exponeringar ligger. Myndigheter och organisationer har därför infört en rad nya regler för att komma tillrätta med detta.

Ny reglering har reducerat viktiga risker, men har samtidigt koncentrerat dem som kvarstår och skapat vissa nya. Dessa har gjort att centrala motparter blivit systemviktiga företag. Vi anser att fördelarna med de centrala motparterna överväger trots att nya risker uppstår eftersom de nu är lättare att överblicka och hantera.

Betydande framsteg har gjorts när det kommer till central motpartsclearing, men både de centrala motparterna och vi som myndighet har en del arbete kvar. Sammanfattningsvis är centrala motparter och clearing en viktig del av reformarbetet efter finanskrisen. Vi kommer att fortsätta arbeta aktivt för att ytterligare utveckla säkerheten och effektiviteten inom detta område även i framtiden.

Tack för ordet!