

PM



DATUM: 2014-01-27

FÖRFATTARE: Lisa Marklund

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

DNR [Diarienummer]

■ PM 7 - Konsekvenser av en ökad belåningsgrad för finansieringen av bostadslån med säkerställda obligationer

Sammanfattning

Syftet med denna promemoria¹ är att analysera potentiella risker som bankers finansiering med säkerställda obligationer kan utgöra för den finansiella stabiliteten. Utifrån en bedömning om framtida genomsnittlig belåningsgrad analyserar denna promemoria konsekvenserna för bankernas möjlighet att finansiera bostadsupplåningen med säkerställda obligationer.

Bankerna finansierar i dag bostadsutlåningen till cirka 75 procent med så kallade säkerställda obligationer. Resterande del finansieras med icke-säkerställd upplåning där merparten består av inlåning från allmänheten. Säkerställda obligationer innebär att banken ger ut en bostadsobligation med befintliga bolån som säkerhet. En säkerställd obligation är således kopplad till denna så kallade säkerhetsmassa. Det finns särskilda regler för hur denna säkerhetsmassa ska vara utformad, bland annat får belåningsgraden på bostadslånen som ingår inte överstiga 75 procent. Den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken ligger i dag på cirka 64,7 procent.

Det finns en risk för att belåningsgraden på bostadslån i säkerhetsmassan kommer att stiga med tiden och närma sig en kritisk nivå. Detta skulle kunna innebära att bankernas möjlighet att finansiera bostadsutlåningen med säkerställda obligationer på sikt kan försvåras, framförallt om bostadspriserna skulle falla. Det är svårt att uppskatta vid vilken belåningsgrad svenska säkerställda obligationer kan uppfattas som mindre trygga av marknaden. Dessutom kan uppfattningen om vad som är acceptabelt snabbt ändras.

Även om belåningsgraderna på säkerhetsmassan troligtvis inte stiger till en kritisk nivå vid ett kraftigt bostadsprisfall så ökar osäkerheten kring obligationerna och värdet på underliggande säkerheter om priserna på bostäder faller snabbt. Ett bostadsprisfall skulle därför kunna leda till att det blir både dyrare och svårare för de svenska bankerna att emittera säkerställda obligationer. Detta kan i sin tur leda till dyrare bolån för svenska konsumenter, vilket skulle kunna fördjupa en eventuell konjunkturedgång ytterligare. I en situation där det är svårt för bankerna att få tag

¹ Stora delar av innehållet i denna promemoria har tidigare publicerats i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden* (Janzén, Jönsson och Nordberg, 2011) och *Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten* (Sveriges riksbank, 2010b).

■ på säkerställd finansiering till en rimlig kostnad drabbas parallellt även den icke säkerställda finansieringen då denna anses mer riskfylld. Svårigheter för bankerna att få tillgång till marknadsfinansiering innebär en risk för den finansiella stabiliteten i Sverige.

Svenska myndigheter har tidigare stöttat marknaden för svenska säkerställda obligationer. Bland annat orsakade orolig marknadsutveckling ett säljtryck av svenska säkerställda obligationer under andra halvan av 2007 samt efter Lehmans Brothers kollaps i september 2008. Under hösten 2008 fick de svenska marknadsgaranterna svårt att finansiera sina växande lager och Riksgälden beslutade, i samråd med Riksbanken, att vidta åtgärder genom att bland annat förse marknaden med statsskuldväxlar. Parallellt utvidgade Riksbanken bankernas möjlighet att lämna säkerställda obligationer som säkerheter för lån i närstående institut. Raden av omfattande åtgärder bidrog sammantaget till att lösa upp problemen på marknaden.

Det svenska banksystemet är i dag stort och beroende av internationella kapitalmarknader

Det svenska finansiella systemet är speciellt på tre sätt: de olika delarna är tätt sammanlänkade, det är stort i relation till den svenska ekonomin och det är till stor del finansierat genom värdepappersmarknaden. En väsentlig del av det svenska finansiella systemet består av de fyra svenska bankkoncernerna Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank, som tillsammans svarar för tre fjärdedelar av det svenska banksystemets totala tillgångar (Sveriges riksbank, 2013a). En stor del av dessa storbankers tillgångar utgörs i dag av bolån. Det svenska banksystemet är dessutom koncentrerat i och med att de fyra storbankerna har stora exponeringar mot varandra i form av interbanklån och innehav av varandras säkerställda obligationer.

En anledning till att det svenska banksystemet är stort i relation till den svenska ekonomin är att bankerna har en stor utlandsverksamhet. Inkluderar man denna utlandsverksamhet motsvarar bankernas tillgångar 400 procent² av Sveriges BNP, vilket är högt i ett internationellt perspektiv. En annan anledning är att de svenska bankerna inte tillämpar värdepapperisering av utlåningen³. Detta innebär att de svenska bankernas balansräkningar växer när utlåningen ökar.

Det svenska banksystemet kännetecknas också av att bankernas utlåning är stor i relation till deras inlåning från allmänheten. Endast hälften av bankernas utlåning finansieras i dag med inlåning, vilket är mindre än i andra europeiska banker.⁴ En betydande del av de svenska bankernas utlåning går i dag till att finansiera hushållens bostadsköp. I och med att denna utlåning har ökat har också bankernas tillgångar i form av bolån ökat. Bankerna har till stor del finansierat bolånen genom att emittera säkerställda obligationer där bolån utgör säkerhet för obligationerna. Följaktligen har också volymen säkerställda obligationer ökat och dessa obligationer utgör i dag huvuddelen av bankernas värdepappersfinansiering som i sin tur är en stor del av banksystemets totala finansiering.

² De fyra storbankernas samlade tillgångar inom Sverige uppgick i slutet av 2011 till drygt 200 procent av BNP. De monetära institutens samlade tillgångar i Sverige uppgick vid samma tidpunkt till 300 procent av BNP. Uppgifterna inkluderar samtliga bankers konsoliderade tillgångar. Tillgångarna i de svenska storbankernas utländska dotterbolag ingår i uppgifterna.

³ De lyfter alltså inte ut en del av lånen ur balansräkningen för att placera dem i ett separat företag, vilket sedan kan ge ut obligationer med lånen som säkerhet.

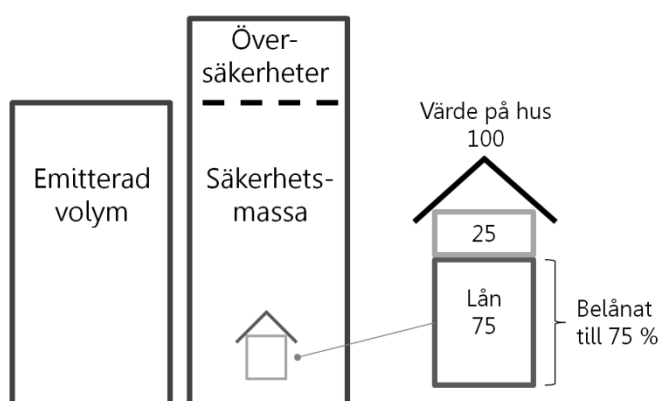
⁴ Samtliga uppgifter avser monetära finansinstitut.

Den totala utestående volymen av svenska säkerställda obligationer uppgår idag till motsvarande 1 940 miljarder kronor, vilket motsvarar drygt hälften av Sveriges BNP. Det innebär att den utestående volymen svenska säkerställda obligationer är större än den utestående volymen svenska statsobligationer som uppgår till cirka 1 190 miljarder kronor. Merparten av de svenska säkerställda obligationerna är emitterad i svenska kronor, men omkring en fjärdedel är emitterad i utländsk valuta, framför allt i euro (Sandström, Forsman, Stenkula von Rosen och Wettergren, 2013).

Vad är en säkerställd obligation?

Obligationer kan vara icke säkerställda eller säkerställda. Den huvudsakliga skillnaden är vilka rättigheter investeraren har om emittenten, i detta fall banken, skulle gå i konkurs. En icke säkerställd obligation innebär att investeraren endast har en fordran på emittenten medan en säkerställd obligation innebär att investeraren både har en fordran på emittenten och förtur till särskilda säkerheter som är kopplade till obligationen (den så kallade säkerhetsmassan). Denna säkrade fordran gör att investeraren löper mindre risk att förlora pengar om emittenten skulle gå i konkurs om obligationen är säkerställd än om den är icke säkerställd. Detta leder till att investerarna inte kräver lika höga räntor på de säkerställda obligationerna som på de icke säkerställda obligationerna. Eftersom bankens säkerställda obligationer ger förtur till specifika säkerheter har de i regel också ett högre kreditbetyg än bankens eget kreditbetyg. Vanligtvis öronmärker emittenten dessutom säkerheter till ett större värde än värdet på utestående obligationer. Dessa översäkerheter skapar ett så kallat övervärde, vilket också bidrar till det högre kreditbetyget (se figur 1). För att ett kreditvärderingsföretag ska ge kreditbetyget AAA måste i regel värdet av de underliggande säkerheterna överskrida värdet på de utestående obligationerna med cirka 15 procent. Det genomsnittliga övervärdet⁵ i svenska bankers säkerhetsmassor uppgick för det andra kvartalet 2013 till cirka 35,9 procent.⁶

Figur 1. Säkerhetsmassa, översäkerheter och underliggande bostadslån



Den lagstiftning som omgärdar säkerställda obligationerna skiljer sig avsevärt åt mellan olika länder⁷. Säkerställda obligationer omgärdas i de flesta länder av ett väl definierat regelverk som övervakas av nationella tillsynsmyndigheter. De flesta

⁵ Anta en bank som har en säkerhetsmassa på 1000 och som har utestående säkerställda obligationer till ett värde av 750. Då blir övervärdet 250 vilket ger ett procentuellt övervärde på 33 % (250/750).

⁶ Baserat på emittenternas egna beräkningar.

⁷ Intresseorganisationen European Covered Bond Council har dock tagit fram en enhetlig standard för de europeiska värdepapper som ska få klassificeras som säkerställda obligationer, däremot finns det inte någon heltäckande internationell standard.

länders lagstiftning bestämmer bland annat vilka säkerheter som tillåts ingå i säkerhetsmassan och hur säkerhetsmassan får vara sammansatt. Enligt den svenska lagen får de underliggande säkerheterna utgöras av lån till bostäder, till kommersiella fastigheter och till jordbruksfastigheter⁸. Kommersiella fastigheter får dock maximalt utgöra 10 procent av säkerhetsmassan. Även vissa andra tillgångar, såsom lån till offentlig sektor, får utgöra en begränsad del av säkerhetsmassan. Dessutom får upp till 20 procent⁹ av säkerhetsmassan bestå av andra likvida tillgångar, så kallade fyllnadssäkerheter som statspapper, kassa och säkerställda obligationer emitterade av andra institut. I praktiken är de svenska säkerställda obligationerna nästan uteslutande säkerställda med hjälp av svenska bolån.

Värdet av de underliggande säkerheterna måste ständigt motsvara minst värdet på emittentens utestående säkerställda obligationer enligt den svenska lagen¹⁰. För den del av lånen som ingår i säkerhetsmassan är den högsta tillåtna belåningsgraden 75 procent av marknadsvärdet för bostäder medan den för jordbruksfastigheter är 70 procent. För kommersiella fastigheter är motsvarande 60 procent av marknadsvärdet. Marknadsvärdet fastställs genom en värdering av tillgången då lånet ges ut. Vid ett kraftigt prisfall värderas tillgången på nytt och lånets belåningsgrad skulle då kunna stiga till en nivå över den som lagen tillåter¹¹. I sådant fall får emittenten av säkerhetsmassan endast räkna den del av krediten som understiger den högsta tillåtna belåningsgraden efter att ha tagit hänsyn till det nya marknadsvärdet.

Säkerhetsmassan är dynamisk på så sätt att lån som är mer än 60 dagar sena till betalning måste plockas bort från säkerhetsmassan. Detta gör att utvecklingen på bostadsmarknaden får effekt på hur pass stort värdet i emittenternas säkerhetsmassa är. Sker det ett fall i bostadspriser kommer det att påverka belåningsgraden på bolånen vilket i sin tur kan leda till att emittenterna måste plocka bort delar av lån från säkerhetsmassan vars belåningsgrad överstiger 75 procent.

Enligt Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om säkerställda obligationer ska emittenterna genomföra stresstester för att säkerställa att säkerhetsmassan fortsätter att vara tillräckligt stor om valutakurser och räntor förändras kraftigt. En nyhet från den 1 augusti 2013 är dessutom motsvarande tester för kraftigt förändrade bostadspriser. Emittenterna ska dessutom redogöra för tänkbara åtgärder som kan minska risken att säkerhetsmassans storlek blir för liten vid fallande bostadspriser. Resultatet av testerna och åtgärdsplanen ska sedan skickas till den oberoende granskaren som i sin årliga rapport till Finansinspektionen ska redogöra för emittenternas stresstester.¹²

⁸ Lånen ska vara utgivna inom Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet, EES.

⁹ Finansinspektionen kan vid särskilda skäl ge tillstånd för att låta fyllnadssäkerheterna utgöra upp till 30 procent av säkerhetsmassan.

¹⁰ För att visa att de svenska emittenterna lever upp till den svenska lagens krav måste de föra ett register över den underliggande säkerhetsmassan och de utgivna säkerställda obligationerna. Finansinspektionen är den myndighet som ser till att de svenska emittenterna följer lagen. Till sin hjälp har Finansinspektionen en så kallad oberoende granskare som bland annat ska övervaka emittenternas register över säkerheterna.

¹¹ Det är av praktiska skäl inte möjligt för instituten att löpande ha fullständig kontroll över prisnedgångar på alla de underliggande säkerheterna. Därför har i förarbetena till Lagen om säkerställda obligationer (prop. 2002/03:107 s. 107) en gräns på 15 procents prisnedgång nämnts, där emittenterna måste införa det lägre värdet i registret. Däremot omnämns inte uttryckligen, vare sig i lagen eller i förarbetena, vad som gäller för uppvärderingar. I Finansinspektionens allmänna råd nämns att uppvärderingar i förekommande fall bör få ske men att de institut som väljer den möjligheten även bör göra nedvärdering i motsvarande mån.

¹² Beslutspromemoria *Nya regler om säkerställda obligationer*. Dnr 11-13295. Finansinspektionen.

■ Svenska storbankers beroende av säkerställda obligationer

Bolånemarknaden har betydelse för de marknadsaktörer som investerar i säkerställda obligationer. I och med att marknaden för säkerställda obligationer är den största obligationsmarknaden i Sverige är det naturligt för svenska investerare att placera i dessa. På samma sätt är det naturligt för utländska investerare som vill placera pengar i Sverige att köpa svenska säkerställda obligationer. De huvudsakliga ägarna av svenska säkerställda obligationer är försäkringsbolag, banker och obligationsfonder inklusive pensionsfonder. Bland de svenska investerarna är försäkringsbolagen störst följda av de svenska bankerna. Cirka en tredjedel av de säkerställda obligationerna emitterade av svenska kreditinstitut ägs av utländska investerare¹³, vilket inkluderar obligationer emitterade i utländsk valuta (Sandström et al, 2013). Eftersom säkerställda obligationer enligt flera regelverk betraktas som relativt säkra medger regelverken att investerare kan placera relativt mycket i dessa. För närvarande erhåller samtliga svenska säkerställda obligationer det högsta möjliga kreditbetyget på AAA av ett eller flera av de tre stora kreditvärderingsföretagen. Historiskt har säkerställda obligationer också gett en högre avkastning än svenska statsobligationer, vilket tilltalar en typ av investerare som söker högre avkastning.

Investerare som placerar i säkerställda obligationer efterfrågar främst långsiktiga investeringar. Detta gäller framför allt försäkringsbolag och pensionsfonder. Det händer även att säkerställda obligationer köps av investerare som gör mer kortsiktiga placeringar. De svenska bankerna investerar till exempel i säkerställda obligationer dels för att ha en buffert av likvida medel, dels för att bygga upp ett lager som underlättar köp och försäljning av obligationerna till andra investerare (det vill säga de svenska bankerna agerar som marknadsgarant). De kortsiktiga investerarna är viktiga för marknadens funktionssätt då de bidrar till frekvent handel i obligationerna vilket kan förbättra marknadslikviditeten och ge marknadsaktörerna en mer uppdaterad bild av prissättningen på marknaden.

Då flera av de kortsiktiga investerarna är aktiva på repomarknaden kan repomarknadens funktionssätt sägas vara viktig för att marknaden i övrigt ska fungera. På repomarknaden kan ägaren av en obligation finansiera sitt innehav genom att belåna obligationen. Detta görs genom en så kallad repa, en överenskommelse om återköp (repurchase agreement på engelska) så att köparen har obligationerna till exempel en vecka och säljaren har pengarna en vecka. Efter det byter man tillbaka. Motparten i en sådan transaktion är vanligtvis bankernas kapitalmarknadsavdelning, alltså marknadsgaranterna.

De svenska storbankerna är således exponerade mot och därmed beroende av marknaden för säkerställda obligationer på flera sätt. Förutom att bankerna är beroende av marknaden för säkerställda obligationer för sin finansiering så påverkar även marknadens funktion bankernas likviditetsbuffertar, som till stor del utgörs av säkerställda obligationer. För att kunna omvandla de säkerställda obligationerna till likviditet förutsätts en fungerande marknad. Om inte obligationerna går att sälja eller att repa ut mot kontanta medel eller andra värdepapper blir en stor del av bankernas buffertar i praktiken illikvida. De svenska storbankerna är dessutom i sin roll som marknadsgarant beroende av att marknaden för säkerställda obligationer fungerar väl.

¹³ Det finns ingen officiell statistik över de olika kategorierna av utländska ägare men att döma av motsvarande statistik över säkerställda obligationer utgivna i euro är tillgångsförvaltarna de största investerarna, följt av försäkringsbolagen och bankerna.

■ Strukturellt beroende av säkerställda obligationer kan innebära problem

Utöver de svenska bankernas exponering mot och beroende av marknaden för säkerställda obligationer finns ytterligare strukturella svagheter.

Implicit garanti kan ge överdrivet risktagande

Marknadsaktörer har en förväntansbild av att svenska myndigheter kommer agera vid problem på marknaden för säkerställda obligationer. Detta grundar sig i hur myndigheterna har agerat under tidigare perioder av stress och hur de har kommunicerat i rapporter och offentliga presentationer (se bilaga 1 för en mer detaljerad genomgång). Marknadsaktörernas förväntansbild innebär därför sannolikt att säkerställda obligationer prissätts som om de har en implicit likviditetsgaranti. Detta kan leda till ett överdrivet risktagande från både emittenter och investerare, eller att aktörer anser att den faktiska likviditetsrisken är omhändertagen och bortser från denna risk.

Andra skuldinstrument riskerar att missgynnas

Som en följd av att bankerna säkerställer delar av sin finansiering erhåller vissa investerare en lägre risk på bekostnad av andra investerare, en process som kallas strukturell subordination. Vid finansiering genom säkerställda obligationer öronmärker vanligtvis emittenterna säkerheter till ett marknadsvärde större än vad lagen kräver¹⁴. De investerare som innehar säkerställda obligationer har rätt till de öronmärkta säkerheterna och vid behov även emittentens övriga tillgångar med samma prioritet som oprioriterade fodringsägare. Att emittenten öronmärker mer säkerheter än lagen kräver innebär således att oprioriterade fodringar är mer riskabla än om inga tillgångar skulle vara öronmärkta. Strukturell subordination innebär således att investerare i icke säkerställd skuld och bankinlåning (oprioriterade fodringar) hamnar i en försämrad sits vid ett eventuellt fallissemang (Juks, 2012).

Om detta får investerare i icke säkerställd skuld att kräva mer ersättning får banker incitament att ha en viss balans mellan säkerställd och icke säkerställd finansiering. Implicita garantier för icke säkerställd skuld samt explicit insättningsgaranti innebär dock att investerare och insättare inte kräver sådan högre ersättning. Slutligen är det således egentligen staten som står för en stor del av riskbärandet¹⁵.

Förekomsten av strukturell subordination kan minska investerares intresse att investera i icke säkerställda obligationer. En banks behov att finansiera sig genom icke säkerställd skuld är dock beroende av vilka typer av tillgångar banken har och om de är lämpliga att placera i säkerhetsmassan eller ej. Då icke säkerställd skuld normalt sett innebär en högre risk än säkerställd skuld borde dessutom problem på marknaden för säkerställda obligationer i de flesta fallen även leda till svårigheter att emittera icke säkerställd skuld. Diversifieringseffekten är således inte entydig. Det finns däremot situationer då det skulle vara lämpligt att ha en bred diversifiering, i form av icke säkerställd skuld. Exempelvis skulle kraftigt fallande bostadspriser kunna innebära att ingen investerare vill öka exponeringen mot bostäder men samtidigt kunna tänka sig att köpa bankens icke säkerställda obligationer. Detta skulle speciellt

¹⁴ Emittenterna öronmärker mer säkerheter än lagen kräver bland annat på grund av att kreditvärderingsbolagen har riktlinjer om att en viss mängd översäkerheter krävs för att kunna erhålla ett visst kreditbetyg.

¹⁵ Förmodligen är det denna typ av resonemang som har lett till rättsliga begränsningar för säkerställda obligationer i Australien, Kanada och Nya Zeeland. Där begränsas hur mycket säkerställda obligationer som får emitteras relativt institutets totala tillgångar.

■ kunna gälla investerare från andra världsdelar där säkerställda obligationer inte är ett lika välkänt begrepp.

Fortsatt hög belåningsgrad bland nya bolånetagare

Belåningsgraden för nya bolån har under många år varit högre än genomsnittet i den befintliga bolånestocken. Enligt Finansinspektionens bolåneundersökning 2013 uppgick den genomsnittliga belåningsgraden för nya bolån¹⁶, det tredje kvartalet 2012, till 69,5 procent. För samma period var den genomsnittliga belåningsgraden för befintliga bolån 64,7 procent. Dessutom växte bolånestocken mellan tredje kvartalet 2011 och tredje kvartalet 2012 med cirka 5,6 procent. Givet ett antal antaganden om den framtida utvecklingen¹⁷ kan man utläsa en risk för att den genomsnittliga belåningsgraden hos bolånestocken stiger med tiden.

Då stora delar av bolånestocken placeras i emittenternas säkerhetsmassor innebär det att belåningsgraden i säkerhetsmassorna skulle kunna stiga framöver. Om den genomsnittliga belåningsgraden hos säkerhetsmassan skulle närma sig maxgränsen på 75 procent kan intresset för att investera i svenska säkerställda obligationer avta. Detta innebär att bankernas möjlighet att finansiera bostadsutlåning med säkerställda obligationer på sikt kan försvåras. En högre belåningsgrad hos säkerhetsmassan innebär dessutom en större känslighet för fallande bostadspriser (se nedan).

Risker för finansieringen av bostadslån med säkerställda obligationer

Bankernas tillgång till finansiering av bolån med säkerställda obligationer kan påverkas negativt om belåningsgraden hos nya bolånetagare stiger framöver. Om dessutom bostadspriserna skulle falla minskar den underliggande säkerhetsmassan i värde vilket skulle innebära ännu högre belåningsgrader för befintliga bolån. Vid ett bostadsprisfall finns dessutom risken att investerare, särskilt utländska, inte längre vill äga svenska bolån genom säkerställda obligationer. Ett ökat säljtryck skulle då kunna uppstå, vilket skulle göra det svårare och dyrare för bankerna att emittera säkerställda obligationer samt omvandla sina likviditetsbuffertar till likvida medel.

Fallande bostadspriser minskar värdet på säkerhetsmassan och övervärdet

Vanligtvis överstiger säkerhetsmassans nominella värde de emitterade obligationernas nominella värde med god marginal (se figur 1). Detta skapar ett övervärde vilket i sin tur genererar en extra trygghet för investerare i säkerställda obligationer eftersom de har en större säkerhetsmassa än vad de har fordran på banken. Ett fall i bostadspriserna skulle allt annat lika leda till att värdet på säkerhetsmassan minskar. Eftersom den utestående volymen av säkerställda obligationer inte minskar, blir effekten att övervärdet minskar.

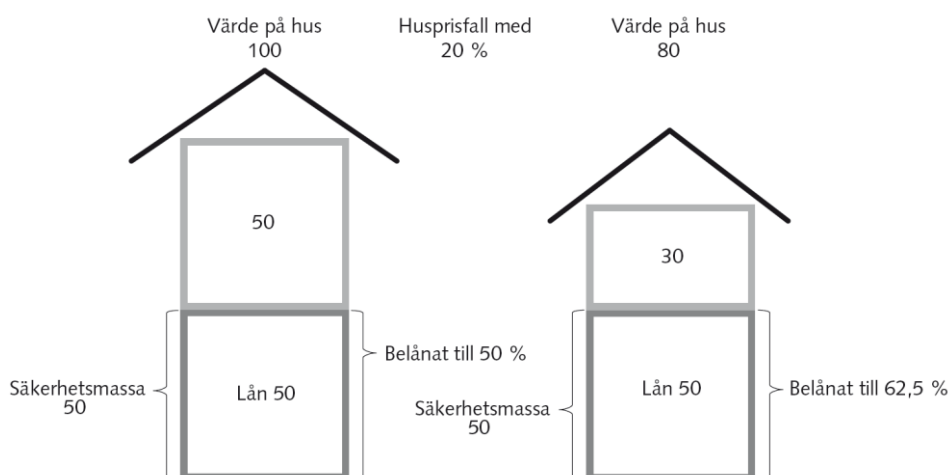
I figur 2 och 3 illustreras hur ett bostadsprisfall på 20 procent skulle påverka två lån som finns med i säkerhetsmassan men som har olika belåningsgrader. Lån 1 har en belåningsgrad på 50 procent och lån 2 har en belåningsgrad på maxgränsen 75 procent. För det första lånet får hela lånet på 50 kronor initialt ingå i säkerhetsmassan då huset endast är belånat till 50 procent. När bostadspriserna minskar med 20

¹⁶ Nya bolån omfattar lån som tagits av helt nya låntagare och befintliga låntagare som har ökat belåningsgraden med mer än 50 procent på befintligt säkerhetsobjekt. Nya lån som uppkommit genom byte av bank går därför inte att särskilja från helt nya lån.

¹⁷ Se avsnittet *Uppskattning av bolånestockens utveckling framöver*, s.10.

- procent stiger belåningsgraden till 62,5 procent. Eftersom denna nya belåningsgrad understiger den maximala belåningsgraden på 75 procent kvalificerar sig hela lånet i säkerhetsmassan också efter prisfallet.

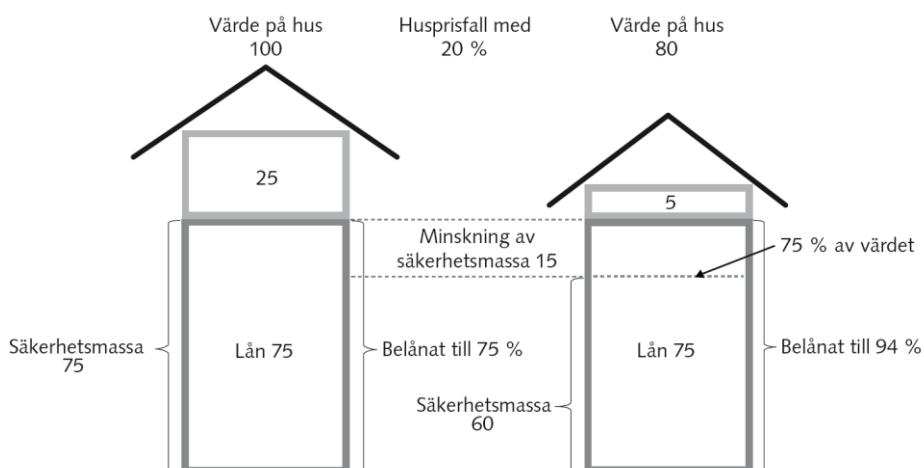
Figur 2. Lån 1, initial belåningsgrad 50 procent



Källa: Janzén, Jönsson och Nordberg. *Husprisfall – konsekvenser för finansiell stabilitet*. Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden (2011).

Det andra lånet har en initial belåningsgrad på 75 procent vilket gör att hela lånet precis får ingå i säkerhetsmassan. När bostadspriserna sedan faller minskar värdet på huset till 80 kronor, vilket då påverkar belåningen som stiger till 94 procent. Detta medför att delar av lånet måste lyftas bort från säkerhetsmassan. Nu får endast 60 kronor (75 procent av husets värde på 80 kronor) ingå i säkerhetsmassan och de överskridande 15 kronorna får inte räknas med.

Figur 3. Lån 2, initial belåningsgrad 75 procent



Källa: Janzén, Jönsson och Nordberg. *Husprisfall – konsekvenser för finansiell stabilitet*. Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden (2011).

Hur mycket säkerhetsmassan påverkas av ett fall i bostadspriser beror därför på hur fördelningen av belåningsstrukturen ser ut för samtliga lån som ingår. Om alla lån vore belånade till 75 procent av bostadens värde och bostadspriserna minskar med 20 procent skulle även säkerhetsmassan minska med 20 procent. I bolånestocken

■ finns däremot lån med blandade belåningsgrader och som högst 75 procent. Att inte samtliga underliggande bolån har en belåningsgrad på 75 procent medför att säkerhetsmassan inte kommer att påverkas lika mycket som värdet på husen minskar vid ett fall i bostadspriser (Janzén et al, 2011).

Om övertärdet minskar kan det begränsa bankernas möjlighet att emittera ytterligare obligationer från den befintliga säkerhetsmassan. Bankerna har dock alltid en möjlighet att fylla på säkerhetsmassan och översäkerheterna. I ett första steg skulle detta kunna ske med så kallade fyllnadssäkerheter, exempelvis stats- och kommunobligationer. I ett andra steg skulle bankerna kunna sälja delar av sina likviditetsbuffertar och erhålla likvida medel att lägga in i säkerhetsmassan som fyllnadssäkerhet. I ett tredje steg kan banken emittera kortfristiga värdepapper vilket ger dem likvida medel som de kan utöka sin säkerhetsmassa med. Möjligheten att genomföra dessa åtgärder kan dock ifrågasättas om marknaden inte fungerar normalt (se nedan).

Kraftigt fallande bostadspriser kan störa marknadens funktionssätt, och leda till problem för bankerna

Om den svenska marknaden skulle drabbas av ett kraftigt bostadsprisfall finns risken att investerare inte längre vill äga svenska bolån genom säkerställda obligationer. De problem som varit på andra internationella bostadsmarknader bidrar dessutom till att risken är mer uttalad. Även om risken för kreditförluster initialt är låg ökar den faktiska risken i investeringen. I en sådan situation kan investerare med dålig kännedom om kreditrisken vilja sälja sina innehav. Om det byggs upp en allmän förväntan om ett ökat säljtryck kan även mer väl insatta investerare välja att sälja för att undvika stora värdeminskningar. Ett sådant flockbeteende kan potentiellt skapa stora negativa prisrörelser och möjligen också störd funktionalitet på marknaden.

Om en situation uppstår där det blir både dyrare och svårare för bankerna att få tag i säkerställd finansiering kommer det samtidigt att uppstå problem på marknaden för icke säkerställd finansiering. Om marknaden börjar uppfatta de säkerställda obligationerna som mindre trygga kommer troligen emittenterna att flytta över mer säkerheter till säkerhetsmassan. Detta drabbar de icke säkerställda investerarna eftersom det då finns färre säkerheter kvar som inte är öronmärkta för de säkerställda obligationerna. Av denna anledning anses icke säkerställd finansiering vanligtvis som mer riskfylld än säkerställd finansiering. I en situation där fallande bostadspriser försvårar finansieringen genom säkerställda obligationer hotas därför inte enbart den säkerställda finansieringen utan bankernas totala marknadsfinansiering.

Då en betydande del av bankernas likviditetsbuffertar utgörs av säkerställda obligationer är bankerna beroende av denna marknads funktion för att kunna omvandla dessa till likviditet¹⁸. Betydande andelar av bankernas likviditetsbuffertar utgörs dessutom av andra bankers säkerställda obligationer (Sandström et al, 2013). Vid ett scenario med en svensk systemkris minskar sannolikt likviditeten i samtliga bankers värdepapper och en stor del av bankernas buffertar blir i praktiken illikvida. De svenska storbankernas åtaganden som marknadsgaranter kan innebära problem när investerare unisont vill sälja av sina säkerställda obligationer, då dessa tenderar att hamna i marknadsgarantens egna lager. Vid en situation med stor stress är sannolikt korta finansieringsmarknader också drabbade, vilket innebär att bankerna

¹⁸ Likviditetsmättet LCR, Liquidity Coverage Ratio, kräver att en banks likviditetsbuffert ska vara minst lika stor som nettoutflödet av pengar under 30 dagar i ett stressat scenario. Likviditetsbufferten i LCR får något förenklat utgöras av statsobligationer och till högst 40 procent av bostadsobligationer.

■ får svårt att finansiera sina växande lager. I ett sådant läge kan en bank välja mellan att nyttja sin likviditetsbuffert (vilket delvis försvåras då delar av denna buffert utgörs av säkerställda obligationer), emittera icke säkerställt (vilket inte går i de flesta fallen), sälja av sina tillgångar eller i förlängningen dra ner på nyutlåningen. Se bilaga 1 för en beskrivning av hur orolig marknadsutveckling tidigare har orsakat säljtryck av svenska säkerställda obligationer.

Uppskattning av bolånestockens utveckling framöver

Genom några enkla räkneexempel kan den framtida genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken uppskattas. Bolånestockens utveckling används här som en uppskattning för säkerhetsmassans utveckling då merparten av de emitterade bolånen placeras i säkerhetsmassan.

Den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken är för närvarande 64,7 procent. En uppskattning visar att om bolånestocken fortsätter att växa på samma sätt som fram tills idag så kommer belåningsgraden för hela bolånestocken att uppgå till 69,2 procent om 10 år. Om dessutom bostadspriserna faller med 10 procent (20 procent) under det tionde året, kommer den genomsnittliga belåningsgraden att uppgå till 76,9 procent (86,5 procent). Om säkerhetsmassans genomsnittliga belåningsgrad skulle uppgå till 86,5 procent skulle det innebära att bankernas övervärden minskar med cirka en tredjedel eftersom delar av säkerhetsmassan måste ersättas.

Tillvägagångssätt

För att uppskatta bolånestockens utveckling framöver har data¹⁹ från Finansinspektionens bolåneundersökning 2013 använts. Enligt bolåneundersökningen uppgick den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken, för det tredje kvartalet 2012, till 64,7 procent. Under samma period skedde nyteckning till i genomsnitt 69,5 procent. Av bolåneundersökningen framgår även att om man inkluderar hushållens amorteringsfria lån, och om man antar att låntagarna amorterar samma volym i kronor per år på dessa lån som på de som faktiskt amorteras, så innebär det en amorteringstid på 148 år för hela lånestocken av bottenlån.

Mellan tredje kvartalet 2011 och tredje kvartalet 2012 växte bolånestocken med cirka 5,6 procent. Under samma period visar en uppskattning²⁰ att det tecknades nya bolån motsvarande cirka 17 procent av bolånestocken. Genom några enkla antaganden kan utvecklingen av den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken uppskattas. För att bolånestocken i räkneexemplet ska växa med 5,6 procent per år antas ett utflöde av bolån från bolånestocken om 11,4 procent²¹ per år. De bolån som lämnar bolånestocken antas ha en belåningsgrad på 64,7 procent och de bolån som tillkommer antas ha en belåningsgrad på 69,5 procent.

Om bostadspriserna, amorteringstakten och belåningsgraden för nya lån hålls konstanta samtidigt som bolånestocken växer med 5,6 procent per år, uppskattas den genomsnittliga belåningsgraden för hela bolånestocken uppgå till 69,2 procent om

¹⁹ I bolåneundersökningen ingår data från Danske Bank, Handelsbanken, Länsförsäkringar Bank, Nordea, SBAB Bank, SEB, Skandiabanken och Swedbank. Det insamlade materialet omfattar bland annat information om aggregerad nivå för bolånestocken som helhet och för nya lån, en totalundersökning av ett stort antal utbetalade lån på hushållsnivå (stickprov) samt uppdaterad information om hushållen som ingick i 2011 års stickprov.

²⁰ Egen uppskattning baserad på det datamaterial som samlades in i samband med Finansinspektionens bolåneundersökning 2013.

²¹ 17,0% - 5,6% = 11,4 %

10 år (se tabell 1). Om dessutom bostadspriserna under det tionde året faller med 10 procent (20 procent), skulle den genomsnittliga belåningsgraden uppgå till 76,9 procent (86,5 procent). Om bostadspriserna istället skulle stiga med 4,5 procent per år²² under 10 år så skulle den genomsnittliga belåningsgraden uppgå till 47,7 procent.

Tabell 1. Uppskattad utveckling av den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken

	I dag	+10 år, stigande bostadspriser med 4,5 % per år	+10 år, konstanta bostadspriser	+ 10 år, bostadspris- fall med 10 %	+10 år, bostadspris- fall med 20 %
Genomsnittlig belåningsgrad i bolånestocken	64,7 %	47,7 %	69,2 %	76,9 %	86,5 %

Källa: Egna beräkningar.

Det genomsnittliga övervärdet²³ i svenska bankers säkerhetsmassor uppgick för det andra kvartalet 2013 till cirka 35,9 procent.²⁴ Om den genomsnittliga belåningsgraden i säkerhetsmassan skulle uppgå till 86,5 procent (se tabell 1), innebär det att delar av de bolån som överstiger 75 procent måste plockas bort från säkerhetsmassan. En enkel uppskattning visar att övervärdet i ett sådant fall skulle minska med cirka en tredjedel²⁵. Värt att notera är dock att de övervärden som emittenterna själva rapporterar varierar kraftigt mellan rapporteringstillfällena och inte heller behöver avspegla de totala säkerheter som finns tillgängliga att placera i säkerhetsmassan. Emittenterna har olika strategier för hur stor andel av bolånen som ska placeras i säkerhetsmassan.

Begränsningar

En uppskattning av slaget ovan har sina begränsningar men visar ändå med enkla antaganden hur snabbt belåningsgraden hos säkerhetsmassan skulle kunna närma sig maxgränsen på 75 procent.

Skattningen ovan använder sig av bolånestockens egenskaper för att uppskatta hur säkerhetsmassans egenskaper kommer att utveckla sig framöver. Vad man missar genom detta antagande är att säkerhetsmassan inte enbart består av bolån utan till exempel även kan bestå av fyllnadssäkerheter såsom statspapper och kassa upp till 20 procent. Vid utgången av det andra kvartalet 2013 hade merparten av emittenterna en genomsnittlig belåningsgrad i säkerhetsmassan på mellan 55-60 procent. I uppskattningen ovan används en belåningsgrad för bolånestocken på 64,7 procent. Skillnaden skulle kunna bero på att säkerhetsmassorna inte enbart består av bolån eller att bankerna möjligen strategiskt väljer att inte placera lån med högre belåningsgrad i säkerhetsmassan för att istället fylla ut med fyllnadssäkerheter. Att uppskattningen använder sig av en högre initial belåningsgrad innebär att de skattade framtida belåningsgraderna är något höga. Skattningen behöver däremot inte vara orimlig gällande hela bolånestockens egenskaper men det är däremot svårt

²² Att bostadspriserna stiger med 4,5 procent per år baseras på antagandet att bostadspriser och hushållens skulder växer i samma takt. För en konstant skuldkvot måste skulderna växa med den disponibla inkomsten som växer med cirka 4,5 procent per år.

²³ Anta en bank som har en säkerhetsmassa på 1000 och som har utestående säkerställda obligationer till ett värde av 750. Då blir övervärdet 250 vilket ger ett procentuellt övervärde på 33 % (250/750).

²⁴ Baserat på emittenternas egna beräkningar. Landshypotek är exkluderat eftersom säkerhetsmassan nästan uteslutande består av lån till jordbruksfastigheter.

²⁵ $(75,0\% - 86,5\%) / 35,9\% = -0,3203 \approx -32\%$

■ att förutse vilka delar av bolånestocken som bankerna väljer att placera i säkerhetsmassorna och hur stora andel andra tillgångar de väljer att använda sig av.

Sammanfattande slutsatser

Syftet med denna promemoria är att analysera potentiella risker som bankers finansiering med säkerställda obligationer kan utgöra för den finansiella stabiliteten. Utifrån en bedömning om framtida genomsnittlig belåningsgrad analyserar denna promemoria konsekvenserna för bankernas möjlighet att finansiera bostadsupplåningen med säkerställda obligationer.

Det finns en risk för att belåningsgraden på bostadslån i säkerhetsmassan kommer att stiga med tiden och närma sig en kritisk nivå. Detta skulle kunna innebära att bankernas möjlighet att finansiera bostadsutlåningen med säkerställda obligationer på sikt kan försvåras, framförallt om bostadspriserna skulle falla. Det är svårt att uppskatta vid vilken belåningsgrad svenska säkerställda obligationer kan uppfattas som mindre trygga av marknaden. Dessutom kan uppfattningen om vad som är acceptabelt snabbt ändras. En stigande genomsnittlig belåningsgrad riskerar att påverka investerarens vilja att köpa svenska säkerställda obligationer.

Även om belåningsgraderna på säkerhetsmassan troligtvis inte stiger till en kritisk nivå vid ett kraftigt bostadsprisfall så ökar osäkerheten kring obligationerna och värdet på underliggande säkerheter om priserna på bostäder faller snabbt. Ett bostadsprisfall skulle därför kunna leda till att det blir både dyrare och svårare för de svenska bankerna att emittera säkerställda obligationer, precis som det har blivit i många europeiska krisländer samt i Danmark och Nederländerna. Detta kan i sin tur leda till dyrare bolån för svenska konsumenter, vilket skulle kunna fördjupa en eventuell konjunkturnedgång ytterligare. I en situation där det är svårt för bankerna att få tag på säkerställd finansiering till en rimlig kostnad drabbas parallellt även den icke säkerställda finansieringen då denna anses mer riskfylld. Svårigheter för bankerna att få tillgång till marknadsfinansiering innebär en risk för den finansiella stabiliteten i Sverige.

Olika typer av åtgärder kan motverka att den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken närmar sig en kritisk nivå. Om belåningsgraden bland nya bolånetagare skulle komma ned till dagens genomsnitt, skulle den trendmässiga ökningen av den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken att avta. Därtill skulle högre och mer amorteringar bland bolånetagarna minska bolånestockens genomsnittliga belåningsgrad. En sådan utveckling skulle göra bankernas finansiering genom säkerställda obligationer mindre känslig för kraftiga bostadsprisfall.

Det faktum att svenska myndigheter tidigare har stöttat marknaden för svenska säkerställda obligationer innebär att marknadsaktörer har en förväntansbild av att svenska myndigheter kommer att hjälpa till vid framtida problem. Denna implicita garanti kan motivera ett överdrivet risktagande från både emittenter och investerare.

■ Källor

Finansinspektionen (2013). *Den svenska bolånemarknaden 2013*.

Janzén, Jönsson och Nordberg (2011). *Husprisfall – konsekvenser för finansiell stabilitet*. Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden. Sveriges riksbank.

Juks (2012). *Asset encumbrance and its relevance for financial stability*. Penning- och valutapolitik 2012:3. Sveriges riksbank.

Lagen om säkerställda obligationer (2002/03:107)

Sandström, Forsman, Stenkula von Rosen och Wettergren (2013). *Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten*. Penning- och valutapolitik 2013:2. Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2010a). *Finansiell Stabilitet 2010:2*.

Sveriges riksbank (2010b). *Marknadsaktörers syn på risker på den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt, hösten 2010*.

Sveriges riksbank (2013a). *Finansiell Stabilitet 2013:1*.

Sveriges riksbank (2013b). *Penningpolitisk rapport 2013:3*.

Bilaga 1 - Orolig marknadsutveckling har tidigare orsakat säljtryck av svenska säkerställda obligationer

Ett ökat säljtryck av svenska säkerställda obligationer uppstod när oron på de internationella finansmarknaderna tilltog 2007. Investerare sökte sig till säkra tillgångar som statspapper och sålde det som uppfattades som riskfyllt, vilket vid den tidpunkten även innefattade svenska säkerställda obligationer. Under andra halvan av 2007 minskade utländska investerare sina innehav av svenska säkerställda obligationer kraftigt från 450 miljarder kronor till 330 miljarder kronor. Återförsäljarna uppger att de investerare som drog sig tillbaka typiskt sett hade en kortsiktig investeringsstrategi, däribland så kallade SIV:ar, conduiter²⁶ och hedgefonder (Sandström et al, 2013).

Efter Lehmans Brothers kollaps i september 2008 blev situationen mer panikartad. Osäkerheten kring svenska bankers exponeringar i Baltikum bidrog till detta. Ett kraftigt säljtryck uppstod i marknaden drivet av främst utländska men även svenska investerare. Tack vare det svenska systemet med marknadsgaranter kunde ändå viss handel upprätthållas. Investerarna fick här en möjlighet att avyttra tillgångar, en möjlighet som saknades på många andra håll. De svenska bankerna i egenskap av marknadsgaranter köpte obligationerna men givet osäkerheten på marknaden fanns det få köpare att sälja vidare till. Marknadsgaranternas (bankernas) lager av säkerställda obligationer växte och snart nåddes gränserna för de interna risklimiterna. Samtidigt var marknader för kort finansiering ansträngda, vilket innebar att bankerna fick svårt att finansiera sina stora innehav. Alla marknadsgaranter försökte göra sig av med innehav genom att sälja till sina motparter på interbankmarknaden och denna handel "slog i taket" (Sandström et al, 2013).

²⁶ SIV:ar och Conduiter är bankkontrollerade enheter utanför bankens balansräkning som investerade i värdepapper med förväntad låg kreditrisk och som finansierade detta genom att emittera kortfristiga värdepapper.

■ Både myndigheter och marknadsaktörer i Sverige uppfattade situationen som allvarlig vilket föranledde en rad åtgärder inom loppet av några veckor. Riksgälden beslutade, i samråd med Riksbanken, att förse marknaden med statsskuldsväxlar²⁷. Pengarna Riksgälden fick in genom sina emissioner placerades i lån till banker med säkerställda obligationer som säkerhet.²⁸ Denna åtgärd innebar en möjlighet för bankerna att byta sitt överskott av säkerställda obligationer mot de statsobligationer som bankernas motparter efterfrågade. Riksbanken utvidgade bankernas möjlighet att lämna säkerställda obligationer som säkerheter för lån i närstående institut från 25 procent till 75 procent, för att så småningom ta bort begränsningen helt²⁹. Bankerna kom överens om att riktlinjerna för interbankhandeln måste ändras för att stabilisera läget. Man drog ned handelsposterna och ökade skillnaden mellan köp- och säljpris³⁰. Raden av omfattande åtgärder bidrog sammantaget till att lösa upp problemen på marknaden (Sandström et al, 2013).

Under hösten 2010 uppstod åter ett ökat säljtryck av svenska säkerställda obligationer efter att Riksbanken avvecklat sin extraordinära lånefacilitet. Den jämförelsevis billiga finansieringen från Riksbanken hade ett antal aktörer använt för att finansiera längre tillgångar, exempelvis säkerställda obligationer. När den billiga finansieringen försvann valde några investerare att sälja sina innehav i säkerställda obligationer, vilket ledde till fallande priser och högre räntor (Sveriges riksbank, 2010a). Tillfrågade marknadsaktörer under hösten 2010 uppgav att det var osäkerheten på marknaden om bankernas finansieringssituation som ledde till sämre prissättning och minskad efterfrågan på obligationer (Sveriges riksbank, 2010b).

²⁷ Totalt emitterades växlar för drygt 200 miljarder och den utestående stocken uppgick till som mest 120 miljarder.

²⁸ Lånen hade samma löptid som statsskuldsväxlarna som emitterades.

²⁹ Användandet av säkerställda obligationer som säkerheter hos Riksbanken ökade från 150 miljarder kronor i september 2008 till nästan 500 miljarder kronor i början av 2009. Efterhand har volymerna gått ned och är nu nere på 100 miljarder.

³⁰ Beslutet innebar att den minsta handelsposten skulle uppgå till 10 miljoner kronor (tidigare 50 för korta löptider och 100 för långa) och handlas med 10 räntepunkters skillnad mellan köp- och säljpris (tidigare 4).