



# Finansiell stabilitet

2005:2



# Innehåll

- FÖRORD 5
  
- SAMMANFATTANDE STABILITETSBEDÖMNING 7
  - Riksbankens roll i arbetet med finansiell stabilitet* 13
  
- FINANSIELLA MARKNADER 15
  - Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna 15
  - Risker för svenska banker och låntagare 18
  - Förändrad tillsyn av försäkringsbolagen* 20
  
- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 21
  - Den svenska företagssektorn 21
  - Den kommersiella fastighetsmarknaden* 26
  - Företagssektorn i Norden, Tyskland samt de baltiska länderna 28
  - Den svenska hushållssektorn 28
  - Hushållssektorerna i Tyskland, de övriga nordiska och de baltiska länderna 31
  - Sammanfattande bedömning 32
  
- UTVECKLINGEN I BANKERNA 33
  - Lönsamhet – strategisk risk 33
  - Storbankernas utlåning i de baltiska länderna* 38
  - Tillgångar – kreditrisk 40
  - Bankernas kreditberedning och uppföljning av företagslån – enkätsvar från kredithandläggare i Sverige* 42
  - Finansiering – likviditetsrisk 46
  - Sammanfattande bedömning 49
  
- DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN – ASPEKTER PÅ RAMVERKET FÖR BANKER I EU 51
  - Bakgrund 51
  - Tillsyn 53
  - Insättningsgarantier 57
  - Krishantering 59
  - Alternativa ramverk 62
  - Slutsatser 65

- VÄGEN MOT EN INRE MARKNAD FÖR FINANSIELLA TJÄNSTER 71
  - Vinster av ökad integration 71
  - Handlingsplanen för finansiella tjänster 72
  - En ny modell för lagstiftning, reglering och tillsyn 76
  - Lamfalussyprocessen* 78
  - Kvarvarande hinder mot integration 83
  - Slutsatser 85
  
- HUSPRISUTVECKLINGEN I SVERIGE OCH OMVÄRLDEN 87
  - Bostadspriser i Sverige 90
  - Statistik över bostadsrättspriser* 92
  - Slutsatser 96
  
- ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER 97

## ■ Förord

Två gånger om året presenterar Riksbanken en analys av stabiliteten i det finansiella systemet i en stabilitetsrapport. Syftet med analysen är att identifiera tänkbara risker i det finansiella systemet och bedöma motståndskraften mot eventuella störningar. Med rapporten kan Riksbanken sprida analysen till aktörerna på de finansiella marknaderna och övriga intresserade och sålunda bidra till en initierad debatt kring stabiliteten i det svenska finansiella systemet. Stabilitetsrapporten är också ett instrument för att visa hur Riksbanken arbetar med målet att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende som ålagts oss av riksdagen.

Analysen av den finansiella stabiliteten avser motståndskraften mot oväntade störningar i såväl de finansiella företagen som den finansiella infrastrukturen. Analysen av företagen koncentreras främst på utvecklingen i de fyra största bankkoncernerna, eftersom dessa har avgörande betydelse för stabiliteten i betalningssystemet.

Utgångspunkten för bedömningen är de omvärldsfaktorer som kan påverka aktörerna i det svenska betalningsväsendet. Rapporten inleds därför med ett kapitel som diskuterar hur den miljö som bankerna verkar i har utvecklats sedan Riksbankens förra stabilitetsrapport publicerades.

I det följande kapitlet görs en genomgång av hur bankernas låntagare har påverkats och om dessa kan komma att agera på ett sådant sätt att bankernas sårbarhet ökar.

Bankernas eget agerande kan också påverka stabiliteten i betalningssystemet, varför utvecklingen i de fyra bankerna analyseras närmare i kapitel tre. Lönsamhetsutvecklingen kan ge en indikation om hur utsatta bankerna är för strategiska risker. Kvaliteten i tillgångarna utvärderas för att visa hur kreditriskerna skulle kunna utvecklas, medan bankernas finansieringsförmåga ger en bild av de likviditetsriskerna som kan uppkomma.

För att få en uppfattning om strukturella svagheter som kan orsaka spridningseffekter via betalningssystemet övervakar Riksbanken även den finansiella infrastrukturen. Denna består av de system som behövs för att möjliggöra betalningar samt handel clearing och avveckling av finansiella instrument. Infrastrukturen kan emellertid ses som ett vidare begrepp och även omfatta det offentliga ramverket för finansiella transaktioner, det vill säga regelverk, tillsyn och krishantering. I denna rapport ägnas infrastrukturkapitlet åt att diskutera utvecklingen mot alltmer gränsöverskridande bankverksamhet inom EU och de implikationer detta får på det offentliga ramverket i några avseenden.

Stabilitetsrapporten avslutas med två artiklar. I den första beskrivs vägen mot en inre marknad för finansiella tjänster. I den andra artikeln analyseras utvecklingen av bostadspriserna i Sverige och omvärlden.

Rapporten har behandlats i Riksbankens direktion den 28 oktober och 10 november.

*Stockholm i november 2005*

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF

## ■ Sammanfattande stabilitetsbedömning

*Det finns i dagsläget inget som talar för att de svenska bankerna skulle få några allvarliga problem med kreditförluster eller lönsamhet under de närmaste åren. Tillväxten förväntas förbli god både i Sverige och omvärlden och bankernas låntagare visar överlag en god betalningsförmåga. Bankernas lönsamhet har förbättrats ytterligare sedan den förra rapporten. I ett internationellt perspektiv är de långa räntorna låga och kreditspreadarna små och en snabb korrigering av dessa förhållanden kan inte uteslutas. Den turbulens på de finansiella marknaderna som detta skulle kunna orsaka förväntas dock ha begränsad påverkan på de svenska bankerna.*

Tillväxttakten i världsekonomin avtog tillfälligt under inledningen av året, men förefaller därefter ha ökat igen. Enligt Riksbankens bedömning i inflationsrapporten den 20 oktober förväntas tillväxten förbli stabil under de kommande åren. I Sverige har den osäkerhet som rådde kring utvecklingen under våren minskat och konjunkturuppgången bedöms nu fortsätta med en tillväxt på mellan 2 och 3 procent de närmaste åren.

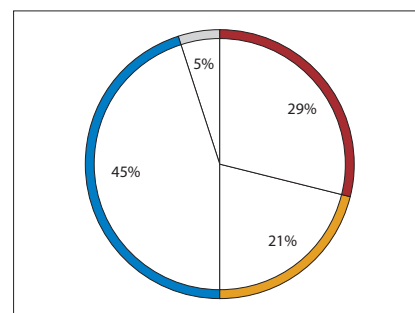
Bilden av god tillväxt återspeglas i utvecklingen på aktiemarknaden. Högre företagsvinster än förväntat har lett till att kurserna på aktiebörserna stigit sedan maj. Förhållandet mellan aktiekurserna och företagens vinster (P/E) är nu omkring 15, vilket motsvarar det genomsnitt som rått sedan mitten av 1990-talet. Volatiliteten på aktiemarknaderna har stigit något den senaste tiden, men är fortfarande förhållandevis låg, vilket tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig en fortsatt stabil utveckling.

De långa nominella räntorna är fortsatt låga sett i ett längre perspektiv, även om de stigit något den senaste tiden på flera håll. Det är svårt att ge någon entydig förklaring till detta, men några tänkbara faktorer kan pekas ut. Låg och stabil inflation har lett till lägre krav på kompensation för förväntade prisstegringar, vilket gjort att de nominella räntorna fallit. Högt sparande i främst de asiatiska och de oljeproducerande länderna har även resulterat i att den reala räntan har pressats ned. Till detta kommer att förändrade regler för institutionella placere, till exempel pensionsbolag, ytterligare ökat efterfrågan på långa statsobligationer och bidragit till att pressa ned de långa räntorna.

Kreditspreadar för mer riskfyllda långa obligationer utgivna av företag och tillväxtekonomier har ökat något, men är fortsatt små sett över en längre period. Stigande vinster i företagen och förbättrade förutsättningar i tillväxtekonomierna förklarar en del av detta, men det går inte att bortse från att finansiella placere också kan ha tagit på sig mer risk än de normalt skulle göra för motsvarande avkastning. Erfarenheten visar att kreditspreadar under sådana förhållanden snabbt kan korrigeras.

Finansiella institutioner har också sedan en tid ökat sina investeringar i högriskobligationer, olika råvaror och mer komplexa kredit-tillgångar.

Utlåning till allmänheten i storbankerna, sektorfördelad. December 2004



- Icke-finansiella företag (exkl. fastighetsföretag)
- Hushåll
- Fastighetsföretag
- Övrig utlåning

Källa: Bankernas resultatrapporter.

## FÖRETAGEN

De svenska företagen fortsätter att öka sin upplåning. Upplåningen går bland annat till investeringar som fortsatt att öka under 2005 inom så gott som alla branscher.

Riksbankens investeringsprognos i den senaste inflationsrapporten – en investeringstakt på omkring 5 procent årligen de kommande två åren – talar för att företagsupplåningen kommer att fortsätta. Enkäter visar att bankchefer runt om i landet gör samma bedömning. Främst är det små och medelstora företag inom kapitalintensiva branscher som tillverkningsindustri och fastighetsföretag som förväntas öka sin upplåning.

Samtidigt som företagssektorn som helhet har ökat sin upplåning har även placeringarna på inlåningskonton i bank ökat. Växande likviditet och stigande utdelningar i de börsnoterade företagen tyder på att en del företag har medel att investera för, men inte ser tillräckligt många lönsamma projekt.

De förbättrade resultaten i företagen – som nu mer beror på att intjäningen förbättrats än på att företagen skurit i sina kostnader – innebär att betalningsförmågan är god. Detta visar också konkursutvecklingen. Konkurserna har minskat i antal och förväntade konkurs sannolikheter beräknade på basis av marknadsinformation och bokslutsdata pekar på att de kommer att fortsätta att minska i de flesta branscherna under det närmaste året.

Fastighetsföretagen är bankernas enskilt största branschexponering. Skuldsättningsgraden i fastighetsföretagen har åter börjat öka något efter att ha fallit sedan mitten av 1990-talet. Skulderna i denna bransch är högre i förhållande till det egna kapitalet än i andra branscher, vilket är normalt och beror på typen av verksamhet. Att skuldsättningsgraden ökar samtidigt som den faller i övrigt i företagssektorn är emellertid värt att notera.

Fastighetsföretagen har ökat sin räntetäckningsgrad och förbättrat sin betalningsförmåga under första halvåret 2005. Sedan förra stabilitetsrapporten har räntekänsligheten ökat marginellt för de börsnoterade fastighetsbolagen. Räntebindningstiden är 2,1 år jämfört med 2,8 år 2004. Att konkurserna inte ökat, och dessutom förväntas falla på ett års sikt talar för att betalningsförmågan kommer att vara fortsatt god i denna bransch.

Företagen i de övriga nordiska och de baltiska länderna samt i Tyskland är också viktiga låntagare för de svenska storbankerna. Utvecklingen i de övriga nordiska länderna påminner i hög utsträckning om den svenska. Företagen har börjat låna igen och deras betalningsförmåga är god. I de baltiska länderna lånar företagen i snabb takt. Skuldsättningsgraden är emellertid förhållandevis konstant och betalningsförmågan god. De tyska företagen skiljer ut sig eftersom deras kreditefterfrågan är svag. Investeringsnivån är låg och företagen förbättrar sina resultat genom att skära i kostnader snarare än genom ökad intjäning.



## HUSHÅLLEN

De svenska hushållen fortsätter att öka sin upplåning i samma höga takt som tidigare. Den totala upplåningen ökade med nära 13 procent mellan september förra året och september i år. Hushållen lånar till största delen till köp av bostäder. Att hushållen kunnat öka sina skulder och köpa hus beror bland annat på låga bostadsräntor och stigande reala disponibla inkomster.

Hushållens köp av bostäder har lett till att bostadspriserna fortsatt att stiga. Under det första halvåret 2005 steg småhuspriserna med nära 8 procent i genomsnitt i landet jämfört med första halvåret 2004. Fortfarande finns det regionala skillnader. Medan priserna fortfarande stiger snabbare än riksgenomsnittet i Göteborg och Malmö, har de mattats i Stockholm där de sedan 2002 stiger i långsammare takt än i riket som helhet.

Riksbanken har i en artikel i denna rapport närmare studerat den uppgång i huspriser som ägt rum i Sverige och i omvärlden under det senaste decenniet. I artikeln prövas i några regressionsmodeller ett antal variabler som kan förklara utvecklingen av bostadspriserna i Sverige, i första hand inkomst och ränta. Analysen tyder på att huspriserna i landet som helhet i stort kan förklaras med utvecklingen av de underliggande faktorerna. De långa räntorna är i dagsläget onormalt låga, vilket aktualiserar frågan om hur huspriserna skulle påverkas om boräntorna stiger. Beräkningar i artikeln visar att husprisökningen skulle mattas om räntorna stiger i den takt som marknadsaktörerna förväntar sig. Med antaganden om större ränteuppgångar blir effekterna på de nominella huspriserna mer markanta.

I rapporten är det i första hand de effekter bostadspriser kan få på hushållens säkerhetsvärden som står i fokus. Huspriserna har emellertid också funnits med i de penningpolitiska diskussionerna de senaste åren, eftersom de påverkar hushållens förmögenhet och därmed deras konsumtion.

Hushållssektorns totala skulder i förhållande till disponibel inkomst har ökat till 127 procent, vilket är en högre skuldkvot än vad Riksbanken antog i den förra stabilitetsrapporten. Skulderna förväntas fortsätta att öka de kommande två åren, men i avtagande takt.

Hushållens betalningsförmåga är fortsatt god. De låga räntorna har medfört att ränteutgifterna fortfarande utgör en låg andel av hushållssektorns disponibla inkomster. Här finns dock betydande regionala skillnader med högre utgifter i storstadsregionerna än i de övriga delarna av landet.

I den förra stabilitetsrapporten undersökte Riksbanken hushållens skuldsättning och betalningsförmåga i olika inkomstklasser fram till och med 2003. Hushållens ekonomiska marginaler uppskattades – det vill säga hur mycket de har kvar av sin inkomst efter skatt när ränteutbetalningar och andra levnadsomkostnader har betalats. Samtliga inkomstklasser hade marginaler att klara betydande räntestegringar eller inkomstbortfall. En framskrivning av denna analys med nya data

tyder på att hushållen förbättrat sina marginaler ytterligare sedan 2003.

Hushållen fortsätter att öka andelen lån till rörlig ränta, vilket gör dem känsligare för ränteförändringar. Andelen rörliga lån utgör nu omkring 40 procent av hushållens befintliga lån. Hur känsliga de är beror till viss del på hur snabbt de binder lånen när räntorna börjar stiga. Tillgängliga data tyder på att hushållen är förhållandevis snabba när det gäller att binda lånen när den korta räntan börjar höjas och därmed en tid kan låsa in låga räntor. Skulle emellertid räntorna höjas mer abrupt kan ränteförändringen få större effekt.

Hushållssektorn bedöms fortfarande ha marginaler att klara av stigande räntor eller tillfälliga inkomstbortfall utan att hamna i betalningssvårigheter. Enskilda hushåll kan emellertid få problem. Ökade belåningsgrader och minskade amorteringskrav har gjort det möjligt för enskilda låntagare att ta större risk än tidigare. Det finns anledning att nära följa denna utveckling och de möjliga effekter den kan få på såväl hushållens betalningsförmåga som deras konsumtion.

#### BANKERNA

Stabilitetsanalysen av bankerna koncentreras till de fyra storbankerna, eftersom dessa har en central roll i det finansiella systemet. Analysen fokuserar på lönsamheten, kvaliteten på tillgångarna, finansieringsstrukturen samt kapitalstyrkan.

Bankernas lönsamhet, mätt som räntabilitet på eget kapital, har förbättrats ytterligare sedan vårens stabilitetsrapport. Den största intäktskällan, räntenettet, ökade endast marginellt. Förbättringen berodde istället främst på att provisionsnettot förbättrades och att värdet på bankernas finansiella instrument ökade. Lägre kreditförluster bidrog också till den förbättrade lönsamheten.

Ökad lönsamhet behöver inte automatiskt betyda att en bank fått ökad finansiell styrka och därmed motståndskraft mot oförutsedda förluster. Det kan också vara ett resultat av att banken tar större risker. En bank som ökat sin lönsamhet till följd av ökade vinstmarginaler eller ökade riskjusterade intäkter har mer motståndskraft om problem skulle uppstå, än en bank som är lönsam endast på grund av ökat risktagande. Lönsamhetsökningen i de fyra svenska storbankerna sedan den förra stabilitetsrapporten beror dock främst på högre vinstmarginaler till följd av ökade intäkter. Det talar för att bankerna ytterligare förbättrat sin motståndskraft.

Storbankernas utlåning har fortsatt att öka med omkring 10 procent under den senaste resultatperioden. Fortfarande är det hushållskrediterna, främst i bostadsinstituten, som svarar för merparten av utlåningstillväxten. Storbankerna tar emellertid inte marknadsandelar på denna marknad; dessa minskar eller är oförändrade. Andra aktörer så som SBAB och Danske Bank har istället börjat ta delar av marknaden genom att pressa marginaler eller genom att som SBAB erbjuda högre belåningsgrader.

Företagsutlåningen har också ökat i storbankerna, om än i måttlig takt. I samtliga storbanker har den samlade utlåningstillväxten varit snabbare i deras verksamheter utomlands än på den svenska marknaden.

Kreditförlusterna har minskat för alla de fyra storbankerna. Med Riksbankens nuvarande konjunkturprognos finns det inte anledning att tro att kreditförlusterna kommer att öka påtagligt det närmaste året. Det finns emellertid skäl att nämna några tänkbara scenarier som skulle kunna resultera i ökade kreditförluster. Ett sådant är om den starka tillväxten i de baltiska länderna skulle brytas. Ett annat är om de svenska hushållen skulle få svårare att klara sina räntebetalningar. Båda är sannolikt knutna till en konjunktur som viker tidigare eller kraftigare än beräknat.

De svenska storbankerna har sedan tidigt 1980-tal haft ett inlåningsunderskott, det vill säga utlåningen till allmänheten har varit större än inlåningen. Detta underskott har successivt ökat sedan dess och första halvåret uppgick det till drygt 1900 miljarder svenska kronor. Det växande inlåningsunderskottet gör att de fyra storbankerna i allt högre utsträckning blivit beroende av interbank- och värdepappersmarknaderna för sin finansiering.

Storbankerna har sedan 2002 minskat sin korta upplåning och istället ökat andelen lån med löptider på mellan ett och två år. Omkring hälften av upplåningen sker i utländsk valuta. Upplåningen kurssäkras i hög utsträckning och är därmed säkrad mot valutarisk. Bankerna lånar på ett antal olika marknader, vilket är positivt ur ett stabilitetsperspektiv eftersom det minskar beroendet av en enskild finansieringskälla. Samtidigt är bankerna nu mer känsliga för problem på de finansiella marknaderna i Sverige och omvärlden.

I takt med att storbankernas lönsamhet har förbättrats har också deras kapital ökat de senaste åren. Deras genomsnittliga primärkapitalnivå uppgick till 6,9 procent i slutet av juni. Föreningssparbanken visar en lägre primärkapitalnivå, vilket beror på bankens förvärv av den estniska banken Hansabank.

#### RISKER FÖR BANKERNA OCH DERAS LÅNTAGARE

Sammantaget finns det i dagsläget inget som talar för att de svenska bankerna får några mer betydande problem med lönsamhet eller risker under de kommande åren. Betalningsförmågan är överlag god hos de olika låntagarkategorierna. Konjunkturen förväntas förbli stabil och prissättningen på de finansiella marknaderna förefaller i stort spegla den förväntade realekonomiska utvecklingen.

I den förra stabilitetsrapporten lyfte Riksbanken fram risken för snabba anpassningar av långa räntor, kreditspreadar och växelkurser kan ge upphov till turbulens på de finansiella marknaderna. Denna risk kvarstår.

Det finns flera scenarier som på detta sätt skulle kunna åstadkomma oro på de finansiella marknaderna. Ett sådant är om ökade

olja och stigande inflation i USA får till följd att penningpolitiken stramas åt snabbare och ränteläget blir högre än marknadsaktörerna förutsett. Detta leder i sin tur till ökat privat sparande, dämpade bostadspriser och minskad tillväxt. Detta skulle bidra till att minska det amerikanska sparandeunderskottet, men det skulle sannolikt också innebära högre långa räntor och fallande dollarkurs.

En sådan anpassning kan mycket väl ske under ordnade former, men den kan också – åtminstone initialt – få ett snabbt förlopp. Det kan inte uteslutas att de små räntedifferenserna till viss del är ett uttryck för att investerare till följd av de låga långa räntorna på statsobligationer efterfrågar mer riskfyllda placeringar utan att kräva den ersättning för ökad risk som de normalt skulle göra. Begynnande oro på marknaden kan då leda till att de snabbt vill vikta om sina portföljer mot säkrare investeringar. Ett sådant förlopp kan leda till ytterligare turbulens med betydande prisrörelser och minskad likviditet på marknaden. Och om priserna på olika tillgångar skulle samvariera i högre grad än normalt kan de finansiella aktörernas riskexponeringar snabbt öka.

Man kan inte heller bortse från att den snabba tillväxten av vissa marknadssegment under senare år, till exempel när det gäller olika former av kreditderivat, kan innebära risker som är svåra att överblicka under normala omständigheter, men som blottläggs vid ökad finansiell oro.

Vad får då snabba prisanpassningar för effekter på de svenska storbankerna och därmed på det svenska finansiella systemet? De direkta effekterna, till exempel i form av minskade värden på bankernas obligationsportföljer, är sannolikt inte så omfattande att de skulle kunna orsaka bankerna allvarliga problem. En snabb räntestegring med en procentenhet över hela avkastningskurvan skulle minska bankernas resultat med mellan 10 och 30 procent om bankerna realiserar hela förlusten.

De indirekta effekterna av finansiell oro, som hänger samman med uteblivna investeringar, lägre utlåning och minskad värdepappershandel, är svårare att uppskatta. Samtidigt är det förmodligen dessa som är av störst betydelse för de svenska bankerna, eftersom deras största intäktsposter är provisions- och räntenetton. Med den intjäning som storbankerna har idag skulle de klara kreditförluster på mellan 1,4 och 1,6 procent av utlåningen innan de skulle gå med förlust och tvingas använda eget kapital för att täcka förlusten. Det kan jämföras med bankernas genomsnittliga kreditförluster på 0,03 procent av utlåningen i dagsläget. Bankerna förefaller således ha god motståndskraft mot oväntade förluster.

**D**et finansiella systemet har tre huvuduppgifter; att tillhandahålla betalningstjänster, omvandla sparande till investeringar och hantera finansiella risker. Systemet består av banker och andra aktörer, marknadsplatser där dessa kan mötas och den finansiella infrastrukturen där transaktioner registreras och avvecklas. Det är av stor betydelse för samhällsekonomin att systemet fungerar löpande på ett effektivt sätt. Om systemet skulle upphöra att fungera skulle de ekonomiska och sociala kostnaderna kunna bli omfattande. Därför har staten ett särskilt intresse att övervaka dess funktion.

Störningar i betalningsfunktionen skulle sannolikt ge de största skadeverkningarna i ekonomin med tanke på den stora mängd betalningar som strömmar genom systemet. Alla transaktioner i en ekonomi kräver ju någon form av betalning. Riksbanken och affärsbankerna är de centrala aktörerna i betalningssystemet. Bankerna distribuerar sedlar och mynt, håller transaktionskonton kopplade till girosystem och driver betalkortssystem. Riksbanken å sin sida ger ut sedlar och mynt samt tillhandahåller konton i betalningssystemet RIX, som bankerna kan använda för att genomföra stora betalningar sinsemellan.

Riksbanken har, mot bakgrund av sin roll i betalningssystemet, fått i uppdrag av riksdagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Här finns också en tydlig koppling till Riksbankens andra mål – att upprätthålla ett fast penningvärde. Stabilitet i det finansiella systemet är en grundförutsättning för en fungerande inflationsmålspolitik.

Bankernas viktiga roll i betalningssystemet gör att de står i centrum för samhällets intresse att övervaka den finansiella stabiliteten.<sup>1</sup> En kris i banksystemet skulle kunna drabba betalningsväsendet på ett allvarligt sätt. Övervakningen av bankerna är extra komplicerad till följd av att bankverksamhet i sig är mer riskfylld än verksamhet i de flesta andra företag. Bankernas skulder – inlåning eller lån från andra banker

– är till största delen kortfristiga, medan deras tillgångar ofta är långfristiga.

Problem i en enskild bank kan också sprida sig vidare till andra banker och därmed utvecklas till en risk för hela systemet. En anledning till detta är att bankerna har skulder sinsemellan på grund av lån eller handel med värdepapper eller helt enkelt för att de deltar i betalningssystemet. En annan anledning är att de alla har liknande verksamhet och därför kan drabbas på samma sätt om problem uppstår i omvärlden. Spridningseffekter kan också uppstå enbart till följd av att andra aktörer har misstankar om att det finns kopplingar mellan instituten, även om så inte är fallet. Dessa misstankar kan under vissa omständigheter riskera att bli självuppfyllande.

Att enbart misstankar kan räcka för att skapa spridningseffekter är utmärkande för det finansiella systemet. Det visar i vilken hög grad systemstabiliteten är beroende av att de som deltar i eller använder sig av det verkligen har förtroende för att det ska fungera i alla sina funktioner. Om detta förtroende försvinner kan det orsaka svårigheter för bankerna att bedriva sin verksamhet och därmed hota systemets funktion. Ett exempel på detta kan hämtas från den svenska bankkrisen då förtroendet för samtliga svenska banker var lågt på de internationella kreditmarknaderna, oavsett hur omfattande problem varje enskild bank hade. Alla banker fick då finansieringsproblem och staten tvingades i detta läge garantera samtliga bankers skulder.

Det är emellertid inte enbart förtroende för de enskilda bankerna som är väsentligt för att det finansiella systemet ska fungera väl. Aktörerna i systemet måste ha förtroende för alla dess delar. Detta innebär att övervakningsrollen i praktiken täcker mer än att övervaka bankerna i betalningssystemet. Riksbanken måste även analysera utvecklingen på de finansiella marknaderna och de utvecklingstendenser på dessa som kan tänkas leda till hot mot stabiliteten. Detta är i växande utsträckning också en gemensam internationell fråga.

<sup>1</sup> Finansinspektionen och Riksbanken har båda viktiga roller i denna övervakning och myndigheternas uppgifter har ofrånkomligen många beröringspunkter. Tillsammans med finansdepartementet har de båda myndigheterna tydliggjort arbetsfördelningen och samarbetet om stabilitetsfrågor i en överenskommelse. Se [www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_AFS/overenskommelse.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_AFS/overenskommelse.pdf).

Övervakningen av systemstabiliteten omfattar också stabiliteten i den finansiella infrastrukturen. Med infrastrukturen avses de system som behövs för att genomföra betalningar samt för att handla med, registrera och avveckla finansiella instrument. Om dessa system fungerar väl minskar risken att problem som uppstår någonstans på de finansiella marknaderna eller i något institut sprids vidare till övriga aktörer och delmarknader. Risken blir också mindre att störningar uppstår i någon del av infrastrukturen och sprider sig vidare. Genom att med utgångspunkt i internationellt överenskomna normer och standarder löpande utvärdera systemets olika delar, kan Riksbanken verka för att infrastrukturen blir motståndskraftig mot olika typer av störningar.

Infrastrukturen omfattar även det offentliga ramverket för alla finansiella transaktioner, det vill säga regelverk, tillsyn och krishantering. Lagar och föreskrifter sätter de ramar inom vilka de finansiella företagen ska verka. Riksbanken bidrar i detta arbete med att svara på remisser och delta i det internationella arbetet med att utveckla regelverket vidare. Regelverket utvecklas till stor del inom Baselkommittén och EU. I dessa sammanhang diskuteras även frågor kring andra delar i det offentliga ramverket.

I rapporten Finansiell stabilitet publicerar Riksbanken två gånger per år sin syn på riskerna i det finansiella systemet och bankernas motståndskraft mot eventuella störningar. Efter-

som de fyra stora bankkoncernerna svarar för omkring 80 procent av den svenska marknaden koncentreras analysen av bankernas motståndskraft på dessa.

Stabilitetsarbetet består inte bara av förebyggande arbete utan även av krishantering – att ha beredskap för att agera om en kris trots allt skulle uppstå. För att kunna hantera kriser måste staten kunna bedöma vilka konsekvenserna blir om ett institut med problem går i konkurs. Om dessa blir allvarliga måste staten kunna vidta åtgärder för att minska följdverkningarna. Det kan i vissa fall röra sig om att bidra till en ordnad avveckling av institutet, i andra fall om att ge likviditetsstöd.

I vissa fall kan det vara Riksbankens ansvar att ge likviditetsstöd. Detta ska emellertid endast ske om något enskilt institut fått så allvarliga problem att hela systemets stabilitet är hotad. Vidare ska denna form av stöd endast ges om institutet i fråga är solvent. Om företaget är insolvent är det riksdagen som beslutar om eventuellt finansiellt stöd, eftersom detta riskerar att leda till kostnader för skattebetalarna.

Den förebyggande övervakningen och krishanteringen är intimt förknippade med varandra. Övervakningen är en förutsättning för att Riksbanken ska kunna bedöma om stabiliteten är hotad vid en kris och om det rör sig om solvens- eller likviditetsproblem. I ett krisläge är också samarbetet med Finansinspektionen och Finansdepartementet än mer betydelsefullt.

*Sedan i våras har priserna på de internationella aktiemarknaderna stigit och volatiliteten varit fortsatt låg, även om den stigit något den senaste tiden. Utvecklingen ligger i linje med goda makroekonomiska förutsättningar och stigande vinster i företagen. Under hösten har de långa räntorna stigit något, men är fortfarande låga sett över en längre period. Spreadarna för företagsobligationer liksom obligationer utgivna av tillväxtekonomier är också små och en snabb korrigerings av räntor och spreadar kan inte uteslutas.*

Utgångspunkten för Riksbankens stabilitetsbedömning är de omvärldsfaktorer – utvecklingen såväl i realekonomin som på de finansiella marknaderna – som kan påverka bankerna och deras låntagare. I detta kapitel beskrivs inledningsvis den realekonomiska bedömning som Riksbanken gjort i samband med penningpolitiska beslut. Därefter beskrivs utvecklingen på de finansiella marknaderna och avslutningsvis diskuteras potentiella risker förknippade med utvecklingen.

### Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna

Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i maj har konjunkturen fortsatt att utvecklas starkt i Sverige och omvärlden. Detta beror bland annat på stark tillväxt i USA och stark expansion i Kina och andra länder i Asien, vilket stimulerat världshandeln.

I den inflationsrapport som publicerades i oktober bedömer Riksbanken att den globala tillväxten kommer att bli förhållandevis hög även framöver. Tillväxten i världen väntas uppgå till cirka 4 procent i år för att därefter avta något. Den starka konjunkturen i USA bedöms fortsätta. I år antas tillväxten uppgå till 3,6 procent för att sedan avta de kommande åren. Även i Asien förväntas de senaste årens starka tillväxt fortsätta.

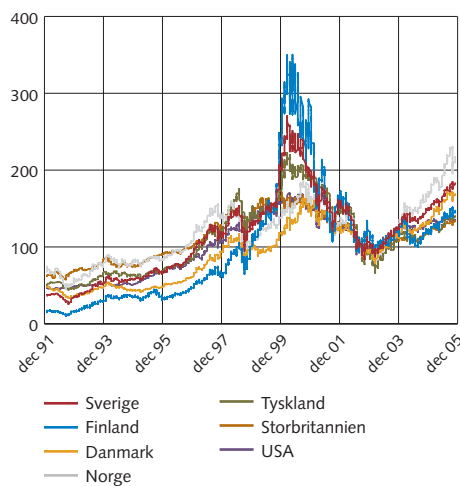
Liksom tidigare har tillväxten i euroområdet varit betydligt svagare än på andra håll. I år väntas tillväxten uppgå till 1,2 procent, för att sedan öka något under nästa år. Den statistik som publicerats sedan i våras visar att tillväxten har förblivit stark i de baltiska länderna främst på grund av stark inhemsk efterfrågan.

I Sverige var den avmattning som skedde under inledningen av året endast tillfällig. BNP-tillväxten tilltog under andra kvartalet och hushållens konsumtion ökade snabbt. Framöver väntas såväl inhemsk efterfrågan som export växa i god takt och BNP-tillväxten antas bli 2,3 procent i år och 3,0 procent nästa år.

#### AKTIEMARKNADEN

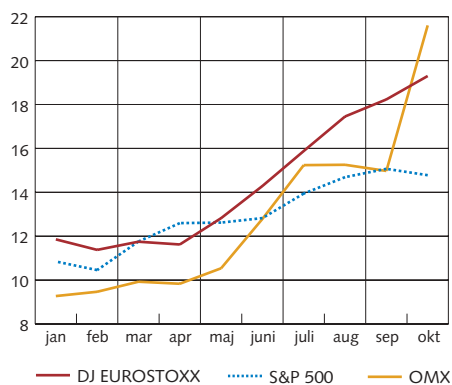
Kurserna på de utländska börserna föll tillfälligt i våras. Detta berodde i huvudsak på sämre tillväxt framförallt i USA, men även på företags-specifika händelser såsom nedgraderingarna av Ford och General Motors. Sedan maj har dock aktiemarknaderna generellt stärkts till följd av överraskande höga vinster i företagssektorn. Utvecklingen på den

Diagram 1:1. Börsutveckling  
Index: september 2002 = 100



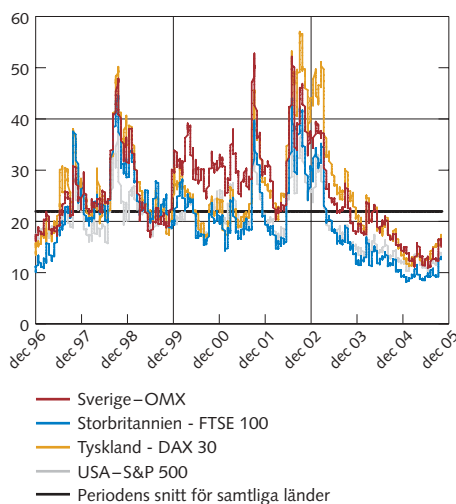
Källa: EcoWin.

Diagram 1:2. Förväntningar om vinstutveckling.  
Procentuell tillväxt i förhållande till 2004



Källa: EcoWin.

Diagram 1:3. Implicit volatilitet för  
aktiemarknaderna.  
Index



Källa: Bloomberg.

amerikanska börsen har emellertid varit något svagare (se diagram 1:1). En bidragande förklaring till detta kan vara den penningpolitiska åtstramning som skett i USA.

De överraskande goda vinstutfallen har medfört att förväntningar om framtida vinster reviderats upp under året. I januari i år förväntades vinsterna på S&P 500 öka med drygt 10 procent i förhållande till 2004. I oktober hade denna siffra ökat till drygt 14 procent. Motsvarande har även gällt för de europeiska börserna inklusive den svenska (se diagram 1:2). Värderingen i termer av P/E-tal på de internationella börserna är omkring 15, vilket motsvarar det genomsnitt som rått sedan mitten av 1990-talet.

Marknadens osäkerhet om den framtida börsutvecklingen – mätt som implicit volatilitet – har varit fortsatt låg, även om den stigit något den senaste tiden, och är på ungefär samma nivå som vid tidpunkten för föregående stabilitetsrapport. (se diagram 1:3).

#### RÄNTEMARKNADEN

Under hösten har de långa räntorna stigit något och är därmed i stort sett tillbaka på samma nivåer som för ett halvår sedan (se diagram 1:4). Sett i ett längre perspektiv är de långa räntorna fortfarande påtagligt låga. Det finns flera möjliga förklaringar till detta.

En faktor som troligen har påverkat ränteutvecklingen mer permanent är att trovärdigheten för låg och stabil inflation idag är högre än tidigare. När konjunkturen stärks lutar aktörerna på de finansiella marknaderna numera på att centralbankerna kommer att agera så att inflationen förblir stabil såväl på kort som på lång sikt. Högt sparande i de asiatiska och oljeproducerande länderna har dessutom pressat ned den reala räntan. Därutöver har förändrade regler för institutionella placerare, till exempel pensionsbolag, ytterligare ökat efterfrågan på långa statsobligationer, vilket har drivit ner räntorna.

Ökad osäkerhet under en period i våras ledde till att kreditspreadarna för företagsobligationer steg, men de föll därefter tillbaka. Spreadarna har också fallit betydligt sedan 2002 och är låga sett i ett längre perspektiv, vilket indikerar att marknadsaktörerna bedömer att kreditrisken i företagssektorn är låg. Utvecklingen ser likartad ut i Europa och USA (se diagram 1:5 och 1:6).

En liknande bild framgår av utvecklingen av spreaden för den typ av kreditderivat som kallas credit default swappar.<sup>2</sup> Spreaden visar i princip kostnaden för att försäkra sig mot kreditrisk och är på det sättet en indikator på förväntningar om framtida kreditrisk. I diagram 1:7 visas index över den genomsnittliga spreaden för högt graderade företag i Nordamerika och Europa.

<sup>2</sup> Credit default-swappar är en variant av kreditderivat som i princip fungerar som en försäkring gentemot kreditrisk. Köparen betalar en premie för att i gengäld få ersättning om vissa, i förväg bestämda, kredit-händelser inträffar, t.ex. en konkurs. Premien som köparen betalar bör därigenom spegla förväntningar om utvecklingen av kreditrisk.



Kreditspreadarna för obligationer utgivna av tillväxtekonier verkar inte ha påverkats i samma utsträckning som övriga marknader i våras. Dessa spreadar ökade inte lika mycket och föll snabbare tillbaka. Kreditspreadarna är fortfarande små i förhållande till genomsnittet för en längre period, med undantag för Asien (se diagram 1:8). Låga finansieringskostnader har medfört att tillväxtekonier ökat sin obligationsupplåning sedan 2004. Fram till och med andra kvartalet i år ökade tillväxtekoniernas emissioner med 37 procent jämfört med samma period förra året.<sup>3</sup>

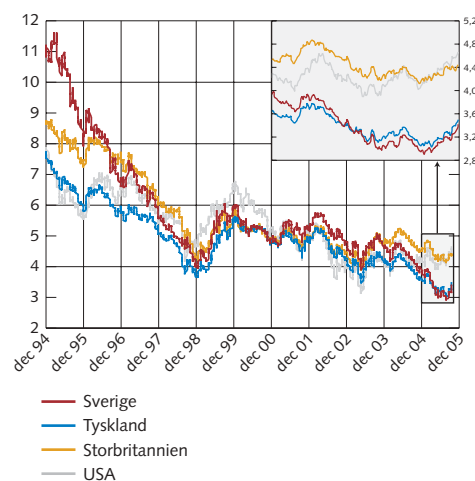
Små kreditspreadar för företagsobligationer och obligationer utgivna av tillväxtekonier innebär att kompensationen för risk är låg. Detta kan tyckas vara rimligt mot bakgrund av den fördelaktiga utvecklingen i företagssektorn och den makroekonomiska utvecklingen i tillväxtekonier, där många av länderna har gynnats av stigande råvarupriser. Det kan emellertid även vara så att kompensationen för risk på dessa marknader idag är för liten till följd av att investerare söker avkastning när den riskfria räntan är låg.

En bedömning av kreditrisken i företagssektorn utgörs av de värderingar som kreditvärderingsföretagen gör. Av de kreditvärderingar som Standard and Poor's har utfärdat har antalet nedgraderingar av amerikanska och europeiska företag sedan en tid varit högre än antalet uppgraderingar. Detta skulle kunna tolkas som att kreditrisken ökat. Under tredje kvartalet fortsatte denna utveckling i USA, medan antalet nedgraderingar var lika många som antalet uppgraderingar i Europa. För tillväxtekonier är dock situationen den motsatta, uppgraderingarna är sedan en längre tid fler än nedgraderingarna. Under det tredje kvartalet utgjorde antalet nedgraderingar endast 2 procent av det totala antalet kreditvärderingar.<sup>4</sup>

#### RÅVARUMARKNADERNA

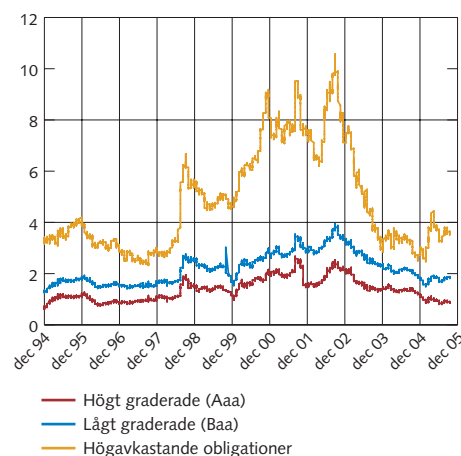
På råvarumarknaderna har priserna generellt fortsatt att stiga. Sedan oljepriset började stiga under inledningen av 2004 har det mer än fördubblats och därmed stigit betydligt mer än vad som har förväntats av många bedömare. Överlag har även priserna för andra råvaror stigit under samma period (se diagram 1:9). Stigande priser på råvaror i kombination med låg avkastning på andra typer av tillgångar har fått nya typer av aktörer, exempelvis hedgefonder, att söka sig till råvarumarknaderna. Råvaror har historiskt haft låg korrelation med mer traditionella placeringar, vilket sannolikt också varit ett skäl till placerarnas intresse. Med antaganden om låg samvariation i VaR-modellerna har placerare kunnat ta på sig större exponeringar utan att den totala uppmätta risken i deras tillgångsportföljer ökat i samma utsträckning.

Diagram 1:4. Ränta på tioåriga statsobligationer. Procent



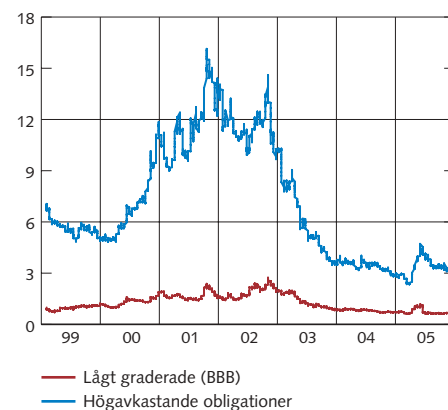
Källa: EcoWin.

Diagram 1:5. Kreditspreadar för företagsobligationer i USA. Procentenheter



Källor: EcoWin, Federal Reserve Board och Merrill Lynch.

Diagram 1:6. Kreditspreadar för företagsobligationer i Europa. Procentenheter

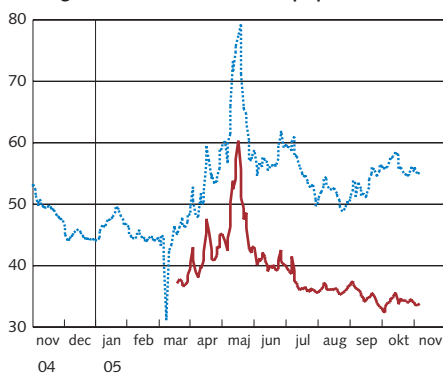


Källor: J. P. Morgan och Merrill Lynch.

<sup>3</sup> Avser bruttoupplåningen. Se BIS Quarterly Review, September 2005.

<sup>4</sup> Se Global Credit Trends: Quarterly Wrap-Up And Forecast Update, Third Quarter 2005, Standard and Poor's.

Diagram 1:7. Credit default swap spreadar.

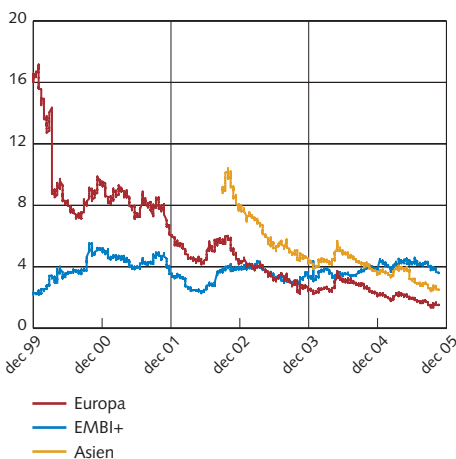


— Europa  
 ..... Nordamerika

Anm. Avser genomsnitt av köp och sälj spreadar.

Källa: Bloomberg.

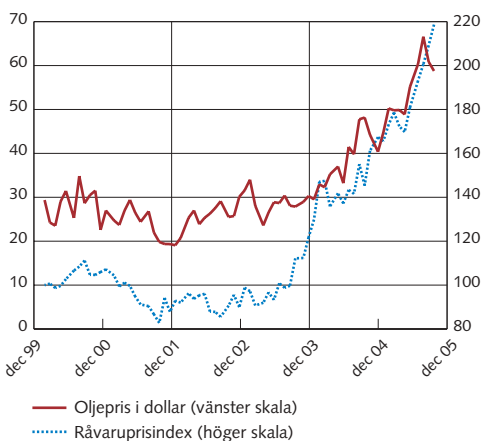
Diagram 1:8. Kreditspreadar för obligationer utgivna av tillväxtekonomier. Procentenheter



— Europa  
 — EMBI+  
 — Asien

Källa: Bloomberg.

Diagram 1:9. Oljepris och råvaruprisindex. USD och index: februari 2000 = 100



— Oljepris i dollar (vänster skala)  
 ..... Råvaruprisindex (höger skala)

Anm. Råvarupriser kommer från Merrill Lynch och avser 30 procent aluminium, 60 procent koppar och 10 procent zink.

Källor: Bloomberg och EcoWin.

Sammantaget reflekterar stigande aktiepriser och låga spreadar i huvudsak den fördelaktiga makroekonomiska utvecklingen liksom den starka vinstutvecklingen i företagssektorn. Kompensationen för risk på kreditmarknaderna verkar emellertid vara låg ur ett historiskt perspektiv. Samtidigt verkar låga räntor på långa statsobligationer till viss del vara orsakade av tillfälliga faktorer. I ett sådant läge ökar sannolikheten för snabba prisjusteringar på dessa marknader (se vidare nedan).

## Risker för svenska banker och låntagare

Mot bakgrund av låga långräntor och små kreditspreadar fokuseras liksom i föregående stabilitetsrapport på risken för att snabba pris- och räntepåslag ska skapa turbulens på de finansiella marknaderna.

Det finns flera scenarier som skulle kunna åstadkomma oro på de finansiella marknaderna. Ett sådant är om ökade oljepriser och stigande inflation i USA får till följd att penningpolitiken stramas åt snabbare och till ett högre ränteläge än marknadsaktörerna förutsett. Detta leder i sin tur till ökat privat sparande, dämpade bostadspriser och minskad tillväxt. Detta skulle bidra till att minska det amerikanska sparandeunderskottet, men det skulle sannolikt också innebära högre långa räntor och fallande dollarkurs.

En sådan anpassning kan mycket väl ske under ordnade former, men den kan också – åtminstone initialt – få ett snabbt förlopp. Det kan inte uteslutas att de små räntedifferenserna till viss del är ett uttryck för att investerare till följd av de låga räntorna på statsobligationer efterfrågar riskfyllda placeringar utan att kräva den ersättning för ökad risk som de normalt skulle göra. Begynnande oro på marknaden kan då leda till att de snabbt vill vika om sina portföljer mot säkrare investeringar. Ett sådant förlopp kan leda till ytterligare turbulens med betydande prisrörelser och minskad likviditet på marknaden. Därmed får de finansiella aktörerna större totala riskexponeringar enligt sina VaR-modeller. Det bör dock inte leda till oförutsedda förluster om aktörerna testat sina exponeringar. Det finns dock en risk att korrelationer mellan tillgångar vars priser inte tidigare samvarierat ökar i ett sådant förlopp. Om en del aktörer inte tagit hänsyn till sannolikheten för oväntade samvariationer i sina riskmodeller kan det leda till förluster.

Man kan inte heller bortse från att den snabba tillväxten av vissa marknadssegment under senare år, till exempel när det gäller olika former av kreditderivat, kan innebära risker som är svåra att överblicka under normala omständigheter, men som blottläggs vid ökad finansiell oro.

Snabba anpassningar förväntas dock inte påverka det svenska finansiella systemet i sådan utsträckning att bankerna får solvensproblem. De svenska storbankernas marknadsrisker är förhållandevis små. En snabb ökning av räntenivåer och räntedifferenser skulle minska värdet på bankernas obligationsportföljer (se vidare i kapit-

let om bankerna). På lite längre sikt kan dessutom högre räntor och spreadar leda till att aktiviteten på de finansiella marknaderna minskar. Detta skulle försämra bankernas provisionsnetto, men knappast leda till solvensproblem. Riskerna ligger därmed snarare i förmögenhetsomfördelningar, tillfälliga likviditetsstörningar i marknaden liksom eventuella realekonomiska effekter, inte minst genom den påverkan stigande räntor och ett lägre värde på dollarn skulle få på svenska hushåll och företag (se vidare i kapitlet om bankernas låntagare).

De indirekta effekterna av finansiell oro på något längre sikt, som hänger samman med uteblivna investeringar, minskad utlåning, lägre tillväxt och minskad värdepappershandel, är svårare att uppskatta. Samtidigt är det förmodligen dessa som är av störst betydelse för de svenska bankerna, eftersom provisions- och räntenettet är deras största intäktsposter.

**F**rån och med den 1 januari 2006 träder tjänstepensionsdirektivet i kraft inom EU. Direktivet innebär att regleringen av tjänstepensioner i större utsträckning kommer att styras av övergripande principer än av detaljerade regler. Bland annat ska bolagen värdera sina åtaganden realistiskt (aktsamt) istället för över marknadsvärdet (betryggande) som sker idag. Med det nya regelverket kan bolagen bättre hantera finansiella risker genom att diversifiera och matcha sina tillgångar och skulder.

Som en del av tillämpningen av den nya lagstiftningen kommer Finansinspektionen att införa en ny metod för att identifiera de liv- och pensionsbolag som tar så stora finansiella risker i förhållande till sitt kapital att det skulle kunna hota framtida pensionsutbetalningar.<sup>5</sup> Tidigare har de bolag vars solvenskvot understigit 3 procent blivit föremål för närmare granskning. Denna metod fångar emellertid inte risken i tillgångarna och blickar främst tillbaka på den utveckling som varit.

Med den nya metoden – det så kallade trafikljussystemet – mäts hur bolagens tillgångar och skulder påverkas av ett stressscenario där räntan, börskurserna och fastighetspriserna faller rejält oberoende av varandra med olika fastlagda procenttal baserat på historiska utfall. Om det visar sig att bolaget har mer än 0,5 procents sannolikhet att bli insolvent under ett år givet

stressscenariot får bolaget rött ljus, vilket innebär att inspektionen granskar det närmare. Trafikljussystemet är därmed ett verktyg av flera för att Finansinspektionen på ett tidigt stadium ska kunna sålla ut de bolag som har problem. Enligt Riksbanken är det nya regelverket väsentligt bättre än det tidigare.

En del kritiker har menat att systemet kommer att tvinga bolagen att göra så stora portfölj-anpassningar när de ska matcha sina tillgångar och skulder att det kan få betydande marknads-påverkan. Finansinspektionen uppskattar emellertid att de bolag som kommer att behöva göra förändringar av sina portföljer för att inte hamna i rött ljus är få och dessutom bara kommer att behöva göra mindre förändringar av sitt innehav.

Det är framförallt de långa räntorna som kommer att påverkas, vilket troligen kommer att leda till en flackare avkastningskurva. Detta eftersom flera bolag har matchat sina långa pensionsåtaganden med korta ränteplaceringar. Totalt räknar inspektionen med omflyttningar över en längre period på sammanlagt några miljarder. Riksbanken bedömer inte att detta allvarligt kommer att påverka marknaden.

Marknaden för långa obligationer i Sverige är emellertid tunn och räntorna kan lätt påverkas även av relativt små förändringar av utbud och efterfrågan. Den finns därför anledning att vara uppmärksam på sådana förändringar som i framtiden kan tvinga bolagen att köpa eller sälja långa obligationer.

<sup>5</sup> För mer detaljerad information se <http://www.fi.se/>. Danmark och Storbritannien har infört liknande system och Nederländerna står i begrepp att göra det.

# ■ De svenska bankernas låntagare

Den investeringsuppgång som påbörjades under förra året har fortsatt under 2005, vilket har medfört att företagens upplåning har ökat i allt högre takt. Denna utveckling förväntas hålla i sig. Samtidigt har skuldsättningen fallit och resultatet förbättrats vilket indikerar att företagens återbetalningsförmåga är fortsatt god. Investeringar och priser på den kommersiella fastighetsmarknaden fortsätter att utvecklas positivt trots en svag hyresmarknad. Fastighetsbolagens betalningsförmåga har samtidigt stärkts. Hushållens skuldsättning fortsätter att öka parallellt med huspriserna. Trots att skulderna stiger i förhållande till inkomsterna ligger räntebetalningarna i förhållande till inkomsten på en historiskt låg nivå.

## Den svenska företagssektorn

### FÖRETAGENS UPPLÅNING

Den ökning av företagens upplåning som tog fart under andra halvåret 2004 har fortsatt under 2005. Upplåningen från kreditmarknadsinstituten fortsätter att öka i allt högre takt. Under tolv månadersperioden fram till och med september i år ökade upplåningen med drygt 7 procent, vilket kan jämföras med oförändrad upplåning tolv månadersperioden dessförinnan (se diagram 2:1). Företagen ökade även sin upplåning från värdepappersmarknaderna.

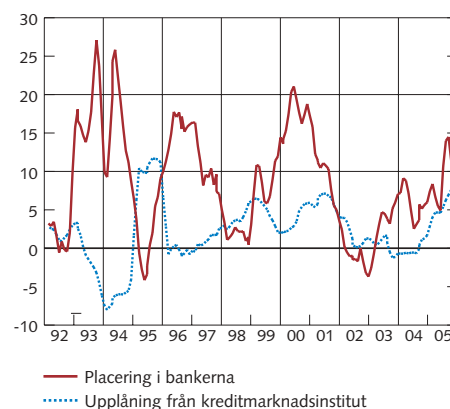
Att företagens upplåning har ökat beror sannolikt på att den investeringsuppgång som påbörjades under 2004 har fortsatt under 2005.<sup>6</sup> De fasta investeringarna har ökat inom i stort sett alla branscher under 2005, och har främst varit riktade mot bostäder, maskiner och inventarier. Transportbranschen är den enda bransch där investeringarna har minskat under andra kvartalet 2005 jämfört med samma kvartal året före.

Även riskkapitalbolagens investeringar har ökat och mer än fördubblats under året fram till andra kvartalet i år. Riskkapitalbolagen bidrar troligtvis till den ökade efterfrågan på krediter då deras förvärv ofta till stor del är lånefinansierade.<sup>7</sup>

Enligt Riksbankens bedömning förväntas de fasta bruttoinvesteringarna fortsätta att öka med omkring 5 procent de närmaste två åren. Faktorer som talar för detta är företagens starka balansräkningar, det låga ränteläget och högt kapacitetsutnyttjande i industrin.<sup>8</sup> Riksbanken bedömer därmed även att företagens upplåning kommer att fortsätta att öka.

En enkät som gjorts bland 150 kontorschefer på olika banker runt om i landet bekräftar denna bedömning.<sup>9</sup> Nära 80 procent av de tillfrågade tror på ökad upplåning under de närmaste fyra kvartal-

Diagram 2:1. Icke-finansiella företags upplåning samt placeringar.  
Årlig procentuell förändring, tre månaders medelvärde



Källa: Riksbanken.

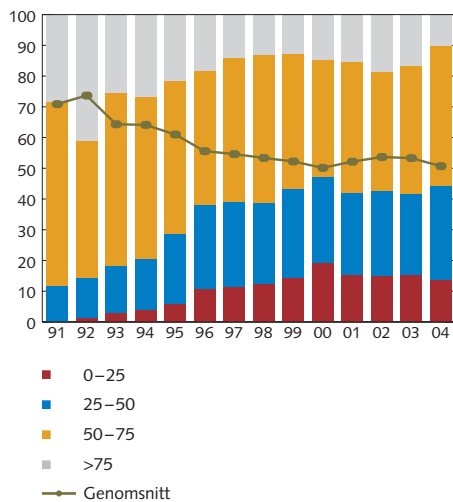
<sup>6</sup> Sambandet mellan tillväxttakten i företagens investeringar och upplåning har tidigare varit starkt oavsett hur likvida företagen är. Om investeringarna däremot sker utomlands är det troligast att de finansieras också där och då blir sambandet mellan inhemsk upplåning och investeringar inte lika starkt.

<sup>7</sup> Antal investeringar har minskat, men investerat belopp har ökat. Se Svenska Riskkapitalföreningens hemsida [www.svca.se](http://www.svca.se). Se även "Riskkapitalbolagen i Sverige", Finansiell stabilitet 2005:1.

<sup>8</sup> Riksbankens inflationsrapport 2005:3

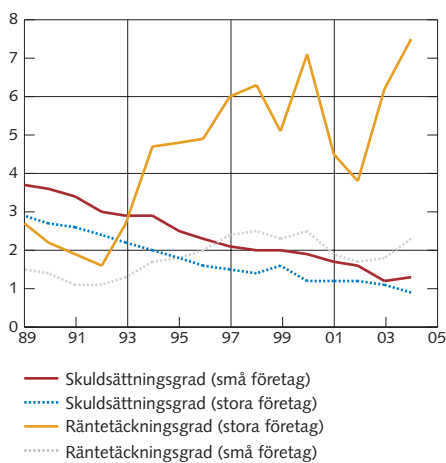
<sup>9</sup> Almis låneindikator september 2005. Se [www.almi.se](http://www.almi.se).

**Diagram 2:2. Skulder i relation till totala tillgångar i börsnoterade företag. Andel företag i procent**



Källor: Bloomberg och Riksbanken.

**Diagram 2:3. Räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad i små och stora företag. Kvot**



Anm. Skuldsättningsgrad definieras som skulder i förhållande till bokfört eget kapital. Räntetäckningsgrad är rörelseresultat plus finansiella intäkter i förhållande till finansiella kostnader.

Källor: UC AB och Riksbanken.

en. Tillverkningsindustrin och fastighetsförvaltningen är några av de branscher som antas vilja låna mest. Dessa branscher är de mest kapitalintensiva och de branscher som bankerna har störst exponeringar mot. Det är främst små och medelstora företag som förväntas öka sin upplåning, vilka är de som sannolikt är mest beroende av banklån för sin finansiering.

Företagsupplåningen från bankernas finansbolag har ökat i snabbare takt under året, vilket skulle kunna ge stöd för ett ökat inslag av factoring och leasing. Detta skulle kunna vara ett tecken på att de nya förmånsrättsreglerna i konkurslagstiftningen har fått genomslag på bankernas kreditgivning.<sup>10</sup> Upplåningen från finansbolagen ökar dock i den genomsnittliga takt som rått de senaste fem åren. Enligt enkäten bland kontorscheferna har de nya reglerna inte fått någon större inverkan på kreditgivningen. Av de tillfrågade säger 64 procent att utlåningen inte har påverkats i någon riktning, medan omkring 30 procent uppger att utlåningen har minskat något.

I en annan enkätundersökning som riktar sig till 3000 små och medelstora företag, framgår det att 16 procent av företagen har fått sina krediter omprövade under 2004 och 2005, med krav på ökade säkerheter och kapitalinsatser. Nästan hälften av dessa säger att det är en följd av de nya förmånsrättsreglerna.<sup>11</sup> Vidare uppger nästan 30 procent av alla företag att de under 2004 och 2005 har blivit erbjudna alternativa finansieringslösningar i form av factoring och leasing.

Att kraven på säkerheter och fakturabelåningen ökat tyder även den enkät på som Riksbanken har genomfört bland kredithandläggare (se ruta i denna rapport). Dessa tror emellertid inte att regelförändringen lett till färre krediter.

Företagens skuldsättningsgrad har gradvis sjunkit under de senaste tio till femton åren. Ett mått på detta är att skulderna i de noterade företagen på Stockholmsbörsen i genomsnitt fallit från 70 procent av de totala tillgångarna i början av 1990-talet till 50 procent idag (se diagram 2:2). Överlag har börsföretagens balansräkningar stärkts väsentligt under denna period. Ungefär 40 procent av företagen har idag en skuldsättning som understiger 50 procent av de totala tillgångarna.

Utvecklingen i börsföretagen speglar utvecklingen generellt i företagssektorn där skuldsättningsgraden, det vill säga skulderna i förhållande till bokfört eget kapital, är fortsatt låg för små såväl som för stora företag (se diagram 2:3).<sup>12</sup>

<sup>10</sup> De nya reglerna trädde i kraft fullt ut i januari 2005 och innebar bland annat försämrad ställning för bankerna vid återvinning av fordringar ur konkursbon. Se vidare Finansiell stabilitet 2004:2.

<sup>11</sup> ITPS delrapportering av uppdraget att utvärdera förmånsrättsreformens olika effekter. Se [www.itps.se](http://www.itps.se).

<sup>12</sup> Företagen klassas som små företag om omsättningen är lägre än 5 miljoner kronor.

## FÖRETAGENS BETALNINGSFÖRMÅGA

Företagens förmåga att betala sina skulder fortsätter att förbättras. Delårsrapporterna för första halvåret 2005 visar att av 304 börsnoterade företag rapporterade 70 procent förbättrat resultat och 50 procent rapporterade såväl ökad omsättning som förbättrat resultat.

Som en följd av den goda vinstutvecklingen uppvisar nästan 90 procent av samtliga noterade företag på Stockholmsbörsen positiv avkastning på eget kapital, vilket är en förbättring sedan årsskiftet (se diagram 2:4). Detta har i sin tur lett till att företagen nu vågar öka sin belåning och investera, samtidigt som det har medfört att marknadsaktörerna har reviderat upp sina vinstprognoser för 2005<sup>13</sup> (se även diagram 1:2).

Parallellt med den ökade upplåningen ökar företagen sina placeringar i bankerna. Under tolv månadsperioden till och med september ökade placeringarna med 11 procent, vilket kan jämföras med 5 procent under tolv månadersperioden dessförinnan (se diagram 2:1). Vilka slags företag som ökar sin belåning och sina kassor är dock svårt att urskilja. Aggregerad statistik uppdelat på små och stora bolag samt samtliga bolag på Stockholmsbörsen, visar att likvida medel i förhållande till totala tillgångar inte ökat nämnvärt de senaste åren. Att vissa företag väljer att öka sina placeringar kan vara ett tecken på att de ännu inte har identifierat tillräckligt med lönsamma investeringsprojekt. Detta vittnar även de ökade utdelningarna om. Utdelning per aktie har i genomsnitt ökat med omkring 60 procent under 2004 jämfört med året före.<sup>14</sup> Det är dock de börsnoterade företagen som väljer att dela ut vinsterna.

Företagens förbättrade resultat och det låga ränteläget har lett till ökad räntetäckningsgrad för små såväl som för stora företag (se diagram 2:3). Företagens förmåga att betala tillbaka på sina skulder borde således ha stärkts. Detta understryks av konkursutvecklingen. Det totala antalet konkurser har under 2005 hittills fallit med omkring 15 procent. Det är främst små företag med mindre än tio anställda som går i konkurs (se diagram 2:5). Konkurserna inom hotell och restaurang samt transportsektorn fortsätter att öka. Att konkurserna ökar i transportsektorn kan bero på att oljepriserna har lett till ökade kostnader som företagen inte har kunnat kompensera med höjda priser (se diagram 2:6).

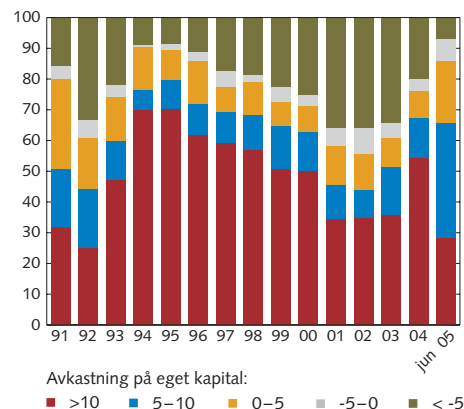
Förväntade konkurssannolikheter (EDF) för börsnoterade företag ger ett framåtblickande mått på konkurserna i företagssektorn, och beräknas på basis av aktiemarknadsinformation och bokslutsdata.<sup>15</sup>

13 Marknadsaktörernas vinstprognoser mäts som förväntad tillväxttakt i intjäning per aktie.

14 Avser den genomsnittliga värdeökningen för samtliga börsnoterade företag. Den oviktade genomsnittliga ökningen är 39 procent.

15 Moody's-KMV beräknar sannolikheten för konkurs i börsnoterade företag inom en given tidshorisont, Expected Default Frequency (EDF), på basis av aktiekurser och bokslutsdata. EDF beräknas som sannolikheten för att marknadsvärdet på företagets tillgångar understiger storleken på dess skulder vid förfallotidpunkten för skulderna och utgör en skattning av risken för att ett börsnoterat företag inte ska kunna fullgöra sina betalningar. Marknadsvärdet på företagets tillgångar och tillgångarnas volatilitet härleds i sin tur från företagets börsvärde med hjälp av optionsprissättningsmetoder. Högre skuldsättning, lägre marknadsvärde och högre volatilitet på företagets tillgångar leder till högre EDF, vilket innebär högre konkurssannolikhet inom den givna tidshorisonten.

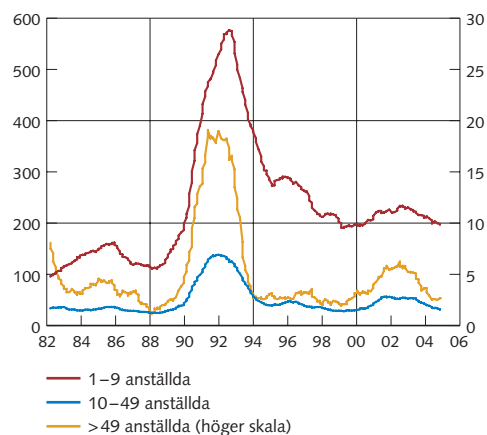
Diagram 2:4. Avkastning på eget kapital i börsnoterade företag.  
Andel företag i procent



Anm. Siffran för juni omfattar 57 procent av de börsnoterade företagen.

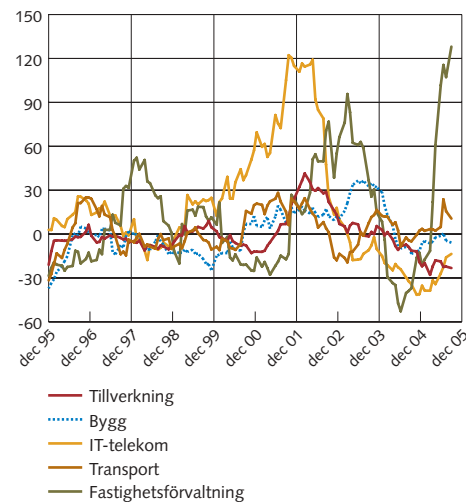
Källor: Bloomberg och Riksbanken.

Diagram 2:5. Antal företagskonkurser fördelat efter företagsstorlek.



Källa: SCB.

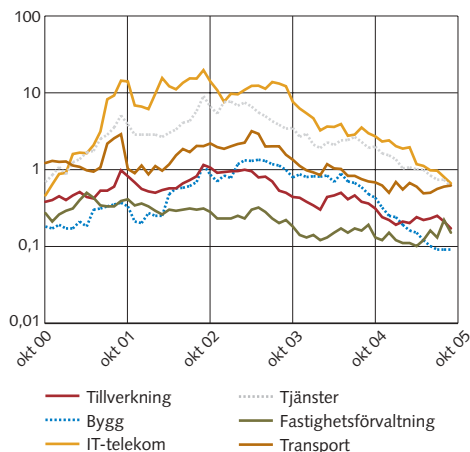
Diagram 2:6. Branschvis konkursutveckling.  
Årlig procentuell förändring 12-månaders glidande medelvärde



Anm. Den kraftiga ökningen i antal konkurser inom fastighetsförvaltningen beror på en ökning från 1 företag till 3 samma månad året därpå, vilket får ett stort genomslag.

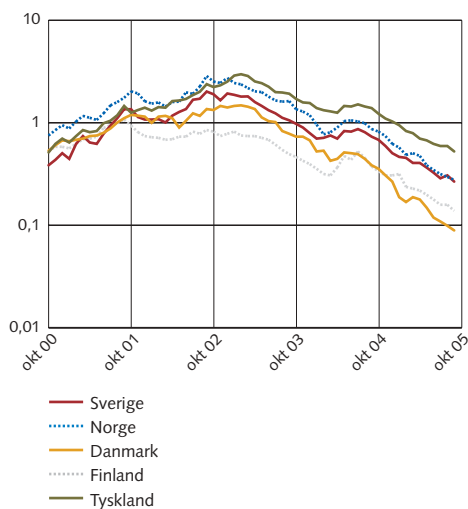
Källa: SCB.

**Diagram 2:7. Förväntade konkurssannolikheter (EDF) för börsnoterade icke-finansiella företag, branschvis. Procent (logaritmisk skala)**



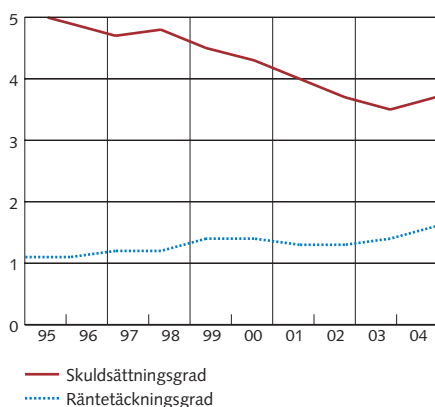
Källa: Moody's KMV.

**Diagram 2:8. Förväntade konkurssannolikheter (EDF) för börsnoterade icke-finansiella företag. Procent (logaritmisk skala)**



Källa: Moody's KMV.

**Diagram 2:9. Räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad i fastighetsföretag. Kvot**



Källor: UC AB och Riksbanken.

På ett års sikt förväntas konkurserna fortsätta öka inom transportbranschen (se diagram 2:7). För företagssektorn som helhet väntas konkurserna falla på ett års sikt (se diagram 2:8). Emellertid har osäkerheten på marknaden, i termer av implicit volatilitet ökat något sista tiden, även om den fortfarande är låg. Sammantaget indikerar detta att kreditrisken i företagssektorn kommer att vara fortsatt låg.

#### FASTIGHETSFÖRETAGEN

Fastighetsföretagen står för omkring 40 procent av företagssektorns totala upplåning i bankerna. Således är detta den bransch som bankerna har störst exponeringar mot, vilket motiverar en särskild analys av denna. Samtidigt sker en stor del av bankutlåningen med fastigheter som säkerhet. Fastighetsföretagens betalningsförmåga bestäms till stor del av utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden, vilken belyses i en särskild ruta.

Till skillnad från övriga företag har fastighetsföretagen ökat sin skuldsättningsgrad något, efter att den kontinuerligt fallit sedan slutet av 1990-talet, vilket kan vara ett tecken på den ökade aktiviteten på fastighetsmarknaden (se diagram 2:9).<sup>16</sup>

Även fastighetsföretagens betalningsförmåga har fortsatt att förbättras. Delårsrapporterna visar att 12 av 13 börsnoterade fastighetsföretag uppvisade förbättrat rörelseresultat och 9 av 13 redovisade förbättrat driftöverskott. Av redovisningarna framgår att de som uppvisar försämrat driftöverskott främst gör det till följd av fallande hyresintäkter. Bortfallet av hyresintäkter uppges dels bero på avyttring av fastigheter, dels på ökade vakanser. Ytterligare faktorer som pekar på förbättrad betalningsförmåga är den stigande räntetäckningsgraden. Sedan förra stabilitetsrapporten har räntekänsligheten ökat marginellt för de börsnoterade fastighetsbolagen. Räntebindningstiden för dessa bolag ligger på 2,1 år jämfört med 2,8 år 2004.<sup>17</sup>

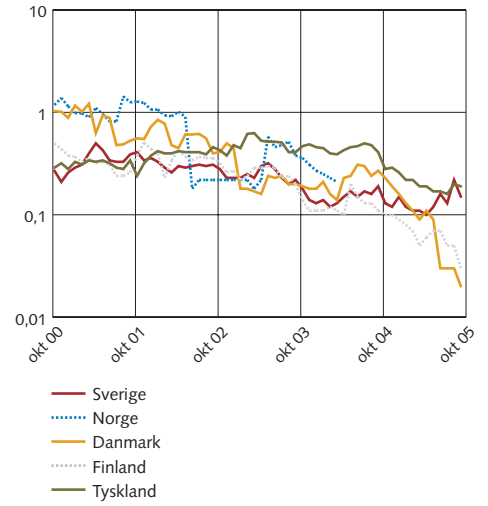
Antalet konkurser steg i september jämfört med samma månad året före, men det var endast från ett till tre företag (i diagram 2:6 får detta ett stort genomslag). Den ökade soliditeten och de stigande börskurserna för fastighetsbolagen visar sig i de förväntade konkurssannolikheterna (se diagram 2:10). På ett års sikt väntas konkurserna falla, vilket stöder bilden av fortsatt förbättrad betalningsförmåga.

<sup>16</sup> I denna rapport studeras samtliga fastighetsföretag och inte enbart de börsnoterade.

<sup>17</sup> Leimdörfer kapitalmarknad AB.



**Diagram 2:10. Förväntade konkurssannolikheter (EDF)  
för börsnoterade fastighetsföretag.  
Procent (logaritmisk skala)**



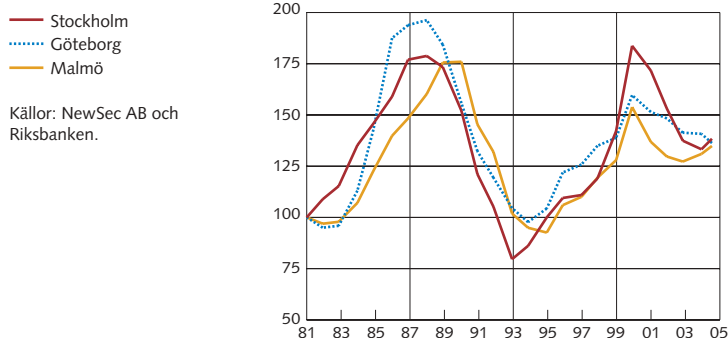
Källa: Moody's KMV.

**U**tvvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden påverkar fastighetsföretagens betalningsförmåga.

Fastigheter utgör också ofta säkerheter för lån. Kontorsfastigheter och flerbostadshus står i fokus, då de utgör merparten av de noterade fastighetsföretagens portföljer.

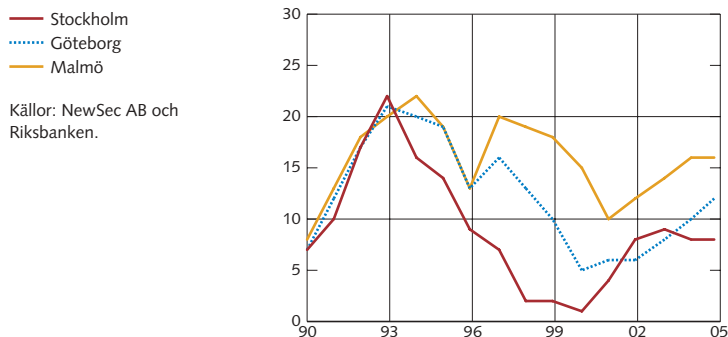
Aktiviteten på den svenska fastighetsmarknaden har varit hög under de senaste åren. Under 2004 uppgick den totala omsättningen till 93 miljarder kronor, vilket var en ökning med cirka 9 procent från året före och betydligt högre än år 2002.<sup>18</sup> Under det första halvåret 2005 var omsättningen cirka 50 miljarder. De utländska aktörerna svarade för 32 procent av omsättningen 2004 och 51 procent första halvåret 2005.

Diagram R1. Reala hyror för kontorslokaler i citylägen.  
Index 1981 = 100



Källor: NewSec AB och Riksbanken.

Diagram R2. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen.  
Procent



Källor: NewSec AB och Riksbanken.

### Kontorsfastigheter

Mellan 2000 och 2004 präglades hyresutvecklingen på kontorsmarknaden av en vikande trend i de tre storstadsregionerna (Stockholm, Göteborg och Malmö). De reala hyrorna – hyrorna deflaterade med konsumentprisindex – sjönk med mellan 12 och 25 procent, mest i Stockholm. En viss stabilisering av hyrorna skedde dock under 2004. Under 2005 har hyrorna stigit något i Malmö och Stockholm, medan de fortsatt ned i Göteborg (se diagram R1).

En förklaring till att hyrorna utvecklats svagt är att efterfrågan på kontorslokaler varit låg till följd av den svaga arbetsmarknaden. En ytterligare faktor är att företag har sökt mindre lokaler som del i sina kostnadsbesparingsprogram. Slutligen har också förhållandevis höga vakansgrader bidragit till att dämpa hyresutvecklingen.

Med början år 2000 steg vakansgraderna i samtliga storstadsregioner (se diagram R2). Under innevarande år sjönk de dock i Stockholm och stabiliserades i Malmö. I Göteborg fortsätter däremot vakanserna att öka. Under 2003 skedde en relativt kraftig ökning av kontorsyta i Göteborg (cirka 3,5 procent av total yta), vilket troligtvis fortfarande påverkar vakansgraden. I Malmö är utbudsökningen förhållandevis stabil, cirka 1,3 procent årligen, medan nedgången i vakansgraden i Stockholm förmodligen påverkas av det relativa låga nytillskottet under senare år, mindre än 1 procent årligen av total yta.

Trots den svaga utvecklingen på hyresmarknaden stiger priserna på kommersiella kontorsfastigheter. Sedan en tid tillbaka har direktavkastningskravet sjunkit, vilket därmed har ökat priserna på fastigheterna (se diagram R3). Nivån på direktavkastningskravet beror på den riskfria räntan och riskpremien. För fastighetsinvesteringar bestäms den branschspecifika risken bland annat av belåningsgrad i investeringen, likviditet på marknaden, konkurrens om investeringsobjekten, vakansrisk i fastigheten, hyresintäkter samt kreditvärdighet hos hyresgästerna. Med den svaga hyresmarknad som

<sup>18</sup> Endast transaktioner större än 100 miljoner kronor är inkluderade. Det totala värdet på det kommersiella fastighetsbeståndet kan uppskattas till cirka 1 500 miljarder kronor med en schablonmässig värdering.

nu råder beror det sjunkande avkastningskravet sannolikt främst på låga räntor, högre likviditet, ökad konkurrens samt hyresgästernas förbättrade kreditkvalitet. Som framgår ur diagram R3 har skillnaden mellan avkastningskraven och den femåriga obligationsräntan ökat under senare år. Den ökade skillnaden indikerar att riskpremien ökat för kommersiella fastigheter.

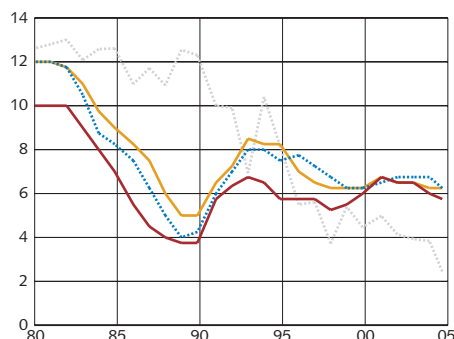
Utvecklingen på arbetsmarknaden påverkar vakansgrader och hyror. Riksbanken bedömer att sysselsättningen i hela riket återhämtar sig under innevarande år och fortsätter växa under 2006. Detsamma gäller för Stockholm och Malmö enligt Länsarbetsnämnderna, dock inte för Göteborg (se diagram R4).

Sysselsättningsökningen bör leda till att efterfrågan på lokaler ökar, vilket kan dämpa vakansgraderna och höja hyrorna. En ytterligare faktor som kan leda till högre hyror är de förbättrade resultaten i företagssektorn under föregående och innevarande år.

#### Flerbostadshus

Priserna på flerbostadshus fortsätter också att öka. Under 2005 ökade priserna med mellan 5 och 10 procent och har sedan en lång tid stigit betydligt snabbare än hyrorna. Även om en viss differentiering av hyrorna med avseende på läge börjar tillämpas styrs de främst av de regleringar som finns rörande hyressättningen. Ökade bostadsrättspriser, låga räntor, fortsatta ombildningar och ett relativt lågt bostadsbyggande styr prisbilden på flerbostadshus och har lett till allt högre priser. Det går emellertid inte att utesluta att dagens prisbild även inkluderar spekulativa inslag, som till exempel förväntningar på eventuella förändringar av hyresregleringen.

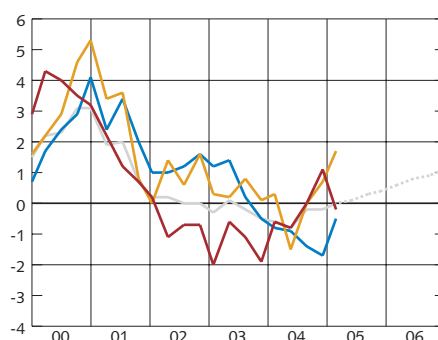
Diagram R3. Genomsnittligt direktavkastningskrav på kontorsfastigheter i citylägen. Procent



— Stockholm  
 ..... Göteborg  
 — Malmö  
 ..... Femårig statsobligation

Källor: Newsec AB, Jones Lang LaSalle och EcoWin.

Diagram R4. Sysselsättningsförändringar i storstadslänen samt riket. Procent



— Stockholms län  
 — Västra Götalands län  
 — Skåne län  
 — Hela riket  
 ..... Hela riket, prognos

Källor: SCB och Riksbanken.

## Företagssektorn i Norden, Tyskland samt de baltiska länderna

De svenska bankernas exponeringar mot utlandet är till stor del riktad mot de nordiska länderna samt Tyskland. De svenska bankerna har också stora intressen i de baltiska länderna, där de tillsammans står för omkring 70 procent av den totala utlåningen till allmänheten.

I de övriga nordiska länderna påminner utvecklingen i stora drag om den svenska med företag som ökar sin upplåning igen. I Finland ökade företagets upplåning från kreditinstituten med nästan 8 procent under tolv månadersperioden fram till och med juni i år. Motsvarande ökning för Danmark och Norge var 9 respektive 8 procent. Skuldsättningen, definierad som skulder i förhållande till bokfört eget kapital, är låg i samtliga länder även om den har stigit något i Finland under 2004. Vinstutvecklingen är god och utdelningarna är höga. Resultatförbättringen har lett till att räntetäckningsgraden har stigit, vilket tyder på fortsatt god betalningsförmåga. Detta får ytterligare stöd av konkursutvecklingen. Antalet konkurser har fallit det senaste året och denna utveckling förväntas hålla i sig, vilket visas av lägre förväntade konkurssannolikheter på ett års sikt (se diagram 2:8 och 2:10).

Estland, Lettland och Litauen har under en rad av år kännetecknats av hög ekonomisk tillväxt och hög upplåningstakt i företagen. Under andra kvartalet 2005 ökade företagets upplåning från kreditinstituten med omkring 30 procent på årsbasis i samtliga av de baltiska länderna. Kreditkvaliteten anses vara god och trots ökad upplåning har skuldsättningsgraden inte stigit nämnvärt. Fastighetsbranschen i Lettland skiljer dock ut sig, med ökad skuldsättningsgrad. Bankernas exponeringar mot denna sektor är hög. Konkurserna har fallit under det senaste året i samtliga av de baltiska länderna, vilket vittnar om god lönsamhet i företagssektorn.

Situationen i Tyskland är däremot en annan. Företagens efterfrågan på krediter fortsätter att falla. I juni minskade upplåningen från bankerna med drygt 1 procent på årsbasis. Trots att lönsamheten förbättrats är företagen försiktiga med att investera.

Vinstutvecklingen har varit relativt starkare för exportföretagen, vilket speglar den ökade globala efterfrågan. För företagssektorn överlag beror vinstutvecklingen emellertid i högre utsträckning på kostnadsnedskärningar än ökad intjäning. Antalet konkurser ökade marginellt under 2004, men på ett års sikt förväntas konkurserna falla (se diagram 2:8). Förväntade konkurssannolikheter har ökat marginellt för fastighetsföretagen de senaste månaderna (se diagram 2:10).

## Den svenska hushållssektorn

Hushållens skulder fortsätter att öka och steg med nära 13 procent under tolv månadersperioden till och med september 2005. Fortfarande är det upplåningen från bostadsinstitut som ökat snabbast – nästan 13 procent – medan upplåning via bank och övriga kredit-

marknadsföretag ökade med 12 respektive 9 procent under motsvarande period. Under mitten av 2005 ökade hushållens upplåning i bankerna i snabb takt, men detta berodde till stor del på interna omfördelningar hos enskilda institut som har både bank- och bostadsutlåning (se diagram 2:11).

Hushållens ökade skuldsättning har i stor utsträckning gått till att finansiera bostadsköp och huspriserna har därför nära följt skuldutvecklingen (se diagram 2:12).<sup>19</sup> Under det första halvåret 2005 steg småhuspriserna med 8 procent jämfört med första halvåret 2004.

Riksbanken har i en artikel i denna rapport närmare studerat utvecklingen av huspriser i Sverige och omvärlden.<sup>20</sup> Ett antal förklaringsvariabler för den svenska husprisutvecklingen prövas i några regressionsmodeller. Detta för att undersöka om småhuspriserna kan förklaras av några vanligt förekommande variabler. Sammanfattningsvis indikerar de skattade modellerna att huspriserna i huvudsak kan förklaras av underliggande faktorer såsom stigande disponibelinkomster och låga räntor. Det utesluter inte att priserna kan falla på sina håll om till exempel konjunkturen mattas av. Vidare utesluter inte analysen att huspriserna kan vara övervärderade i vissa regioner.

Skuldökningen bland hushållen innebär att deras skulder fortsätter att öka i snabb takt i förhållande till de disponibla inkomsterna. Under andra kvartalet 2005 uppgick denna skuldkvot till 127 procent (se diagram 2:13). Skulderna ser ut att fortsätta öka i snabbare takt än inkomsterna, varför skuldkvoten förväntas fortsätta att öka under de kommande två åren. Om räntorna stiger i enlighet med marknadsaktörernas förväntningar bedömer Riksbanken emellertid att upplåningstakten mattas av och att skuldkvoten inte växer i samma höga takt som tidigare.

Finanspolitikens inriktning, hur konkurrensen mellan bolåneinstitut påverkar deras räntemarginaler samt innovationer och förändringar på bolånemarknaden är faktorer utöver räntan som kan påverka skuldsättningen. En sådan förändring är sloandet av topplån. Ett annat exempel är introduktionen av lån som på engelska kallas "sub-prime lending"; dvs. hushåll som normalt sett inte skulle kvalificera sig för bostadslån kan få bolån med högre ränta. Detta kan medföra att antalet skuldsatta hushåll ökar, vilket i sin tur innebär att skuldkvoten ökar.

Hushållens betalningsförmåga är fortsatt god. De låga räntorna har medfört att räntekvoten – det vill säga hushållens ränteutgifter efter skatt som andel av den disponibla inkomsten – ligger på en historiskt låg nivå på under 4 procent (se diagram 2:13). Räntekvoten har inte stigit i enlighet med Riksbankens prognos till följd av att utlåningsräntorna fortsatt att falla sedan den förra rapporten. Den kvot som redovisas är hushållens ränteutgifter i förhållande till hus-

Diagram 2:11. Hushållens upplåning från olika institut. Årlig procentuell förändring

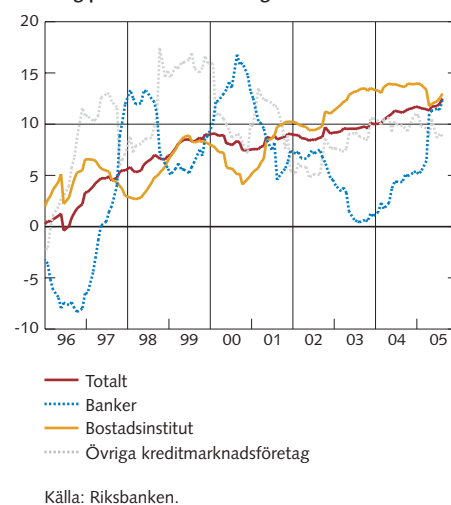


Diagram 2:12. Hushållens skuldsättning samt småhuspriser. Index 1986 = 100

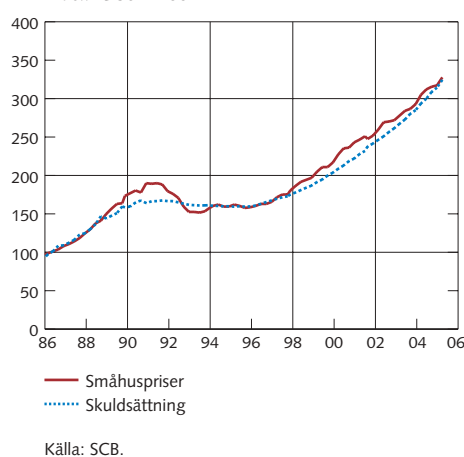
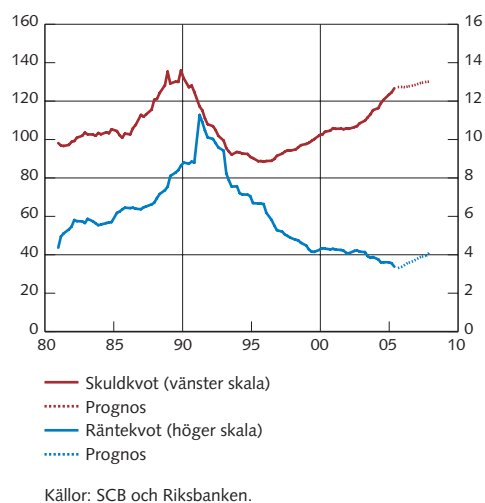


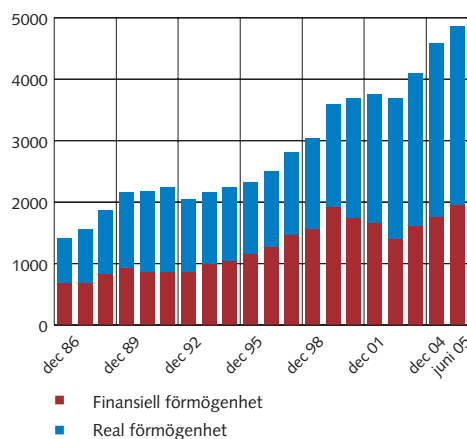
Diagram 2:13. Hushållens skulder och ränteutgifter i förhållande till disponibel inkomst. Procent



<sup>19</sup> Något som diskuterats flitigt internationellt är omfattningen av så kallad Mortgage Equity Withdrawal (MEW), det vill säga hushåll som använder bostaden som säkerhet för lån som sedan används för annan konsumtion. Studier gjorda vid Riksbanken av SCB:s HEK undersökning visar att denna form av upplåning är av mindre betydelse i Sverige.

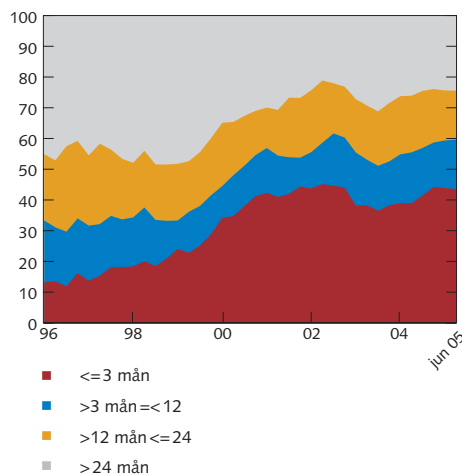
<sup>20</sup> "Husprisutvecklingen i Sverige och omvärlden", Finansiell stabilitet 2005:2

Diagram 2:14. Hushållens förmögenhet. Miljarder kronor



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 2:15. Bindningstider för hushållens bostadslån. Procent



Källa: Riksbanken.

hållssektorns samlade disponibla inkomster. Om hänsyn tas endast till inkomsterna i de skuldsatta hushållen innebär det att hushållens ränteutgifter i förhållande till de disponibla inkomsterna är drygt en procentenhet högre.<sup>21</sup> I den genomsnittliga räntekvoten i diagram 2:13 döljs också betydande regionala skillnader. I storstadsregionerna var hushållens ränteutgifter högre i förhållande till deras inkomster än i resten av riket år 2003.<sup>22</sup>

I den förra stabilitetsrapporten undersöktes hushållens skuldsättning och betalningsförmåga i olika inkomstklasser fram till och med 2003. I sin helhet bedömdes hushållssektorn ha goda marginaler att klara av ihållande högre räntor utan att hamna i betalningsproblem, inte minst eftersom de hushåll som är mest skuldsatta även har de högsta inkomsterna och de största tillgångarna.

I denna rapport har Riksbanken skrivit fram hushållens marginaler med hjälp av utvecklingen av de disponibla inkomsterna från nationalräkenskaperna samt den genomsnittliga ränteförändringen i hushållens skuldstock. Framskrivningen visar att hushållen ytterligare förbättrat sina marginaler sedan 2003. Stigande utlåningsräntor eller tillfälliga inkomstbortfall skulle emellertid kunna leda till problem i enskilda hushåll, även om det inte leder till betalningssvårigheter för hushållssektorn som helhet. Värdet på hushållens tillgångar har också ökat sen 2003, och uppgick under andra kvartalet 2005 till över 310 procent av hushållens skulder. Det är framför allt den reala förmögenheten som ökat i hushållens förmögenhet, vilket hänger samman med ökningen i småhuspriserna. Hushållens förmögenhet kan ses som en buffert för skulderna även om inte hela förmögenheten är likvid, till exempel är den reala förmögenheten mer illikvid och kan vara svår att realisera för att täcka skulderna (se diagram 2:14).

Strukturen på bindningstiden i bostadslånen och hur denna samvarierar med ränteförändringar kan ge ytterligare information om hushållens möjligheter att hantera framtida räntehöjningar. Sedan 2003 har andelen rörliga lån i nyutlåningen återigen stigit och motsvarade under andra kvartalet 2005 ungefär 40 procent av stocken av bolån (se diagram 2:15).<sup>23</sup>

Att en så stor andel av bolånen tagits till rörlig ränta väcker frågan hur hushållen påverkas av höjningar av det allmänna ränteläget. Om räntorna stiger gradvis (som är normalfallet under en konjunkturcykel) och hushållen är snabba att binda sina lån, innebär detta att många hushåll kan låsa in de nuvarande låga räntorna under en tid och öka amorteringarna eller se över andra delar av sin privatekonomi för att stå bättre rustade när de nybundna lånen löper ut i framtiden. Det finns ett negativt samband mellan föregående periods

21 Enligt beräkningar utförda på SCB:s HEK-undersökning från 2003.

22 Enligt beräkningar utförda på SCB:s HEK-undersökning från 2003.

23 Rörliga lån inkluderar lån med tre månaders bindningstid.

förändring i den korta bolåneräntan och förändringen i andelen av nyutlåning som sker till rörlig ränta.<sup>24</sup> Alltså verkar det som om hushållen aktivt bevakar bolånemarknaden och tenderar att binda sina lån när de korta räntorna börjar höjas. Skulle emellertid räntorna höjas mer abrupt blir det givetvis svårare för hushållen att binda till en låg premie och ränteförändringen kommer därmed att få en större effekt på hushållens ekonomi.

### Hushållssektorerna i Tyskland, de övriga nordiska och de baltiska länderna

Den svenska banksektorns utlåning till utländska hushåll fortsätter att öka och uppgick till nära hälften av de svenska bankernas utlåning till hushåll 2004. Störst exponering mot utländska hushåll har de svenska bankerna i Norge, Finland och Tyskland.

Utvecklingen i Norge, Danmark och Finland beträffande huspriser, skuldsättning och betalningsförmåga är snarlik den i Sverige. Hushållens skuldsättning steg med 11 procent i Norge, med 13 procent i Danmark och med 14 procent i Finland på årsbasis under andra kvartalet 2005. Även om hushållens skuldsättning ökat i de tre länderna, är hushållens betalningsförmåga emellertid god och skuldsättningen utgör inget hot mot bankernas solvens.

De tyska hushållens upplåning ökar betydligt långsammare än i de nordisk-baltiska länderna och detta hänger till stor del ihop med den svaga utvecklingen på de tyska bostadspriserna. Inte heller i Tyskland är det sannolikt att hushållen kommer att orsaka de svenska bankerna omfattande kreditförluster.

Den goda ekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna har, i kombination med ett tidigare mindre utvecklat finansiellt system, gjort att hushållens skuldsättning ökat kraftigt, både i absoluta termer och i förhållande till hushållens disponibla inkomst. Hushållens skuldsättning som andel av disponibel inkomst var som högst i Estland där den uppgick till knappt 50 procent 2004. Det måste emellertid framhållas att det är vanskligt att undersöka tillväxtekonomier som de baltiska länderna med traditionella stabilitetsindikatorer eftersom hushållens skuldsättning, av historiska skäl, ökat från en betydligt lägre nivå.

Sammantaget är det osannolikt att de svenska bankerna skulle drabbas av kreditförluster i utlandet i den omfattningen att det skulle kunna påverka bankernas solvens.

24 Sambandet mellan andelen rörliga lån i nyutlåningen och den korta räntan (ränta med upp t.o.m. 3 månaders löptid, beräknad som ett vägt genomsnitt av samtliga bolåneinstituts korta räntor) undersöktes med en linjär regressionsmodell, där förändringen i andelen rörliga lån av nyutlåningen förklaras med föregående kvartals förändring i den korta räntan. Ekvationen skattas för perioden 1997 kv3–2005 kv2. I genomsnitt har en procentenhets högre kortränta minskat andelen rörliga lån med 10 procentenheter. Regressionen förklarar dock endast 9 procent av den totala variationen i förändringen i andelen rörliga lån.

## Sammanfattande bedömning

Företagens upplåning fortsätter att öka i takt med ökade investeringar och denna ökning förväntas fortsätta.

Företagen genererar vinster i högre utsträckning än tidigare och parallellt med upplåningstillväxten ökar även placeringarna i bankerna. Företagens återbetalningsförmåga är således god.

Konkurserna inom företagssektorn har fallit under året och förväntas fortsätta att minska.

Hushållens skuldsättning fortsätter att öka i takt med huspriserna och är den högsta sedan början av 1990-talet. Både hushållens skuldsättning och huspriserna drivs av ökade inkomster och låga räntor.

Låga räntor har medfört att hushållens ränteutgifter, som andel av den disponibla inkomsten, också är låga. Även om räntorna skulle stiga framöver, vilket marknadens förväntningar pekar på, bedöms hushållen ha tillräckligt goda marginaler för att inte orsaka bankerna annat än mindre kreditförluster.

Om en eventuell räntehöjning sker gradvis finns det empiriskt stöd för att hushållen förhållandevis snabbt binder sina rörliga lån och på så sätt initialt låser in de låga räntenivåerna. Skulle emellertid räntorna höjas snabbt blir det svårare för hushållen att låsa in de låga räntorna och räntehöjningen kommer därmed i större utsträckning att anstränga hushållens ekonomi än om räntorna höjs gradvis.

Även i de övriga nordiska länderna och de baltiska länderna har hushållens skuldsättning ökat. Dock är det inte sannolikt att detta kommer att hota bankernas solvens i framtiden.



## Utvecklingen i bankerna

Den senaste resultatperioden har förutsättningarna för storbankerna varit gynnsamma, vilket har lett till att lönsamheten ökat. Detta förklaras bland annat av ökade provisionsintäkter, vilket främst beror på stigande aktiekurser. Värdet på bankernas finansiella tillgångar ökade likaså, vilket också det kan förklaras av stigande aktiekurser men även av positiva valutakursförändringar och sjunkande långräntor. Lägre kreditförluster bidrog också till det förbättrade resultatet. Riksbanken bedömer att storbankernas förmåga att absorbera oväntade förluster är fortsatt god.

Riksbankens analys av utvecklingen i bankerna koncentreras till de fyra storbankerna – Föreningssparbanken, Handelsbanken, Nordea och SEB – därför att det i första hand är de som har avgörande betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. Samtliga av dessa är idag verksamma även på andra marknader än den svenska. Eftersom det är de systemviktiga bankernas konsoliderade riskexponering som är relevant för den finansiella stabiliteten, täcker analysen bankkoncernerna som helhet.<sup>25</sup>

Analysen fokuserar på den strategiska risken i lönsamheten, kvaliteten på tillgångarna, finansieringsstrukturen samt kapitalstyrkan i bankerna.

Aktiemarknadens syn på stabiliteten i storbankernas framtida intjäning har inte förändrats märkbart sedan den senaste stabilitetsrapporten. Detta speglas i de implicita volatiliteterna i optioner på bankaktier som fortsatt att vara på låga nivåer för storbankerna (se diagram 3:1). Utvecklingen för bankerna ligger därmed i linje med aktiemarknaden i stort (se kapitel 1).

### Lönsamhet – strategisk risk

Storbankernas underliggande intjäning, mätt som resultat före kreditförluster i fasta priser, steg med knappt 19 procent under den senaste resultatperioden till drygt 65 miljarder kronor (se diagram 3:2).<sup>26</sup> Samtidigt fortsatte kreditförlusterna att minska och ligger sedan slutet av 2004, på en historiskt låg nivå.

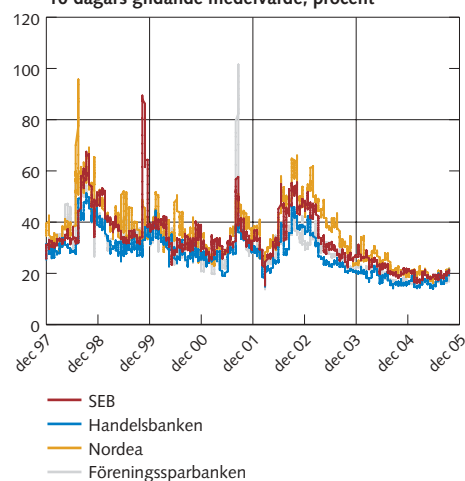
Den förbättrade intjäningen, i kombination med låga kreditförluster, ledde till att bankernas räntabilitet på eget kapital efter skatt fortsatte att öka och uppgick under resultatperioden till cirka 17 procent (se diagram 3:3).<sup>27</sup> Räntabiliteten är därmed tillbaka på den nivå som rådde under 1999 och 2000, före aktiemarknadens fall. Räntabiliteten på det egna kapitalet kan sättas i relation till ett förväntat avkastningskrav från aktiemarknaden. Detta ger en indikation på vad aktieägarna förväntar sig för avkastning från bankerna, givet det

<sup>25</sup> Med storbankerna avses således i fortsättningen bankkoncernerna som helhet, om inget annat anges.

<sup>26</sup> Resultatperioden är de senaste fyra kvartalen fram till och med tredje kvartalet 2005 (undantag OP Bank Group där resultatperioden sträcker sig fram till och med andra kvartalet 2005). Alla resultatuppgifter är justerade för större engångseffekter och alla jämförelser sker med de fyra föregående kvartalen, om inget annat anges. Från och med januari 2005 redovisar bankerna enligt IFRS (se ruta i *Finansiell stabilitet* 2005:1). Bankerna har även redovisat 2004 som om de vore enligt IFRS, vilka används i rapporten. Endast ett kvartal i den jämförande perioden är således enligt de tidigare redovisningsstandarderna.

<sup>27</sup> I och med de nya redovisningsreglerna ingår minoritetsintressen både i bankernas resultat och eget kapital.

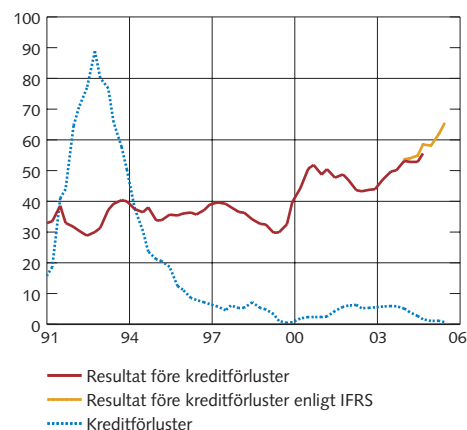
Diagram 3:1. Implicit volatilitet för bankaktier. 10 dagars glidande medelvärde, procent



Anm. Den implicita volatiliteten har beräknats från bankoptioner med tre månaders löptid.

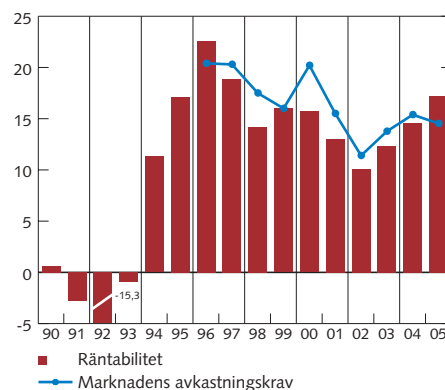
Källor: Bloomberg och Riksbanken.

Diagram 3:2. Resultat före kreditförluster samt kreditförluster (netto) i storbankerna. Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor, 2005 års priser



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

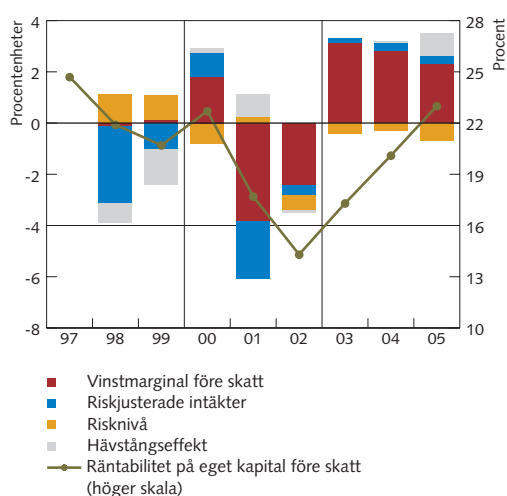
Diagram 3:3. Räntabilitet på eget kapital efter skatt i storbankerna samt marknadens avkastningskrav. Procent



Anm. Marknadens avkastningskrav definieras som summan av riskfri ränta (10-årig statsobligation) plus en riskpremie (4 procent) multiplicerat med marknadsvärdet på eget kapital/bokfört värde (vid periodens slut).

Källor: Bankernas resultatrapporter, Stockholmsbörsen och Riksbanken.

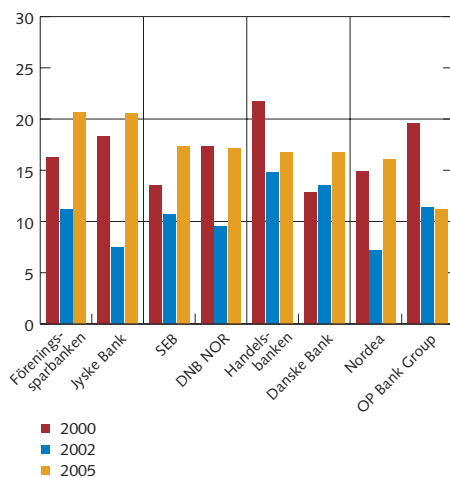
Diagram 3:4. Räntabilitet på eget kapital före skatt.



Anm. Uppgifterna för 2005 avser den senaste resultatperioden.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Diagram 3:5. Räntabilitet på eget kapital efter skatt. Procent



Anm. DNB NOR 2000 - 2003 är pro forma. Uppgifterna för 2005 avser den senaste resultatperioden.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

allmänna ränteläget, marknadspriset på bankernas aktier och en antagen riskpremie. Bankernas avkastning på det egna kapitalet förefaller i dagsläget vara något högre än det förväntade avkastningskravet från aktiemarknaden.

Ett sätt att beskriva vad som ligger bakom utvecklingen av räntabiliteten är att dela upp den i vinstmarginal, riskjusterade intäkter, risknivå och hävstångseffekt.<sup>28</sup> Om de första två indikatorerna ökar speglar det ökad motståndskraft hos bankerna, medan en ökning av de andra två kan indikera ökat risktagande. En bank som ökar sin lönsamhet till följd av ökade vinstmarginaler eller ökade riskjusterade intäkter ökar sin intjäning utan att nödvändigtvis öka risktagandet och kan därmed antas vara mindre riskfylld än en bank vars lönsamhet ökat till följd av att den har lite eget kapital eller hög andel riskvägda tillgångar i förhållande till de totala tillgångarna.

Lönsamhetsförbättringen under den senaste resultatperioden var främst ett resultat av högre vinstmarginaler, vilka i sin tur främst förklaras av ökade intäkter (se diagram 3:4). Ökad hävstångseffekt bidrog emellertid också till den förbättrade lönsamheten, vilket skulle kunna indikera att bankerna tar större risker. Förutom ökad utlåning, beror ökningen helt enkelt på att fler finansiella tillgångar inkluderas i balansräkningen i och med de nya redovisningsreglerna (se vidare under tillgångar). Den något ökade hävstångseffekten uppvägdes emellertid av minskad risknivå. En bank som höjer sin hävstångseffekt minskar ofta medvetet sin risknivå för att inte drabbas av sämre rating och därmed högre finansieringskostnader. Sammantaget kan lönsamhetsförbättringen i storbankerna tolkas som att deras motståndskraft ökat något.

Räntabiliteten i de övriga nordiska bankerna har, i likhet med de svenska, sedan 2002 successivt ökat.<sup>29</sup> Under resultatperioden var räntabiliteten för flertalet banker något högre än den som uppnåddes under den senaste lönsamhetstoppen 2000 (se diagram 3:5).

## INTÄKTER

Storbankernas intäkter ökade med cirka 10 procent under den senaste resultatperioden, främst på grund av stigande provisionsnetton, vilket framför allt är ett resultat av stigande aktiekurser och högre omsättning. Positiva värdeförändringar bidrog också till intäktsökningen, vilket förklaras av en kombination av positiva valutakurseffekter, stigande börskurser och sjunkande räntor.

Räntenettet visade en ökning på omkring 4 procent under resultatperioden. Detta beror emellertid till viss del på effekter från de nya redovisningsreglerna. Exklusive dessa effekter visade räntenettet en svag ökning som till stor del beror på att utlåningsvolymerna ökat,

<sup>28</sup> Se ruta i *Finansiell stabilitet* 2004:1 där de olika komponenterna i uppdelningen förklaras mer utförligt.

<sup>29</sup> Vissa jämförelser görs mellan de svenska storbankerna och fyra andra nordiska storbanker. Detta motiveras av att de svenska storbankerna har verksamheter utomlands. På i stort sett samma marknader är även de övriga nordiska storbankerna verksamma, även då de inte betraktas som systemviktiga i Sverige.

framför allt inom bostadsutlåning till hushållssektorn (se vidare under utlåning). Samtidigt har räntenettet påverkats negativt av pressade marginaler på in- och utlåning.

På den svenska marknaden har inlåningsmarginalerna successivt pressats sedan slutet av 2002 till följd av lägre marknadsräntor. Detta har endast till viss del kompenseras av stigande utlåningsmarginaler (se diagram 3:6). I mitten av 2004 minskade emellertid utlåningsmarginalerna något, delvis till följd av ökande konkurrens framför allt inom bostadsutlåning till hushåll. Under sommaren upphörde emellertid minskningen i utlåningsmarginalerna.

Sett i ett längre perspektiv är utlåningsmarginalerna i dagsläget högre, eller i samma nivå, som vad de var under perioden 2000 till 2002, men de har inte kunnat uppväga de minskade inlåningsmarginalerna.

Sannolikt är de minskade utlåningsmarginalerna inte bara en effekt av ökad konkurrens, utan också av att bankernas bostadslån utgör en större andel av deras kreditportföljer. Då dessa lån ges mot säkerhet har de lägre marginaler än lån utan säkerhet. Även om de inte bidrar lika mycket till räntenettots tillväxt som andra krediter, så bidrar de till lönsamhetsutvecklingen, mätt som räntabilitet på eget kapital. Detta eftersom bankerna inte behöver hålla lika mycket kapital för dessa krediter som för andra krediter. En utveckling mot större andel företagskrediter skulle kunna stärka räntenettet då de har högre marginaler. Å andra sidan innebär företagsutlåning högre kostnader eftersom kapitalkraven tvingar bankerna att hålla mer kapital för dessa lån än för bostadslån. Den effekten skulle kunna medföra att en större andel företagsutlåning minskar räntenettots bidrag till lönsamheten.

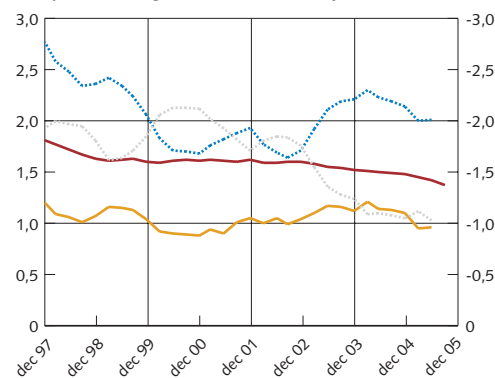
Det låga ränteläget, i kombination med den ökande konkurrensen, gör det svårt att se möjligheter till kraftigt förbättrade marginaler framöver. Räntenettots framtida tillväxt borde därför vara beroende av fortsatt volymtillväxt. Den höga tillväxten inom bostadslån till hushåll bedöms fortsätta, men antas avta om räntorna stiger. Utlåningen till företag har ökat på senare tid och bedöms fortsätta öka (se kapitel 2 om bankernas låntagare). Givet oförändrade marginaler borde därför räntenettet kunna växa framöver.

Ett räkneexempel kan visa hur viktig volymtillväxten är för räntenettots tillväxt. Om volymerna inte ökat under den senaste resultatperioden, samtidigt som marginalpressen varit densamma, hade bankernas räntenetton minskat med mellan 1 till 10 procent istället för att öka med omkring 4 procent.<sup>30</sup>

Storbankernas provisionsnetto ökade med cirka 10 procent.<sup>31</sup> Förbättringen förklaras främst av att värdepappersrelaterade provisioner ökade, en följd av stigande kurser och omsättning på aktiemarknaderna, vilket bland annat ökat bankernas provisioner från värdepappers-

Diagram 3:6. Storbankernas räntenettomarginal samt räntedifferens på svensk bankinlåning respektive bank och hypoteksutlåning.

Fyra kvartals glidande medelvärde, procent



— Räntenettomarginal  
 ..... Bankutlåning  
 ..... Hypoteksutlåning (nyutlåning)  
 ..... Bankinlåning (höger skala)

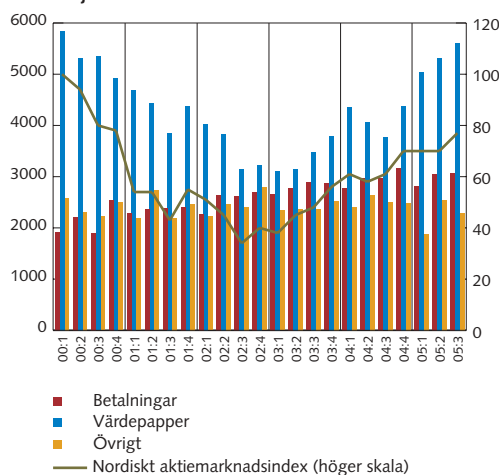
Anm. Räntedifferensen = genomsnittlig bankränta – 6 månaders statsskuldsväxel respektive genomsnittlig hypoteksutlåningsränta – 3 månaders statsskuldsväxel. För de banker som har stora skillnader mellan det operativa och det legala räntenettet används det operativa.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

<sup>30</sup> I exemplet antas att ingen volymtillväxt sker i utlåning eller räntebärande värdepapper sedan föregående resultatperiod.

<sup>31</sup> Provisionsnettot för de fyra storbankerna är exklusive Handelsbankens delpost försäkringar och Nordeas delpost livförsäkring.

Diagram 3:7. Provisionsnetto i storbankerna samt nordiskt aktiemarknadsindex. Miljoner kronor och index



Anm. Provisionsnettot har justerats proforma för Plusgirot. Handelsbankens och Nordeas provisioner för försäkringar är exkluderade. Nordiskt aktiemarknadsindex är ett index av Financial Times.

Källor: Bankernas resultatrapporter, EcoWin och Riksbanken.

handel och kapitalförvaltning. Eftersom de värdepappersrelaterade provisionerna är beroende av aktiemarknadernas utveckling utgör de en relativt volatil intäktskälla för bankerna. Aktiemarknadernas förbättring under de senaste två åren har lett till att värdepappersrelaterade provisioner ökat och i dagsläget utgör nästan hälften av provisionsnettot (se diagram 3:7).

De betalningsrelaterade provisionerna ökade också under resultatperioden. Dessa provisioner påverkas främst av bankkunders användning av bank-, betal- och kreditkort och är därmed en mindre volatil intäktskälla än de värdepappersrelaterade provisionerna. För närvarande utgör de knappt en tredjedel av det totala provisionsnettot. Övriga provisioner var i stort sett oförändrade under resultatperioden.

Värdet på bankernas finansiella instrument kommer, i och med de nya redovisningsreglerna, att bli mer volatilt än tidigare. Detta beror bland annat på att fler finansiella instrument marknadsvärderas och att värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. Under resultatperioden ökade marknadsvärdet på tillgångarna markant för storbankerna. Utvecklingen mellan bankerna skiljer sig emellertid åt.<sup>32</sup> Värdestegringen beror bland annat på positiva valutakursförändringar. Stigande aktiekurser är en annan faktor som påverkat resultatet positivt, dels till följd av ökad omsättning, dels till följd av positiva värdeförändringar i aktierelaterade instrument. Sjunkande långräntor i Sverige och övriga Norden under resultatperioden har höjt värdet på bankernas obligationsportföljer. Ytterligare en orsak till att bankernas finansiella instrument visar ett högre värde är att några av bankerna inkluderar försäkringsrelaterade intäkter och kostnader, vilka ökat under resultatperioden.

Det finns indikationer på att bankernas risktagande inom tradingverksamhet ökat något. Mättet value at risk (VaR), som mäter behovet av eget kapital i en portfölj, har sjunkit för några av bankerna under året, även om måttet kan ha stigit under enskilda kvartal. Den lägre nivån på VaR-måttet är emellertid delvis ett resultat av lägre volatilitet på marknaderna (se kapitel 1).<sup>33</sup> Samtidigt har bankernas riskvägda tillgångar för marknadsriskar ökat. Detta ger, i likhet med föregående stabilitetsrapport, bilden av att bankernas volymer och positioner för marknadsriskar ökat, samtidigt som volatiliteten i portföljerna gått ner. Några av bankerna har också ökat sina innehav av räntebärande värdepapper, vilket kan spegla ökad ränterisk.

Större innehav av räntebärande värdepapper med längre löptider gör bankerna mer känsliga för förändringar i räntan. I ett scenario där räntan går upp med 100 punkter från en dag till en annan över hela räntekurvan minskar bankernas resultat för helåret 2004, allt annat lika, med mellan 10 och 30 procent. Exemplet förutsätter emellertid att bankerna skulle välja att realisera hela värdeminskningen, vilket de inte behöver göra eftersom vissa räntebärande värdepapper hålls till

32 Bankernas rapportering skiljer sig till viss del mellan varandra varför jämförelser är svårare att göra än tidigare. Alla banker har inte heller redovisat finansiella instrument enligt IAS 39 (Finansiella instrument: Redovisning och värdering) under 2004, vilket också försvårar jämförelser.

33 Alla fyra storbanker redovisar inte VaR på kvartalsnivå. Därför går det inte att ha en uppfattning om hur måttet utvecklats för samtliga fyra.

förfall och därmed värderas till anskaffningsvärde. Värdeminskningen skulle även utgöra mellan 2 till 5 procent av respektive banks kapitalbas. Två av bankerna har redovisat räntekänslighet under innevarande år. För en av bankerna har räntekänsligheten ökat under resultatperioden, medan den andra banken redovisar minskad räntekänslighet.

Bankernas övriga intäkter ökade under resultatperioden.<sup>34</sup> Bland annat ökade resultaten för bankernas försäkringsverksamheter, delvis understött av vissa smärre förvärv.<sup>35</sup>

#### KOSTNADER

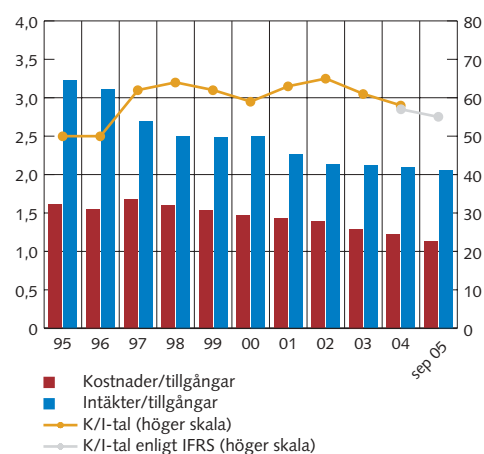
Storbankernas kostnader ökade med cirka 3 procent under resultatperioden. Medan personalkostnaderna ökade med cirka 4 procent, ökade de övriga, administrativa, kostnaderna marginellt. Ökningen i personalkostnader kan delvis förklaras av att de resultatbaserade ersättningarna ökat, men även av att bankerna anställt fler till följd av att de har expanderat sina verksamheter.

De relativt stabila kostnaderna tillsammans med de stigande intäkterna har lett till att bankernas kostnadseffektivitet fortsatt att förbättras. Under resultatperioden utgjorde kostnaderna 55 procent av intäkterna (K/I-talet), vilket kan jämföras med 57 procent för helåret 2004 (se diagram 3:8). Även bortsett från effekterna av de nya redovisningsreglerna är bankerna mer kostnadseffektiva än under 2000, då K/I-talet sjönk främst till följd av ökade intäkter.

Den förbättrade kostnadseffektiviteten syns också genom att relationen mellan kostnader och tillgångar fortsatt att minska. Samtidigt har relationen mellan intäkter och tillgångar också minskat marginellt, trots de högre intäkterna. Till viss del kan utvecklingen emellertid förklaras av att bankernas balansräkningar ökat till följd av de nya redovisningsreglerna.

Bland de nordiska storbankerna fördelar sig de svenska storbankerna över hela intervallet med avseende på K/I-tal (se diagram 3:9). Detta kan till viss del förklaras av olika verksamhetsinriktningar, då banker med inriktning mot storföretag och kapitalmarknad vanligtvis har en relativt högre kostnadsnivå än banker med retailinriktning. De svenska storbankernas kostnader i relation till tillgångar är samtidigt under genomsnittet för de nordiska bankerna, vilket indikerar att de svenska bankerna är relativt kostnadseffektiva i en jämförelse med dessa banker.

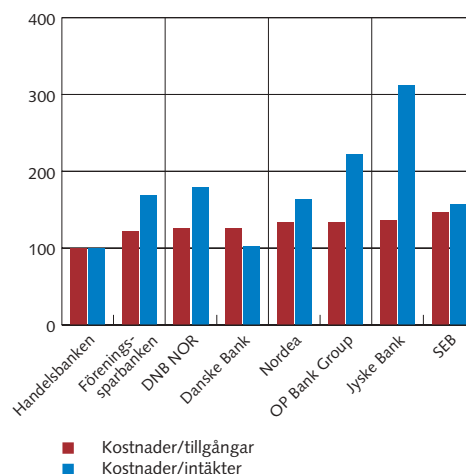
Diagram 3:8. Storbankernas kostnadseffektivitet. Procent



Anm. K/I-talet baseras på samtliga intäkter. September 2005 avser de senaste fyra kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Diagram 3:9. Kostnader i relation till intäkter respektive tillgångar. Index: Handelsbanken = 100



Anm. De senaste fyra kvartalen t.o.m. september 2005.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

<sup>34</sup> Inklusive posterna övriga utdelningsintäkter, försäkringar och andelar i intresseföretags resultat.

<sup>35</sup> Med de nya redovisningsreglerna ska bankernas försäkringsrörelser integreras i resultaträkningen. Bankerna har emellertid också en resultatpost för livförsäkringar. Innehållet i denna resultatpost varierar emellertid mellan bankerna.

**D**e svenska bankerna var tidigt inne på bankmarknaden i Estland och har i snabb takt byggt upp en stark marknadsposition i alla de baltiska länderna. Denna expansion har också varit förhållandevis lönsam och uppbyggnaden har gynnats av en snabb ekonomisk tillväxt i de aktuella länderna. Genom sin snabba etablering skaffade sig de svenska bankerna ett försprång gentemot sina konkurrenter, en position som så småningom kan komma att hotas. Den förhållandevis höga lönsamheten utgör här ett extra lockbete för andra aktörer att försöka få marknadsandelar.

Idag svarar utlåningen på denna marknad för närmare 3 procent av de fyra storbankernas totala utlåning till allmänheten. Närvaron i de baltiska länderna skiljer sig emellertid åt mellan bankerna. Föreningssparbankens utlåning till kunder i dessa länder utgör cirka 6 procent av koncernens totala utlåning, medan andelen för SEB uppgår till cirka 5 procent. För de två andra storbankerna är andelen mindre. För Nordea utgör den knappt 1 procent, medan Handels-

emellertid åt mellan länderna, med en andel på cirka 90 procent av den estniska bankmarknaden, 50 procent av den lettiska och 60 procent av den litauiska.<sup>37</sup>

Utlåningen i de baltiska länderna har vuxit snabbt, mellan 25 till 50 procent per år under de senaste åren. Marginalerna på utlåningsverksamheten är också högre än på den svenska och de övriga nordiska marknaderna. Detta gör de baltiska länderna till en allt viktigare intäktskälla för de svenska bankerna. Som exempel kan nämnas att Föreningssparbanken, som är den av bankerna som har störst närvaro i de baltiska länderna, första halvåret i år redovisar att dessa intäkter svarar för cirka 16 procent av de totala intäkterna i koncernen.

De omedelbara frågorna är hur länge denna snabba utveckling kan fortsätta och vilka effekter den kommer att få för de svenska storbankernas struktur och risknivå.

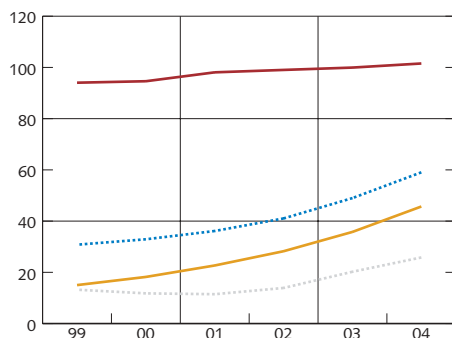
För att få en uppfattning om vilken teoretisk tillväxtpotential som finns kan man som utgångspunkt ta förhållandet mellan utlåning och BNP.

I Sverige överstiger kreditinstitutens totala utlåning BNP sedan 2001. För de baltiska länderna ser situationen annorlunda ut med en utlåning som varit betydligt lägre i förhållande till BNP. De senaste åren har utlåningen dock ökat i snabbare takt än BNP och år 2004 uppgick den till mellan 30 och 60 procent av BNP (se diagram R5). Givet den fortfarande lägre relationen, jämfört med Sverige, är det rimligt att tro att det finns utrymme för utlåningen att fortsätta att öka i snabb takt även under de närmaste åren.<sup>38</sup>

Om utlåningen, såväl i de baltiska länderna som i övriga länder, skulle fortsätta att stiga med det nominella värdet av den senaste ökningen (2003-2004) och bankernas marknadsandelar förblir oförändrade skulle detta innebära att de baltiska ländernas andel av utlåningen nära fördubblas vid utgången av 2009 (se diagram R6).

För Föreningssparbanken som idag har cirka 6 procent av sin utlåning i de baltiska länderna

Diagram R5. Utlåning i förhållande till BNP. Procent



— Sverige  
... Estland  
— Lettland  
... Litauen  
Källa: Riksbanken.

banken endast har en mindre verksamhet i området.

Utlåningen på den baltiska marknaden uppgick 2004 till ett belopp motsvarande cirka 134 miljarder kronor, varav 48 miljarder i Estland, 44 miljarder i Lettland och 42 miljarder i Litauen.<sup>36</sup> Tillsammans är de svenska bankernas marknadsandel nästan 70 procent. Dominansen skiljer sig

36 Siffror över utlåning till allmänheten och BNP kommer från ett regelbundet datautbyte mellan de nordiska och baltiska centralbankerna.

37 Bankernas marknadsandelar i de baltiska länderna baseras på Föreningssparbankens årsredovisning 2004.

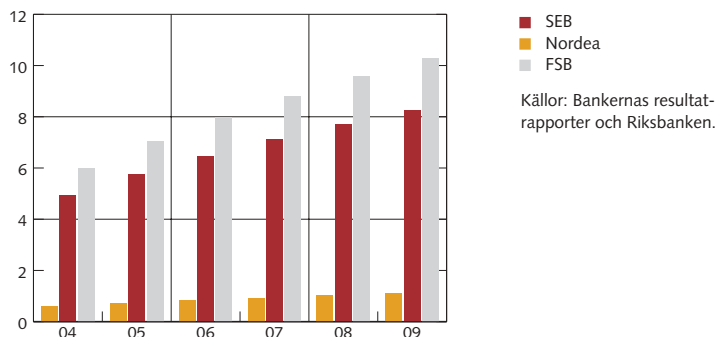
38 Det bör påpekas att en lägre relation i sig inte är förutsättning som "automatiskt" leder till en fortsatt ökning av utlåningen. Skillnaden mellan olika europeiska länder är stor.

kommer, givet antagandena ovan, denna del att bli betydligt viktigare och utgöra drygt 10 procent om fem år. För SEB kommer andelen att öka från cirka 5 procent till drygt 8 procent 2009, medan för Nordea, kommer andelen endast att stiga till drygt 1 procent på 5 år.

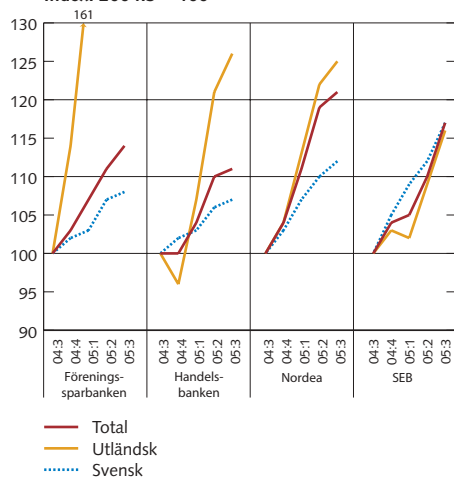
Även om ovanstående beräkningar endast ska ses som räkneexempel är det sannolikt att verksamheten i de baltiska länderna kommer att utgöra en allt större del av de svenska bankernas balans- och resultaträkningar. Detta medför en positiv diversifieringseffekt, vilket är fördelaktigt ur ett stabilitetsperspektiv.

Det finns dock skäl som talar för att den hittillsvarande utvecklingen inte kan fortsätta i samma takt. Den positiva ekonomiska utvecklingen i dessa länder kan också drabbas av – åtminstone temporära – bakslag. En ökad volatilitet i intjäningen och mer omfattande exponeringar på en icke-traditionell kundkrets måste därför ses som möjliga riskfaktorer.

Diagram R6. Potentiell utveckling av storbankernas utlåning i de baltiska länderna. Procent

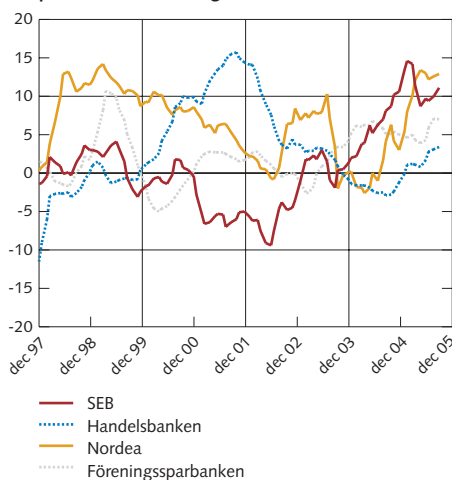


**Diagram 3:10. Utlåning till svensk och utländsk allmänhet.**  
Index: 2004:3 = 100



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

**Diagram 3:11. Utlåning till svenska företag från kreditinstitut.**  
Tre månaders glidande medelvärde, årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

## Tillgångar – kreditrisk

Storbankernas tillgångar ökade med runt 20 procent under resultatperioden och uppgick i juni till drygt 7 400 miljarder kronor. Ökningen förklaras bland annat av ökad utlåning samt att räntebärande tillgångar och övriga finansiella tillgångar steg kraftigt i värde. Detta är delvis ett utslag av att fler tillgångar marknadsvärderas i och med de nya redovisningsreglerna.

### UTLÅNING

Historiskt har kriser inom banksektorn ofta föregåtts av en snabb kredittillväxt. Därför kan tecken på en sådan ge anledning till ökad uppmärksamhet, även om snabb kredittillväxt långt ifrån alltid leder till kraftigt ökade kreditförluster.

Storbankernas utlåning har fortsatt att öka och för resultatperioden ökade den totala utlåningen med cirka 17 procent. SEB och Nordea hade något högre tillväxttakt än de andra två bankerna med en årstillväxt på cirka 17 respektive 21 procent. Handelsbankens och Förenings-sparbanken tillväxttakter låg på runt 11 respektive 14 procent.

I de övriga nordiska länderna låg den årliga utlåningstillväxten vid halvårsskiftet till hushållssektorn på mellan 11 och 14 procent under resultatperioden. Samtidigt låg utlåningstillväxten till företagssektorn inom ett relativt snävt intervall mellan 8 och 9 procent. I de baltiska länderna uppgick utlåningstillväxten till mellan 40 och 45 procent på årsbasis, medan tillväxten i Tyskland fortfarande var i stort sett obefintlig.

Frånvaron av tillväxt på den tyska markanden bidrar till att SEB har haft en något snabbare utlåningstillväxt i Sverige än i de utländska verksamheterna. SEB skiljer sig därför från de andra storbankerna där en snabbare utlåningstillväxt i de utländska verksamheterna kunnat ses (se diagram 3:10). För Förenings-sparbanken förklaras den snabba tillväxttaket främst av exponeringen i de baltiska länderna. Utlåningen i dessa länder utgör emellertid en relativt liten del av Förenings-sparbankens totala utlåning (se vidare i ruta om storbankernas utlåning i de baltiska länderna).

Storbankernas utlåning till svenska företag visade en genomsnittlig tillväxttakt på knappt 5 procent under resultatperioden. Utvecklingen skiljer sig mellan storbankerna där SEB hade en genomsnittlig tillväxttakt på cirka 11 procent, vilket är högre än de andra tre bankerna. Förenings-sparbanken och Nordea uppvisade tillväxttakter på cirka 5 respektive 6 procent, medan Handelsbankens tillväxt låg på drygt 1 procent (se diagram 3:11). Den stora skillnaden hänger emellertid delvis samman med att SEB har en mindre andel av marknaden än de andra tre bankerna.

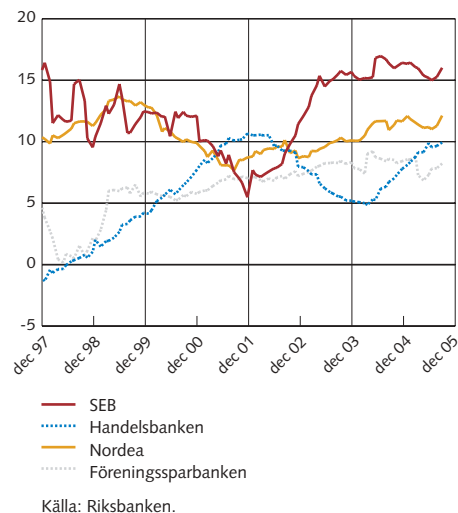
Utlåningen till hushållssektorn växer i fortsatt snabb takt (se hushållsavsnittet i kapitel 2). Storbankernas genomsnittliga utlåningstillväxt var 10 procent under resultatperioden, vilket nästan helt beror på



tillväxt i bolåneinstitut. Tillväxttakten har därmed inte avtagit sedan vårens rapport och tillväxttakten till hushållssektorn ligger kvar på den högsta nivån sedan tidigt 1990-tal. Nordea och SEB hade en genomsnittlig utlåningstillväxt på knappt 12 respektive 16 procent, medan den genomsnittliga utlåningstillväxten i Handelsbanken och Förenings-sparbanken var runt 8 procent (se diagram 3:12). Även här kan den högre tillväxten i både SEB och Nordea till viss del förklaras av de relativt mindre marknadsandelarna på den svenska marknaden.

Trots storbankernas höga utlåningstillväxt till hushållssektorn har deras marknadsandelar antingen varit oförändrande eller sjunkit något under de senaste åren, med undantag för SEB. Det är framför allt SBAB och Danske Bank som ökat sina marknadsandelar något, om än från låga nivåer.

**Diagram 3:12. Utlåning till svenska hushåll från kreditinstitut.**  
Årlig procentuell förändring



## Bankernas kreditberedning och uppföljning av företagslån – enkätsvar från kredithandläggare i Sverige

**D**et finns förhållandevis lite forskning om hur bankernas bedömning och uppföljning av krediter går till i praktiken. För att få en bättre förståelse för detta genomförde Riksbankens forskningsavdelning en enkät bland kredithandläggare i svenska affärsbanker under 2004. Sammanlagt svarade 156 handläggare.<sup>39</sup>

### Deltagarprofil

Enkäten fokuserade på företagslån, eftersom hushållskrediter är relativt små och homogena och handläggningen av dessa därför är mer eller mindre standardiserad. Deltagarna var spridda över landet – 27 procent i storstäder (Stockholm, Göteborg och Malmö), 57 procent i mellanstora städer och 17 procent på landsbygden. Storleken på deltagarnas kreditportföljer varierar kraftigt, från ett par miljoner upp till maximalt 600 miljoner kronor. Detsamma gäller antalet företag i portföljen, vissa handläggare har ansvar för en enda (mycket stor) kund, medan andra ansvarar för flera hundra kunder.

Värt att lägga märke till är att handläggare med stora lån i portföljen tenderar att ha färre kunder, och vice versa, vilket tyder på att det är portföljstorleken snarare än antalet kunder som är avgörande för fördelningen av handläggaresurser. Kreditgränsen – hur stort lån handläggaren själv eller tillsammans med kolleger och kontorschefen kan bevilja – var i genomsnitt 8 miljoner kronor. Medianhandläggaren uppskat-

tade att han eller hon tog emot omkring 50 kreditpropåer om året, varav tre fjärdedelar så småningom beviljades.

### Kredithandläggarnas arbete

Enligt enkätsvaren lägger handläggarna i genomsnitt (i) 12 procent av sin tid på krediter till nya kunder (ii) 29 procent på nya krediter till befintliga kunder (iii) 30 procent på uppföljning av befintliga lån och (iv) 29 procent av tiden på annan verksamhet. I kontakt med nya kunder samlar i princip samtliga handläggare in information från Upplysningscentralen, Patent- och Registreringsverket, Fastighetsregistret samt information om befintliga lån. Tiden som handläggarna lägger på kreditberedning ((i) + (ii)) fördelas i sin tur enligt Figur 1.

Vad beträffar uppföljningen av de befintliga lånen framgick att handläggarna utvärderar låntagarna något oftare än vad bankernas interna riktlinjer föreskriver; i genomsnitt 1,8 gånger per år istället för 1,3 gånger per år. Medianhandläggaren träffar sina företagskunder 2,5 gånger per år och gör platsbesök på företaget 1,5 gånger per år.

Riksbanken ställde frågan huruvida de interna riktlinjerna för kreditberedning och uppföljning förändrats under de senaste 2-5-10 åren. Av handläggarna svarade 10 procent nej. Av dem som svarade ja angavs i första hand att kredituppföljningen blivit mer regelbunden och att det numera krävs bättre dokumentation, i andra hand att bankens regler och kreditpolicy blivit tydligare och i tredje hand att analysen av företagen blivit djupare och mer framåtriktad (det vill säga, mer inriktad på vinst- och kassaflödesprognoser).

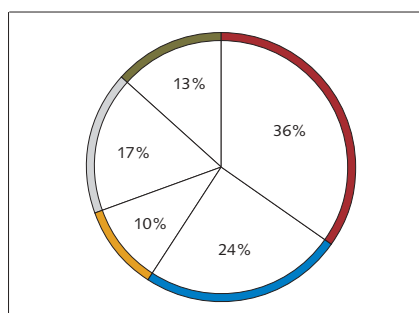
### Säkerheter

Ett huvudsyfte med enkäten var att undersöka säkerheternas roll för prissättning och uppföljning av lån. Figur R8 visar hur mycket av kreditportföljen som täcks av olika säkerheter (i genomsnitt).

Figur R7. Fördelning av tiden med kreditberedning. Procent

- Personliga samtal
- Affärsplan
- Bransch/makroinformation
- Företagsbesök
- Övrigt

Källa: Riksbanken.



<sup>39</sup> De deltagande bankerna var Föreningssparbanken, Handelsbanken, Nordea, SEB, Den Danske Bank samt flera fristående sparbanker. Enkätdelta-garna garanterades full anonymitet.

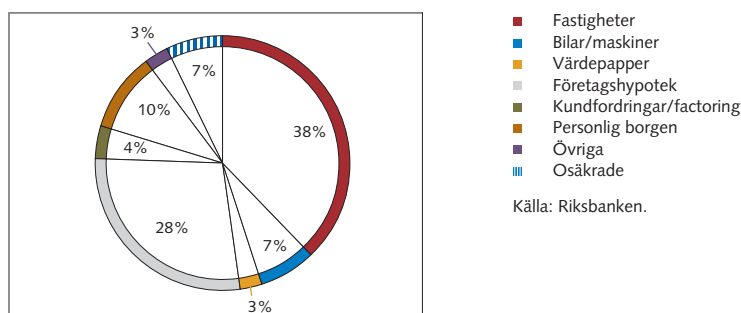
Handläggarna fick ange hur stor betydelse frånvaron av säkerheter har på prissättningen av lån. Det visade sig att handläggarna i genomsnitt tar ut ett räntepåslag på omkring 200 punkter för ett lån helt utan säkerhet, och 100 punkter för ett lån med vissa säkerheter. Spridningen är dock mycket stor, vilket framgår av Figur 3.

Av särskilt intresse var eventuella effekter av de ändrade reglerna för företagshypotek som trädde i kraft den första januari 2004.<sup>40</sup> Lagändringen innebär att hypoteket, som i den gamla lagstiftningen fullt ut utgjorde fordringar med särskild förmånsrätt ersätts av en företagsinteckning där ena hälften utgör fordran med allmän förtur och den andra fordran utan förtur vid konkurs. Handläggarna fick frågan huruvida regeländringarna påverkat deras kreditgivning och tagande av säkerheter. 27 procent av handläggarna uppgav att de hade ökat sin fakturabelåning, 26 procent att de nu tar mer säkerheter och 19 procent att de använder sig av mer objektfinansiering (leasing). Endast ett fåtal uppgav emellertid att regelförändringen har lett till färre eller mindre krediter.

#### Kredituppföljning

Om det yttersta syftet med att följa upp krediter är att reducera bankens kreditförluster så borde uppföljningsintensiteten minska med mängden säkerhet som banken har för ett visst lån. På marginalen borde handläggarnas tid styras mot de lån där risken för kreditförluster är som störst. 84 procent av handläggarna uppgav att mängden säkerhet förvisso påverkar hur mycket de följer upp ett företag, men på frågan om säkerhetsmassan är av avgörande betydelse för uppföljningen svarade endast 38 procent ja, och hela 25 procent av handläggarna svarade nej. Faktorer som ansågs viktigare var bland annat företagets lönsamhet och kassaflöde, lånets storlek och företagets riskprofil.

Figur R8. Säkerhet som andel av kreditportföljen. Procent

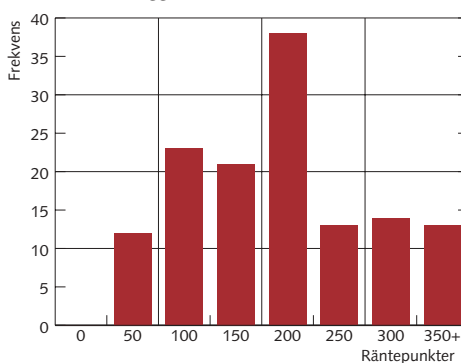


Källa: Riksbanken.

Hela 95 procent av handläggarna ansåg att bättre uppföljning minskar kreditförlusterna givet att ett företagsfallissemang äger rum, medan 64 procent också trodde att kredituppföljningen bidrar till att förbättra företagets resultat genom att den disciplinerar låntagaren.

Handläggarna fick slutligen rangordna olika riskfaktorer för ett fallissemang. De största riskerna ansågs vara bransch- eller konjunkturförändringar följt av bristande kompetens hos företagaren. Rena karaktärsbrister – såsom till exempel risken för att företagaren försöker pengarna – bedömdes av handläggarna som synnerligen ovanliga och sågs knappast som några risker överhuvudtaget.

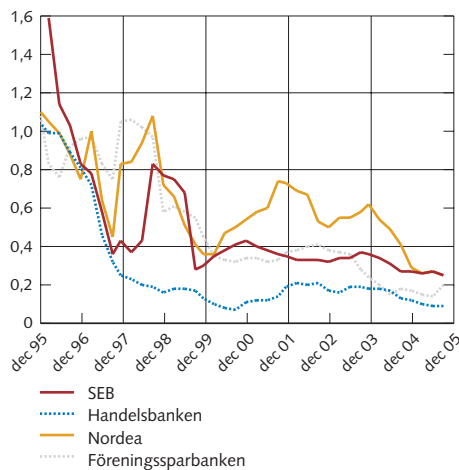
Figur R9. Räntepåslag för lån utan säkerhet. Antal handläggare



Källa: Riksbanken.

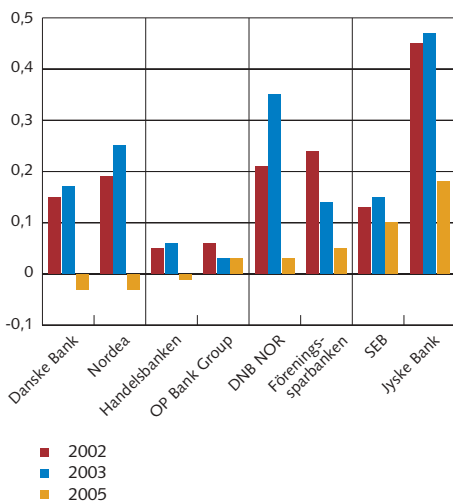
40 Lag 2003:528.

Diagram 3:13. Reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster som andel av utlåning. Summerat över fyra kvartal, procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Diagram 3:14. Kreditförluster, netto, som andel av utlåning. Procent



Anm. DNB NOR 2002 – 2003 är pro forma. Uppgifterna för 2005 avser den senaste resultatperioden.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

## KREDITKVALITET

Andelen osäkra fordringar respektive kreditförluster av den totala utlåningen är indikativa mått på kreditkvaliteten i en bank.<sup>41</sup> Båda måtten innehåller redan inträffade eller observerbara försämringar i kreditkvaliteten och ger därför ingen information om sannolikheten för ytterligare framtida förluster. Däremot illustrerar måtten vilket genomslag förändringar i makroekonomin historiskt har haft och kan därför ge en indikation på hur kreditkvaliteten i bankerna skulle kunna utvecklas.

Andelen osäkra fordringar fortsatte att minska för samtliga av de fyra storbankerna och uppgick till knappt 1 procent av utlåningen. Även kreditförlusterna fortsatte att minska och var försämrade under resultatperioden. Minskningen förklaras helt av lägre reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster (se diagram 3:13). I redovisningen finns det ingenting som tyder på att kreditkvaliteten skulle ha försämrats märkbart under den senaste resultatperioden. Detta är även i linje med det sjunkande antalet konkurser samt de lägre förväntade konkurs sannolikheterna inom företagssektorn (se kapitel 2).

Kreditförlusterna har även fortsatt att minska för de övriga nordiska bankerna (se diagram 3:14). Danske Bank har, i likhet med Nordea och Handelsbanken, haft positiva bidrag till resultatet under resultatperioden, eftersom återvinningar och återföringar av gamla kreditförluster varit större än reserveringar för nya.

Givet en utveckling enligt Riksbankens huvudscenari i den senaste inflationsrapporten (2005:3), med en tillväxt i svensk ekonomi på mellan 2 och 3 procent under kommande år, är det svårt att se markant ökande kreditförluster av konjunkturella skäl. Om de förväntade konkurs sannolikheterna fortsätter att öka och realiserar för några företagsbranscher kan det naturligtvis påverka bankernas kreditförluster. Risker förknippade med den snabba utlåningstillväxten för bostadslån till hushåll och högre belåningsgrader i relation till bostädernas värden är också en osäkerhetsfaktor, om än liten. Detta i kombination med att en större andel av hushållen i dag har rörlig ränta, jämfört med mitten av 1990-talet, gör att hushållen också är mer känsliga för ränteförändringar. Även om Riksbanken inte bedömer att eventuella förluster från hushållssektorn skulle kunna utgöra ett hot mot bankerna, kan bankernas kreditförluster öka något vid en eventuell räntepågång (se också diskussion i kapitel 2 om hushållens tendens att binda sina lån när reporäntan höjs).

Som tidigare utgör den kraftiga tillväxten i de baltiska länderna en viss risk. I och med att de baltiska länderna blir allt viktigare för några av de svenska storbankerna, framför allt på intäktsidan, blir också konsekvenserna större om tillväxten i de baltiska länderna skulle avta.

Med den intjänning storbankerna har idag skulle de klara kreditförluster på mellan 1,4 – 1,7 procent av utlåningen innan de skulle gå

41 Med osäkra fordringar avses brutto före ackumulerade reserver. Med kreditförluster avses nettot av reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster efter återvinningar och återföringar.

med förlust och tvingas använda eget kapital för att täcka förlusten. Innan bankernas primärkapitaltäckningsnivåer skulle underskrida den lagstadgade nivån på 4 procent skulle kreditförlusterna kunna ligga på nivåer inom intervallet 3,6 till 4,6 procent av utlåningen. Detta kan ställas i relation till den genomsnittliga kreditförlustnivån på 0,02 procent av utlåningen som bankerna har idag.

#### MOTPARTSEXPONERINGAR

Storbankernas centrala roll i det svenska betalningssystemet och på de svenska marknaderna för värdepapper, valuta och derivat medför betydande motparts- och avvecklingsexponeringar. Sannolikheten för en betalningsinställelse är som regel låg eftersom exponeringarna främst är mot andra finansinstitut och icke-finansiella storföretag. Om ett fallissemang ändå skulle ske kan emellertid konsekvenserna för övriga banker bli allvarliga.

Riksbanken har sedan 1999 samlat in data över storbankernas motparts- och avvecklingsexponeringar i syfte att undersöka risken för spridning inom och till det svenska banksystemet. Fram till och med 2001 var valutaavveckling den enskilt största exponeringen som rapporterades. Efter det har exponeringar i valuta minskat medan framför allt interbankutlåning, men också värdepappersexponeringar ökat. Att avvecklingsexponeringarna har minskat efter 2003 beror till största del på den svenska kronans deltagande i Continuous Linked Settlement (CLS) (se diagram 3:15).<sup>42</sup>

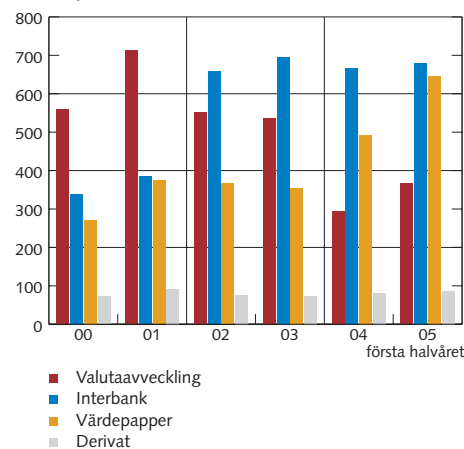
De sammantagna motparts- och avvecklingsexponeringarna i de fyra storbankerna ökade under det första halvåret 2005 med cirka 10 procent i jämförelse med samma period föregående år.

Om en av storbankerna förlorar en stor exponering skulle det mycket väl kunna orsaka solvensproblem. Hur allvarliga solvensproblemen blir vid ett motpartsfallissemang beror inte bara på exponeringen utan också på hur mycket banken till slut lyckas återvinna av den ursprungliga fordran. Ur ett stabilitetsperspektiv är motparts- och valutaavvecklingsexponeringar av särskilt intresse då motparten är en bank eller ett annat finansinstitut eftersom det medför en risk att problem i en bank kan spridas till andra banker.

För att få en uppfattning om spridningsrisken mellan storbankerna testas de interbankexponeringar som bankerna rapporterar vid varje kvartalsslut. I varje period observeras primärkapitalrelationer för de tre andra bankerna efter att en specifik bank har ställt in sina betalningar. Givet att bank A fallerar beräknas primärkapitalrelationen för bank B, C och D och vice versa. Primärkapitalrelationen beräknas under antagandet att 75 procent av exponeringen mot den fallerade banken går förlorad. Återvinningsgraden på 25 procent tar hänsyn till att en del av exponeringen kan motsvaras av säkerheter.

Spridningsrisken mellan de svenska storbankerna måste anses som måttlig. Enligt de rapporterade exponeringarna för första halvåret

Diagram 3:15. Motparts- och avvecklingsexponeringar. Miljarder kronor

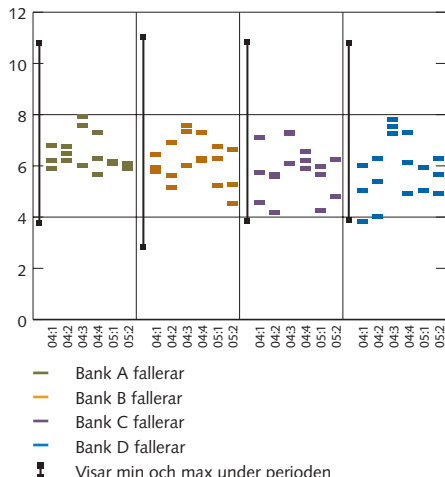


Anm. P.g.a. att den nuvarande inrapporteringsblanketten inte exkluderar CLS avvecklingar har valutaavvecklingsexponeringarna reducerats med 35 procent som är den lägsta användningsgrad som bankerna uppgivit.

Källa: Riksbanken.

<sup>42</sup> CLS Bank erbjuder ett system för avveckling av valutor som markant reducerar de risker som normalt är förenade med valutahandel.

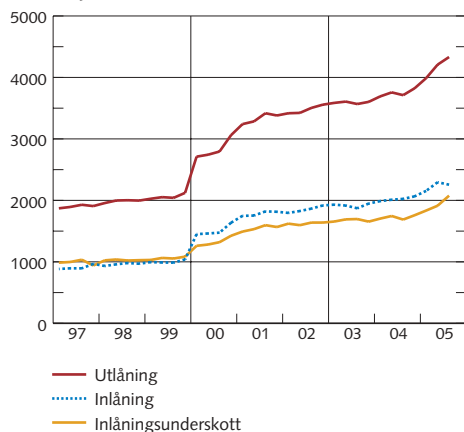
**Diagram 3:16. Primärkapitalrelation i de fyra storbankerna efter att en svensk bank har ställt in betalningarna. Återvinning 25 procent. Procent**



Anm. Denna effekt motsvarar alltså en situation där en storbank utan någon tidigare förvarning, ställer in betalningarna med omedelbar verkan och möjliga återvinningar dessutom bedöms bli förhållandevis låga. De resulterande primärkapitalnivåer som beräknas i testerna bör alltså ses som utfallen av ett extremt stresstest.

Källa: Riksbanken.

**Diagram 3:17. Utlåning respektive inlåning i storbankerna. Miljarder kronor**



Anm. Nivåbrottet år 2000 beror på fusioner och uppköp.

Källa: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

2005 skulle en betalningsinställelse i en av storbankerna inte medföra solvensproblem för någon av de övriga bankerna. Under det senaste året skulle en inställd betalning av bank D vid ett tillfälle ha lett till att en av de övriga tre bankernas primärkapitalrelation underskred det lagstadgade kravet om 4 procent (se diagram 3:16).

Förutom spridningsrisken inom det svenska banksystemet finns det också en risk för att bankerna drabbas av problem till följd av att ett stort företag eller en utländsk bank ställer in sina betalningar. I den händelse att en av storbankerna förlorar sin största exponering mot ett storföretag eller en utländsk bank skulle detta ha lett till solvensproblem i 10 procent av de rapporterade fallen under perioden mellan 2000 och andra halvåret 2005. Under det första halvåret 2005 skulle däremot ett fallissemang inte leda till att någon av bankerna drabbas av solvensproblem.

## Finansiering – likviditetsrisk

Bankernas finansieringsstruktur är central ur ett stabilitetsperspektiv.<sup>43</sup> Anledningen är bankernas speciella natur med övervägande illikvida tillgångar i form av utlåning och kortfristiga skulder i form av in- och upplåning, vilket gör dem känsliga för finansieringsproblem.

De svenska storbankerna har sedan tidigt 1980-tal haft ett inlåningsunderskott på hemmamarknaden eftersom utlåningen till allmänheten är större än inlåningen från allmänheten. Inlåningen ses traditionellt sett som en stabil finansieringskälla. Aktörerna på interbank- och värdepappersmarknaderna är däremot långt mer känsliga för förtroende, vilket ger anledning att anta att dessa finansieringskällor är de som först försvinner om en banks återbetalningsförmåga skulle ifrågasättas.

Inlåningsunderskottet för de fyra storbankerna har successivt ökat under de senaste decennierna. Under det senaste halvåret har utlåningen tagit ytterligare fart och inlåningsunderskottet uppgick vid slutet av resultatperioden till cirka 2 000 miljarder svenska kronor (se diagram 3:17).

Finansieringsgapet, mätt som inlåningsunderskott i relation till total utlåning, visar hur stor del av en banks utlåning som inte finansieras av inlåning och därmed måste finansieras via marknaden. De fyra storbankerna är alla, om än i olika grad, beroende av interbank- och värdepappersmarknaderna för att finansiera sig. Föreningssparbanken och Handelsbanken finansierar cirka 60 procent av sin utlåning via marknaden medan Nordea och SEB har ett mindre behov av marknadsfinansiering, cirka 35 procent. Bankernas olika behov av marknadsfinansiering beror på skillnader i affärsinriktning. Föreningssparbanken och Handelsbanken har relativt större verksamhet i bostadsutlåning som medför ett stort behov av värdepappersfinansiering.

<sup>43</sup> Bankernas finansieringsstruktur undersöks utförligare i artikeln "Storbankernas finansiering" i *Finansiell stabilitet* 2005:1.

Storbankernas marknadsfinansiering består till 40 procent av interbankupplåning och 60 procent värdepappersupplåning. Interbankmarknaden är i första hand en marknad för likviditetshantering på kort sikt och inte något som storbankerna utnyttjar för att finansiera sina strukturella inlåningsunderskott. Andelen marknadsupplåning på interbankmarknaden har sedan 1998 legat relativt konstant. För att finansiera den utlåning som inte täcks av inlåning emitterar bankerna värdepapper. Eftersom utlåningen har olika bindningstider emitteras värdepapper också med olika löptid för att matcha tillgångarna med skulderna. Matchningen kan justeras ytterligare med derivat.

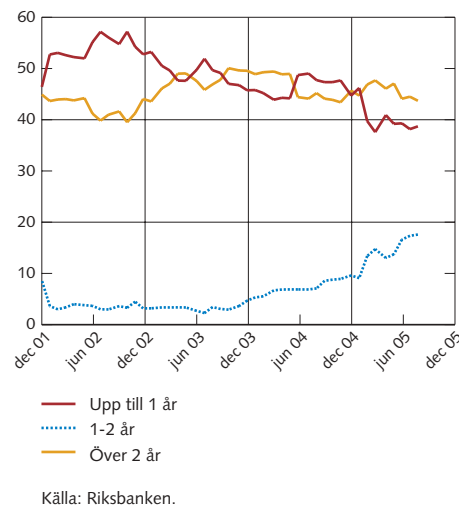
Av samtliga svenska kreditinstituts emitterade värdepapper står storbankerna för ca 75 procent.<sup>44</sup> Storbankernas svenska verksamheter hade under 2004 utestående värdepapper till ett värde av cirka 1 400 miljarder svenska kronor. Löptiderna består till 40 procent vardera av löptider på upp till ett år och längre löptider på över två år. Resterande 20 procent är värdepapper med medellång löptid på mellan ett och två år. Sedan 2002 har det kortaste löptidssegmentet, löptid upp till ett år, minskat medan det längsta löptidssegmentet har varit relativt konstant. Samtidigt har andelen emitterade värdepapper med löptid på mellan ett och två år, som utgör en mindre andel, ökat sedan 2004 (se diagram 3:18).

Storbankerna finansierar sig idag till runt hälften i svenska kronor som nästan uteslutande är den valuta som används vid emission av värdepapper med löptider längre än två år (se diagram 3:19). Näst störst bland valutorna är US-dollar<sup>45</sup> som framför allt används vid emission av värdepapper med löptider upp till ett år. Från och med år 2002 har emellertid andelen värdepappersupplåning i US-dollar minskat till förmån för ökad upplåning i euro. Euron används också till stor del vid emission av värdepapper med medellång löptid (mellan ett och två år). Detta mönster med längre värdepappersupplåning i kronor, medellång upplåning främst i euro och kortare upplåning i US-dollar är något som kan observeras i tre av de fyra storbankerna. Orsaken till den korta upplåningen i US-dollar är att en hög rating betalar sig bättre på den amerikanska marknaden än på den svenska. Vissa av de svenska storbankerna får därför på grund av sin höga rating ett bättre pris på kort upplåning i US-dollar. På längre sikt är prisskillnaden mellan den svenska och den amerikanska marknaden försumbar, varför upplåning i svenska kronor är vanligare.

Valutafördelningen ger en indikation om investerarnas geografiska spridning. Införandet av euron har medfört en större internationell diversifiering bland storbankernas investerare. De som placerar i svenska bankpapper är främst stora institutionella investerare som fonder och pensionsförvaltare men till viss del även mindre sparbanker.

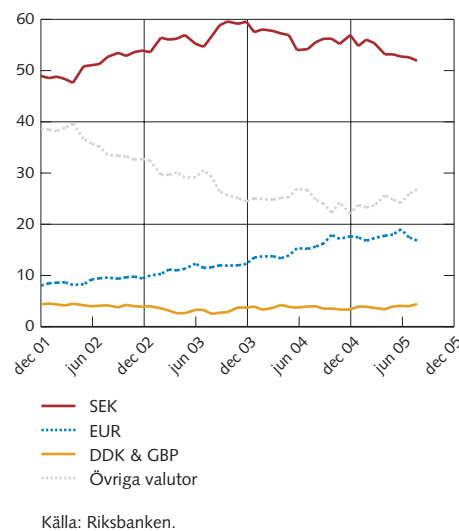
Sammanfattningsvis kan sägas att de svenska storbankerna sedan 2002 har minskat andelen värdepappersupplåning inom det kortaste

Diagram 3:18. Värdepappersupplåning i storbankernas svenska banker och bostadsinstitut, löptidsfördelat. Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 3:19 Värdepappersupplåning i storbankernas svenska banker och bostadsinstitut, valutafördelat. Procent

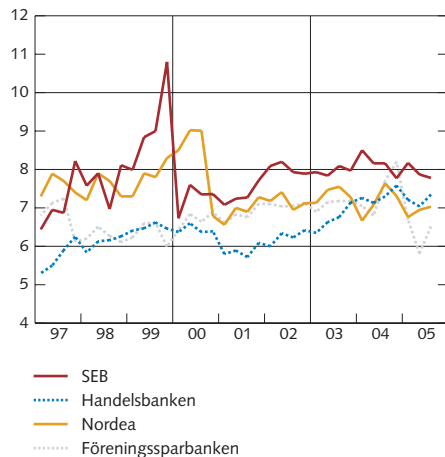


Källa: Riksbanken.

44 I detta stycke är definitionen av storbankerna endast de svenska bankerna och bostadsinstituten.

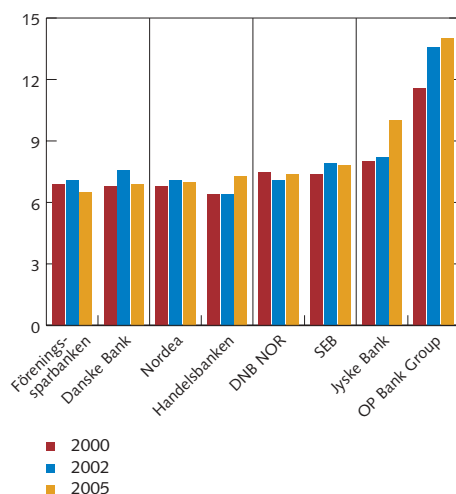
45 Posten benämns "övriga valutor" men består till över 90 procent av US-dollar.

Diagram 3:20. Primärkapitalrelation. Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Diagram 3:21. Primärkapitalrelation för de nordiska storbankerna. Procent



Anm. DNB NOR 2000 och 2002 är pro forma. Uppgifterna för 2005 avser september. Nivåerna är inklusive periodens resultat alternativt 50 procent av periodens resultat.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

löptidssegmentet och istället ökat andelen upplåning med medellång löptid. Storbankerna har också minskat sitt beroende av den amerikanska räntemarknaden och istället blivit mer beroende av främst den europeiska. Införandet av euron har också medfört en ökad diversifiering bland investerarna. Den ökade geografiska diversifieringen är något som gör bankerna mindre beroende av enskilda räntemarknader, investerare och valutor, vilket är positivt ur ett stabilitetsperspektiv.

#### EGET KAPITAL

Storbankernas kapital har ökat till följd av lönsamhetsförbättringen de senaste åren (se diagram 3:20). Kapitältäckningen och primärkapitalet var i slutet av resultatperioden 9,9 respektive 7,2 procent.

För att anpassa kapitalstrukturen till lägre nivåer har bankerna ökat utdelningarna samt återköpt aktier. Nivåerna på primärkapitalet är emellertid, för några av bankerna, fortfarande något höga i relation till deras egna mål. Till viss del har ett kapitalskifte emellertid skett under de senaste åren då tre av storbankerna successivt ökat andelen hybridkapital i primärkapitalnivåerna.<sup>46</sup> Nivån på det egna kapitalet i relation till riskvägda tillgångar har därför inte visat samma ökning. Utrymmet för ytterligare hybridkapital är nu begränsat för dessa tre varför större återköp av aktier, där kapitalet ersätts av hybridkapital, borde vara mindre troligt. En högre nivå på primärkapitalet än det egna målet kan dock också vara motiverat av att bankerna vill ha en möjlighet att göra förvärv.

Primärkapitalgraden i flertalet av de nordiska storbankerna ligger mellan 7 och 8 procent (se diagram 3:21). Danska Jyske Bank och finska OP Bank Group skiljer ut sig med något högre nivåer. OP Bank Groups relativt högre nivå kan delvis förklaras av att de inte har samma avkastningskrav som de andra börsnoterade bankerna, varför de inte har samma intresse att hålla kapitalet så lågt som möjligt.

<sup>46</sup> Hybridkapital är ett slag efterställd skuld med egenskaper av såväl kapital som lån. Enligt finansinspektionens regler får denna typ av kapital uppgå till högst 15 procent av det primära kapitalet.



## Sammanfattande bedömning

Gynnsamma förutsättningar har lett till att storbankernas lönsamhet förbättrades ytterligare sedan vårens stabilitetsrapport. Lönsamhetsförbättringen kan till stor del förklaras av ökade provisionsintäkter, ett resultat av stigande aktiekurser och därmed ökad aktiehandel. Finansiella poster värderade till marknadsvärde bidrog också till resultatförbättringen, vilket var en följd av en kombination av positiva valutakursförändringar, stigande börskurser och sjunkande långräntor. Även lägre kreditförluster bidrog till den förbättrade lönsamheten.

Givet fortsatt låga marginaler måste bankernas utlåningsvolymerna fortsätta att växa för att räntenettet ska öka. Den höga tillväxten i hushållsutlåningen bedöms fortsätta, om än i måttligare takt. Samtidigt har utlåningen till företagssektorn börjat ta fart och förväntas fortsätta öka. Även om räntenettet fortfarande står för en dominerande del av intäkterna i de svenska storbankerna borde stora lönsamhetsförbättringar framför allt vara beroende av fortsatt stigande provisionsintäkter, som i sin tur kräver stigande börskurser.

Gynnsamma marknadsförhållanden, som sjunkande räntor, påverkar också värdet av bankernas innehav av finansiella instrument positivt. Några av bankerna har ökat sina innehav av räntebärande värdepapper, vilket indikerar något ökad ränterisk. Ett scenario där räntan höjs med 100 punkter från en dag till en annan över hela räntekurvan skulle minska storbankernas resultat med mellan 10 och 30 procent under 2004, givet att bankerna realiserar hela förlusten.

Kreditförlusterna har fortsatt att minska och är på mycket låga nivåer. Givet Riksbankens huvudscenario är det svårt att se kraftigt ökande kreditförluster framöver. Om den snabba tillväxt som råder i Baltikum avtar, finns det en risk att kreditförlusterna ökar. Med dagens intjäning skulle emellertid storbankerna klara kreditförluster på mellan 3,6 till 4,6 procent av utlåningen innan deras primärkapitalnivåer skulle underskrida den lagstadgade nivån på 4 procent.

En ökad diversifiering mellan valutor i storbankernas finansiering har skett sedan 2002. Framför allt har bankerna minskat sina exponeringar mot den amerikanska räntemarknaden, främst till förmån för den europeiska. Den ökade diversifieringen kan ses som positivt ur ett stabilitetsperspektiv då det gör bankerna mindre beroende mot enskilda marknader.

Riksbanken bedömer att storbankernas förmåga att absorbera oväntade förluster är fortsatt stark.



# ■ Den finansiella infrastrukturen – aspekter på ramverket för banker i EU

*Trots att många länder är överens om de grundläggande målen för tillsyn, insättningsgarantier och krishantering, finns det nationella skillnader. I takt med att banker och bankkoncerner blir alltmer gränsöverskridande ställs ökade krav på någon form av konsoliderad tillsyn och övervakning. På sikt talar mycket för någon form av gemensamt ramverk på europeisk nivå, men andra lösningar kan bli tänkbara på vägen dit.*

Stabilitetsanalysen omfattar även den finansiella infrastrukturen. Denna består av de system som behövs för att möjliggöra betalningar samt handel, clearing och avveckling av finansiella instrument. Infrastrukturen kan emellertid ses som ett vidare begrepp och även omfatta det offentliga ramverket för finansiell verksamhet. Med detta ramverk avses lagar och förordningar för finansiell verksamhet, tillsyn av finansiella institut och övervakning av det finansiella systemet samt de åtgärder som myndigheter kan vidta för att hantera kriser i det finansiella systemet.

Denna gång ägnas kapitlet åt att diskutera hur framväxten av gränsöverskridande banker och bankkoncerner inom EU påverkar tre delar av ramverket – tillsyn, insättningsgaranti och krishantering.<sup>47</sup> Kapitlet har följande disposition. Efter en kort bakgrund diskuteras gränsöverskridande aspekter inom de tre områdena. Därefter beskrivs möjliga utformningar av ramverk för gränsöverskridande bankverksamhet och Riksbankens syn på dessa.

## Bakgrund

Utformningen av det offentliga ramverket ser olika ut i olika länder. Olikheterna förklaras till stor del av att ländernas finansiella system har olika struktur och tradition. Detaljistmarknaderna har historiskt varit strikt nationella, ofta med specifika nationella särarter. Resultatet har blivit att varje ramverk är utformat efter det land det verkar i.

Flera studier har dock visat att de ekonomiska vinsterna skulle vara betydande om den finansiella sektorn i EU blev mer integrerad.<sup>48</sup> En välfungerande och integrerad finansiell sektor anses viktig för att stimulera den ekonomiska tillväxten i hela EU-området. Under många år har därför arbetet inom EU syftat till att uppnå detta, i enlighet med handlingsplanen för finansiella tjänster (Financial Services Action Plan, FSAP) från 1999.<sup>49</sup> Kommissionens förslag till fortsatta prioriteringar finns samlade i grönboken "Financial Services Policy 2005-2010".<sup>50</sup>

<sup>47</sup> Riksbanken har i flera sammanhang tidigare diskuterat dessa frågor, se t.ex. "Finansiell integration och ansvaret för det finansiella systemets stabilitet inom EU", i *Finansiell stabilitet* 2003:2, Sveriges riksbank. Se även artikeln "Vägen mot en inre marknad för finansiella tjänster", *Finansiell stabilitet* 2005:2, Sveriges riksbank.

<sup>48</sup> Kvantitativa uppskattningar av de ekonomiska konsekvenserna av mer integrerade värdepappersmarknader finns bland annat i London Economics, (2002), "Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of the EU Financial Markets", November 2002. Uppskattningar av effekterna på den ekonomiska tillväxten av en mer allmän finansiell integration finns till exempel i Guiso, Jappelli, Padula, Pagano, (2004). "Financial Market Integration and Economic Growth in the EU", CEPR Discussion Paper 4395

<sup>49</sup> Se: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/action\\_sv.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_sv.pdf).

<sup>50</sup> Se: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/green\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_en.pdf).

Denna grönbok kommer efter att ha varit på remiss hos medlemsländerna att bli en vitbok i december och därefter antas av EU:s finansministrar i Ekofin. En grönbok är ett diskussionsunderlag från kommissionen i avvaktan på att en vitbok – ett politiskt program – utarbetas.

Samtidigt som regelverket har utvecklats inom EU har bankverksamheten förändrats. Antalet banker med betydande gränsöverskridande verksamhet har ökat stadigt. En ECB-studie identifierar mer än 40 bankkoncerner med betydande aktivitet i mer än tre EU-länder.<sup>51</sup> Det är heller inte längre bara de allra största företagen som kan välja mellan inhemska och utländska banker. Även privatpersoner samt små och medelstora företag har i ökande utsträckning fått tillgång till finansiella tjänster från utländska bankkoncerner.<sup>52</sup>

De flesta gränsöverskridande bankkoncerner har tillkommit genom uppköp eller sammanslagningar av olika banker. Inledningsvis kvarstår dessa banker ofta som separata och relativt självständiga nationella dotterbanker. En sådan nationellt skuren organisation kan dock göra det svårt att utnyttja potentiella synergier inom koncernen. Efter hand har därför flera koncerner organiserat sig efter funktioner; vissa funktioner koncentreras till speciella kompetenscentra. Ett exempel är likviditetshanteringen som ofta centraliseras till moderbolaget. Det finns också exempel där vissa dotterbanker får ta hand om en speciell funktion för hela koncernen.

Tre typiska former av integration kan identifieras:

- *Vissa bankkoncerner har omfattande aktivitet i flera länder.*  
Den italienska koncernen Unicredito blir efter den föreslagna fusionen med tyska HypoVereinsbank en betydande bankkoncern i Italien, Polen, Tjeckien, Tyskland, Ungern och Österrike. Den brittiska koncernen Barclays har omfattande verksamhet i Spanien, samtidigt som spanska Grupo Santander har betydande verksamhet i Storbritannien. Nordea är en av de fyra största bankkoncernerna i såväl Danmark, Finland, Norge som Sverige.
- *I vissa länder domineras det finansiella systemet av utländska bankkoncerner.*  
Över 90 procent av utlåningen i Estland sker från svenska och finländska bankkoncerner. Även i Finland, Litauen, Polen, Slovakien, Tjeckien och Ungern har utländska bankkoncerner en dominerande ställning på den inhemska bankmarknaden.<sup>53</sup>
- *Vissa bankkoncerner har en väsentlig del av sin verksamhet utanför hemlandet utan att denna verksamhet är betydande för värdlandet.*  
Omkring 30 procent av SEB:s utlåning går till tyska låntagare. Utvecklingen i Tyskland är därför viktig för SEB, men utlåningen från SEB är endast av marginell betydelse för den tyska markna-

51 Banking Supervision Committee (2004), "Cross-border banking and its possible policy implications", December.

52 Som exempel på bankkoncerner med betydande verksamhet i flera EES-länder kan nämnas Barclays, Danske Bank, Erste Bank, Föreningsparbanken, Fortis, Grupo Santander, HSBC, ING, Nordea, SEB och Unicredito. Det ökande antalet gränsöverskridande bankkoncerner i Europa finns även beskrivet i Schoenmaker och Oosterloo (2005) "Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities", *International Finance*, 8, 1-27.

53 Se "EU banking structures", ECB, October 2005.

den. Isländska Kaupthing har närmare 15 procent av sina anställda i Sverige, men koncernens verksamhet är liten i förhållande till den svenska bankmarknaden.

Integrationen på bankmarknaden innebär flera utmaningar för det offentliga ramverket – spridningsriskerna mellan länderna ökar, olikheter i utformning och tillämpning av regelverken försvårar en effektiv tillsyn och krishantering samt ger upphov till konkurrensproblem. Kopplingarna mellan tillsyn, insättningsgarantisystem och krishantering är tydliga. Syftena med de tre områdena är också desamma – att minska risken att det uppkommer kriser i banker och att minska de negativa konsekvenserna för samhällsekonomin om en kris ändå uppstår.

Integrationen ställer ökade krav på harmonisering och samsyn i hur olika länder utformar tillsyn, insättningsgaranti och krishantering så att ramverket kan möjliggöra effektiv gränsöverskridande bankverksamhet och utgöra ett välavvägt skydd mot störningar i det finansiella systemet.

## Tillsyn

Den finansiella tillsynen har ytterst två grundläggande och förebyggande syften: att undvika systemriskerna – stabilitetstillsynen – och att skydda konsumenterna – konsumentskyddstillsynen. Det grundläggande syftet med stabilitetstillsynen av bankerna är att säkerställa att de har väl fungerande riskkontrollsystem och att de gör en god avvägning mellan de risker de tar på sig och det kapital och de likvida medel de har till sitt förfogande för att hantera eventuella förluster eller likviditetsstörningar. Konsumentskyddstillsynen syftar till att kontrollera att konsumenterna a) har ett grundläggande skydd för sina tillgångar och fordringar, b) erbjuds skäliga villkor samt c) får tydlig, korrekt och relevant information om de finansiella tjänsterna.

Tillsyn av banker utförs i de flesta länder antingen av tillsynsmyndigheter eller som en del av centralbankens verksamhet. Arbetet innefattar flera olika delar. En viktig del är att via normgivning precisera regler och etablera praxis. En annan är att samla in, sammanställa och analysera information om bankernas verksamheter, kapitalisering och risktagande. En tredje del är att övervaka att reglerna efterlevs och att i vissa fall tillgripa sanktioner.

Centralbanker har ett ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet. Ytterst vilar detta på möjligheten att i en kris snabbt kunna tillföra obegränsad likviditet. En central del av centralbankens löpande övervakning är att nära följa de risker som de största och viktigaste aktörerna på de finansiella marknaderna – bankerna – bär.

Sedan 1989 används principen om hemlandstillsyn inom EU.<sup>54</sup> Den innebär att den svenska Finansinspektionen är ansvarig för tillsynen av en bank med juridisk hemvist i Sverige, också när denna bedriver verksamhet via filialer i andra länder inom EES-området. Om en svensk bank har dotterbolag i andra länder är det emellertid tillsynsmyndigheten i värdlandet som har ansvaret för tillsynen av dotterbolaget. Därutöver finns det regler om gruppbasead tillsyn, vilket innebär att hemlandets tillsynsmyndighet har ansvar för koncernens verksamhet avseende solvens, stora exponeringar och interna kontrollmekanismer.<sup>55</sup>

Hemlandstillsynen infördes bland annat för att tydliggöra tillsynsansvaret för gränsöverskridande banker. Ett annat syfte var att underlätta gränsöverskridande bankverksamhet. På detta vis behöver en bank som bedriver verksamhet via filialer i flera EES-länder inte söka tillstånd i varje land.

Hittills har dock de gränsöverskridande bankerna nästan undantagslöst valt att bedriva verksamheten i nationella dotterbanker, snarare än i filialer, trots att möjligheterna att utnyttja stordriftsfördelarna torde vara större med en filialstruktur.<sup>56</sup> Den nya europeiska bolagsformen, som just syftar till att underlätta en sammanslagning av bolag från olika medlemsstater, kan möjligen påverka detta val.<sup>57</sup> Med den nya lagstiftningen kan publika aktiebolag bildas på europeisk bas, något som bland annat den tyska försäkrings- och bankkoncernen Allianz nu beslutat genomföra och som Nordea har som målsättning att göra.

#### UTMANINGAR

Framväxten av gränsöverskridande banker och koncerner innebär ett antal utmaningar för det offentliga ramverket som det är utformat idag.

En av de viktigaste utmaningarna är att undvika att bankernas kostnader blir högre till följd av att de måste ha kontakter med och rapportera till en mängd olika tillsynsmyndigheter. Olika regler, tillämpningar, tillsynsrutiner m.m. i länderna förvärrar problemet. Om bankernas gränsöverskridande verksamhet blir dyrare leder det sannolikt till sämre konkurrens på de inhemska bankmarknaderna, vilket kan leda till högre priser och ett mindre urval tjänster för konsumenterna. Olika regler och tillsynspraxis skapar också skillnader i kostnader, vilket knappast bidrar till konkurrensneutralitet. Sammantaget riskerar den finansiella sektorns effektivitet att försämrats.

En annan utmaning är att bibehålla en tydlig ansvarsfördelning. När flera myndigheter är involverade kan informationsflödet försvåras och ansvaret för helheten bli mindre tydligt. Trots EU-regler om gruppbasead tillsyn finns alltid risken att ingen tillsynsmyndighet får

54 Se rådets direktiv 89/646/EEG av den 15 december 1989 om samordning av lagar och andra författningar om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut, samt med ändring av direktiv 77/780/EEG.

55 Se rådets direktiv 92/30/EEG av 6 april 1992 om gruppbasead tillsyn över kreditinstitut.

56 Ett tecken på de stora fördelarna med en filialstruktur är att det är ovanligt med dotterbanker på den inhemska marknaden.

57 Se rådets förordning (EG) nr 2157/2001 av den 8 oktober 2001 om stadga för europabolag.

en tillräcklig överblick över och insyn i bankkoncernens samtliga delar. Tillsynen försvåras också av den funktionella specialiseringen i bankerna, som inte alltid följer den nationella och juridiska indelningen. Om till exempel en bankkoncern med verksamhet i två länder har koncentrerat all kreditriskhantering i hemlandet torde det vara svårt för värdlandets tillsynsmyndighet att bedöma verksamhetens risk i dotterbolaget.

Till detta kommer frågor kring den legala bas som gäller för tillsynen av de gränsöverskridande bankerna och koncernerna. Formellt sett är mycket reglerat i EG-direktiv. För många gränsöverskridande bankkoncerner finns det också gemensamma överenskommelser, så kallade Memoranda of Understanding, som närmare anger formerna för samarbetet mellan de relevanta tillsynsmyndigheterna. I praktiken är dock inte alla legala problem lösta. Överenskommelserna fungerar normalt bra i den löpande tillsynen, men innebär inga juridiskt bindande avtal. Komplikationer kan därför tillstöta när frågorna ställs på sin spets, till exempel i en krissituation.

Diskussionen ovan pekar på att en mer samordnad tillsyn av bankkoncerner med dotterbanker i flera länder är önskvärd och till och med nödvändig.<sup>58</sup> I den mån en sådan samordning av tillsynen sker idag, sker den med hemlandet som bas. Det är naturligt eftersom det normalt är där mest information finns och de flesta övergripande beslut fattas. Det finns dock även nackdelar med utökad hemlandstillsyn.

- En nackdel är att närhetsprincipen kan gå förlorad. Stabilitets-tillsyn kräver god kännedom om hur banker och bankkoncerner bedriver sin verksamhet och hanterar sina risker. Om företaget under tillsyn finns i samma land som tillsynsmyndigheten underlättas kontakter, informationsutbyte, och analys av risker. Närheten gäller inte enbart i rent geografisk mening utan även i termer av grundläggande regler, värderingar, språk, tradition med mera.
- En annan nackdel är att konsumentskyddsreglerna och den relaterade tillsynen varierar mellan olika länder som en följd av olika prioriteringar och tradition. Om tillsynen samordnas eller centraliseras över gränserna kan det bli svårare att tillämpa konsumentskyddet på ett tillfredsställande sätt, i vart fall så länge konsumentskyddet inte är helt harmoniserat mellan EU-länderna. En gränsöverskridande tillsyn, där olika utländska tillsynsmyndigheter har ansvar för olika bankkoncerner på den lokala marknaden riskerar också att försvåra en konsistent behandling och tolkning av konsumentskyddet på nationell nivå.

<sup>58</sup> Med samordnad tillsyn menas att färre tillsynsmyndigheter blir involverade i tillsynen av en given bankkoncern än som är fallet idag. Begreppet är därför vidare än det mer etablerade konsoliderad hemlandstillsyn.

- Ytterligare en nackdel uppstår om ansvar och befogenhet skiljs åt. Ur värdlandets perspektiv är det oklart hur man kan kombinera ett ansvar för betalningsväsendet och det inhemska finansiella systemets funktionssätt utan möjlighet till fullständig och effektiv tillsyn över (en del av) de vitala finansiella företagen. Problemet är tydligast om det är filialer till utländska banker men problemet finns också om det är en dotter, speciellt mot bakgrund av bankkoncernernas ökande funktionella specialisering. Även i hemlandet uppstår ett problem med ett nationellt mandat och ansvar mot regering och väljare, samtidigt som tillsynen sträcker sig utöver gränserna. Det är inte uppenbart att tillsynsmyndigheten i hemlandet kommer att ta hänsyn till alla relevanta aspekter även i de andra länder där bankkoncernen under tillsyn bedriver verksamhet.

#### ARBETET INOM EU

Diskussionerna inom EU om gränsöverskridande bankverksamhet har intensifierats under de senaste åren. Samtidigt som målet har varit att undanröja eventuella reglerings- och tillsynshinder för gränsöverskridande banker och koncerner har arbetet fokuserats på hur samarbetet mellan tillsynsmyndigheter kan utvecklas och hur tillsynen av dessa alltmer integrerade gränsöverskridande institut ska ske.<sup>59</sup>

En viktig europeisk lagstiftning som får konsekvenser på tillsynsarbetet är det kommande kapitaltäckningsdirektivet (CRD).<sup>60</sup> En följd av direktivet är nämligen en tydligare centralisering av stabilitetstillsynen för gränsöverskridande bankkoncerner. Ett exempel är att en bankkoncern genom *en* ansökan om godkännande av det interna systemet för klassificering av kreditrisker kan få det godkänt i hela koncernen efter att berörda tillsynsmyndigheter har samrått. För koncernen är det också ytterst tillsynsmyndigheten i hemlandet som bestämmer. Denna får därmed också ett utökat ansvar för tillsynen av kapitalregleringen för hela bankkoncernen. I gengäld ställs det krav på att tillsynsmyndigheten i värdlandet informeras. Trenden mot en mer samordnad tillsyn är dock inte entydig. Fortfarande ligger huvudansvaret för tillsynen av likviditetshantering på värdlandets tillsynsmyndighet.

59 Arbetet pågår bland annat inom EU:s Ekonomiska och finansiella kommitté, inom Kommittén för finansiella tjänster, (FSC), och ECBS:s Banktillsynskommitté, (BSC). En viktig del av arbetet pågår i Kommittén för europeiska banktillsynsmyndigheter (CEBS), där representanter för tillsynsmyndigheter och centralbanker deltar. Ett av mandatet för denna kommitté är att främja ett gemensamt genomförande av den europeiska lagstiftningen på bankområdet. Genom det arbete kommittén bedriver, bidrar den i sig till en ökad ömsesidig förståelse för olika länders sätt att bedriva tillsynsarbetet.

60 Se [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/bank/regcapital/index\\_en.htm#capitalrequire](http://europa.eu.int/comm/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm#capitalrequire).



## Insättningsgarantier

Motivet för ett insättningsgarantisystem är i första hand att skydda konsumenter. De flesta personer är beroende av insättningar för att göra betalningar samtidigt som de har begränsade möjligheter att bedöma kreditvärdigheten hos en bank. Det är också konsumentskyddet som är det övergripande målet för såväl det nuvarande EG-direktivet<sup>61</sup> som den svenska lagstiftningen. Det finns dock även ett systemskyddsmotiv bakom insättningsgarantin genom att garantin minskar risken för uttagsanstormningar mot banker och därmed bidrar till att skydda betalningsväsendet.

Vidare är insättningsgarantin i praktiken en del av en finansieringslösning för en bank i kris och har därmed en nära koppling till både tillsynen och krishanteringen. En grundläggande fråga i utformningen av en insättningsgaranti är således hur den finansieras – vem som betalar för garantin och när detta sker.

EG-direktivet slår fast att alla länder måste ha ett insättningsgarantisystem och att det ska finansieras av marknadsaktörerna. I övrigt är det fritt för länderna att själva bestämma, vilket gör att systemen skiljer sig åt på flera sätt. Vilka insättare, konton och belopp som täcks varierar. I vissa system betalar bankerna premier i förväg, ex ante, i andra system i efterskott, ex post. Principerna för att beräkna bankernas premier varierar också och i vissa system byggs en särskild fond upp för att täcka skadefall. I vissa länder är systemen offentligt administrerade och i andra ömsesidigt ägda av bankerna.

Dessa nationella system torde fungera tämligen väl om en mindre bank får problem. Om en eller flera stora banker är involverade räcker sannolikt inte den normala finansieringen utan skattebetalarna får betala. Detta gäller alla system oberoende av omfattning, finansiering eller administration. Det är endast staten, till följd av beskattningsrätten, som trovärdigt och fullt ut kan garantera insättningar i stora kriser. Staten skulle visserligen kunna gå in som en explicit försäkringsgivare och ta ut premier i förväg på försäkringsmässiga grunder för att täcka dessa kostnader, vilket också har föreslagits av den svenska insättningsgarantiutredningen.<sup>62</sup> Nuvarande system i Sverige och övriga EU-länder är dock inte utformade på detta sätt.

Dagens regler för insättningsgarantin vid gränsöverskridande bankverksamhet liknar de som gäller för tillsynen. Hemlandet är ansvarigt för insättningar i sina bankers utländska filialer medan värdlandet är ansvarigt för insättningarna i dotterbanker.

### UTMANINGAR

I takt med att gränsöverskridande banker och koncerner får en allt viktigare roll i de finansiella systemen även utanför hemlandet ställs också utformningen av insättningsgarantisystemen inför nya och mer långtgående utmaningar. Extra tydligt blir det när möjligheten att

<sup>61</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 94/19/EG av den 30 maj 1994 om system för garanti av insättningar.

<sup>62</sup> Reformrat system för insättningsgarantin SOU 2005:16.

driva gränsöverskridande verksamhet i filialer istället för i dotterbanker ökar.

En utmaning uppstår som en följd av att de nationella systemens finansiering skiljer sig åt. Eftersom staten alltid står som slutlig garant i systemen finns det en implicit statlig subvention om inte staten tar ut en skälig avgift för garantin. Eftersom olika länder har så olika finansieringslösningar varierar subventionens storlek mellan olika system. Detta snedvrider konkurrensen mellan banker från olika system. Dessutom ger finansieringsskillnaden upphov till konkurrens effekter när en bank byter system, till exempel när en bank vill ombilda dotterbanker till filialer. Mest uppenbart blir detta när en bank byter från ett ex post system till ett ex ante system, eftersom det medför en direkt kostnadsökning. Men in- och utträden mellan två ex ante system är inte heller problemfria eftersom avgifterna i dessa system ofta är beroende av garantifondens relativa storlek. Detta problem aktualiserades på allvar första gången 2003, när Nordea meddelade att man inlett en förändringsprocess mot att skapa ett europabolag, vilket innebär att Nordeas nuvarande dotterbanker skulle ombildas till filialer och därmed lämna värdländernas nationella system. Eftersom Nordea är en relativt stor bank skulle detta leda till en synbar minskning av de insättningar som täcks av värdländernas system. Dessa system skulle därför bli "överfonderade", vilket skulle möjliggöra en sänkning av avgifterna för de konkurrenter som var kvar i dessa system. Samtidigt skulle insättningarna i Nordeas filialer överföras till det nya hemlandets, i detta fall Sveriges, system. Detta skulle givetvis leda till en markant ökning av insättningarna och därmed "underfondering" i hemlandets system, med följden att avgifterna måste höjas. Om Nordea genomförde en ombildning skulle det med nuvarande regelverk öka koncernens kostnad för insättningsgarantin samtidigt som några av konkurrenterna skulle få en lägre kostnad.

En annan utmaning är att stora olikheter mellan systemen avseende utformning och omfattning påverkar konkurrensneutraliteten. Delvis hanteras dessa olikheter genom att en gränsöverskridande bank har möjlighet att komplettera den egna garantin, så kallad topping-up. Härigenom kan banken erbjuda en insättningsgaranti som är likvärdig med de inhemska bankernas. Detta är dock endast en lösning på problemet när en gränsöverskridande banks garanti från hemlandet är mindre omfattande än i värdlandet. När en gränsöverskridande banks garanti från hemlandet är mer omfattande eller generösare än i värdlandet får banken en naturlig konkurrensfördel, i vart fall om det finns inslag av statliga subventioner i finansieringen.

Dessa konkurrens effekter riskerar att försvåra integrationen i EU:s banksektor och därmed leda till sämre konkurrens och effektivitet. Problemen ska dock inte överdrivas. Andra aspekter, som olikheter i marknadspotential, kapitalreglering och beskattning torde vara viktigare faktorer i en banks lokaliseringsbeslut. Utformningen av insättningsgarantin är dock en faktor bland andra som i vissa fall kan bli tungan på vågen.

En annan och helt annorlunda utmaning rör ansvars- och kostnadsfördelningen för insättningsgarantier mellan olika länder. När det gäller gränsöverskridande banker med utländska filialer omfattas insättarna i värdlandet av ett skydd som ytterst ges av ett annat lands skattebetalare. Detta innebär att insättarna i värdlandet måste förlita sig på att hemlandets skattebetalare kommer att kunna leva upp till sina förpliktelser. Samtidigt kan det bli svårt för hemlandets regering att förklara för sina väljare varför de ska betala notan för en garanti som omfattar insättningar i andra länder. I synnerhet om hemlandet är litet eller om filialen utomlands är stor kan åtagandet för hemlandets skattebetalare bli betydande. Sammantaget kan det ha negativa konsekvenser på såväl den fortsatta integrationen som allmänhetens förtroende för banksektorn och myndigheterna.

#### ARBETET INOM EU

EU-kommissionen påbörjade i början av året en översyn för att analysera om det nuvarande insättningsgarantidirektivet ska anpassas för att åstadkomma ytterligare harmonisering av de nationella systemen.<sup>63</sup> Insättningsgarantifrågorna har därmed kommit upp på dagordningen i EU-sammanhang. Arbetet är dock i ett tidigt skede och det finns ännu ingen enighet om huruvida ytterligare EU-harmonisering på detta område är befogat.

### Krishantering

En stor del av det offentliga ramverket för banker syftar till att undvika att banker hamnar i kris. Lyckligtvis är kriser i enskilda banker relativt ovanliga och allmänna bankkriser ännu mer sällsynta. Eftersom sådana systemkriser riskerar att få allvarliga konsekvenser för hela samhällsekonomin, måste myndigheterna vara beredda på att agera snabbt för att undvika att krisen sprider sig och får konsekvenser för hela det finansiella systemet. På litet längre sikt gäller det också att hitta lösningar på krisen. För bägge delarna krävs det goda förberedelser om arbetet ska bli effektivt.

De myndigheter som i första hand är involverade är tillsynsmyndigheter, centralbanker och finansdepartement. Tillsynsmyndigheterna arbetar preventivt med tillsyn av enskilda bankers risktagande och kapital. De kan också vidta åtgärder i form av bötesföreläggande och indragna tillstånd. Centralbanken är den myndighet som ger likviditetsstöd till solventa banker om stabiliteten i hela det finansiella systemet är hotat. Om banken är insolvent är det finansdepartementet som svarar för eventuellt stöd, eftersom detta riskerar att leda till kostnader för skattebetalarna. Hamnar en bank i kris är ett intimt samarbete mellan dessa myndigheter av stor vikt. Redan innan en kris inträffar måste det finnas en samsyn om krishanteringens olika aspekter, det vill säga om, när, hur och varför myndigheterna ska ingripa. Eftersom en intervention kan motiveras både utifrån konsument-

<sup>63</sup> Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive DGS 001/2005 [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/bank/docs/guarantee/consultationpaper\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/bank/docs/guarantee/consultationpaper_en.pdf).

skyddet och utifrån systemskyddet behöver myndigheterna göra en samlad bedömning både om prioriteringarna i olika situationer och om rollfördelningen.

I takt med att de gränsöverskridande bankernas betydelse växer, och de internationella spridningsriskerna mellan bankerna ökar, uppstår också ett behov av att fördjupa ett gränsöverskridande samarbete mellan myndigheter. På samma sätt som för tillsynen och insättningsgarantin är det i första hand hemlandets myndigheter som har det formella ansvaret att agera vid en kris i en gränsöverskridande bank.

#### UTMANINGAR

En effektiv hantering av en nationell kris är svår att organisera. Myndigheterna måste fatta snabba beslut, ofta på grundval av begränsad information. För krislösningen tillkommer problemet att det i de flesta EU-länder, däribland Sverige, saknas lagar om hur banker i kris ska administreras. De länder som har upplevt en kris har fått lita till ad hoc-lösningar. Det behövs således ny lagstiftning med tydliga regler för hantering av banker i kris.

Förutom de nationella problem som uppstår vid en kris i en bank tillstöter ytterligare problem om krisen uppkommer i en gränsöverskridande bank eller bankkoncern. Det är nu inte bara tillsynsmyndigheten, finansdepartementet och centralbanken i ett land som ska komma överens utan alla dessa myndigheter i flera länder. Informationsutbyte, samordning och koordinering av åtgärder försvåras betydligt. Språkskillnader och olika legal struktur förstärker i många fall problemet.

Ett annat problem är att det finns ett tydligt gränsöverskridande ömsesidigt beroende, vilket gör att inget lands myndigheter är helt suveräna i att genomföra en lösning på krisen, utan att det riskerar att få betydande återverkningar i andra länder.

Ytterligare en komplikation är att det finns intressekonflikter. Eftersom bankkriser tenderar att vara unika är det svårt att i förväg fastslå hur kostnaderna ska fördelas. Även om en sådan överenskommelse skulle kunna nås är det osäkert om bankkunderna i de olika länderna kommer att lita på att överenskommelsen håller när krisen är ett faktum. Risker är även att myndigheterna i hemlandet inte fullt ut beaktar de samhällsekonomiska konsekvenserna av en kris i en bank eller koncern som har en systemviktig filial eller dotterbank i ett annat land. Hemlandets myndigheter kanske är mindre villiga att ge likviditetsstöd eller solvensstöd till en sådan bank om den inte är systemviktig i hemlandet.

För värdlandets myndigheter finns risken att den inhemska opinionen inte tycker att myndigheterna i hemlandet gör tillräckligt för att rädda en gränsöverskridande bank eller koncern. På motsvarande sätt kan det uppstå ett opinionstryck i hemlandet ifall dess skattebetalare ska vara med och finansiera en räddningsaktion i en bank vars huvudsakliga verksamhet bedrivs i ett annat land. Dessa intressekonflikter försvårar internationella överenskommelser, men betonar bara vikten av att sådana överenskommelser kan träffas i förväg.

Det finns också andra problem om hemlandets och värdlandets myndigheter kommer till olika slutsatser om åtgärderna. Om till exempel filialen eller dotterbanken är betydelsefull för banksystemet i värdlandet och värdlandets myndigheter vill skjuta till likviditet eller kapital och hemlandets myndigheter inte gör samma bedömning, uppstår en oklar situation. Om det är en filial torde det vara mycket svårt att se till att medlen stannar i landet, men även om det är en dotterbank torde möjligheterna att begränsa räddningsaktionen till en del av koncernen vara begränsade, speciellt för de koncerner som har infört en gränsöverskridande funktionell indelning av verksamheten. Det uppstår därmed en situation då värdlandet kan tvingas att rädda hela banken eller koncernen.

#### ARBETET INOM EU

Ett samarbete kring krishanteringsfrågor etablerades tidigt mellan de nordiska länderna. Samarbetet mynnade bland annat ut i en överenskommelse mellan de nordiska centralbankerna i juni 2003. Denna inriktar sig på konkreta frågor om mötesrutiner och informationsutbyte i samband med en kris i en gränsöverskridande bankkoncern. Överenskommelser finns också om hur samarbetet ska bedrivas avseende vissa specifika gränsöverskridande bankkoncerner.

Till en början fokuserade EU:s arbete inom finansmarknadsområdet framförallt på frågor kring konkurrens, effektivitet och löpande tillsyn. Få EU-direktiv berör hanteringen av kriser i banker och bankkoncerner. Under senare år har dock krishanteringsfrågorna fått allt större uppmärksamhet och ett antal EU-kommittéer har arbetat med frågorna.<sup>64</sup> Som exempel på detta arbete kan nämnas de två så kallade Brouwer-rapporter som innehöll rekommendationer om att förbättra informationsutbytet och samarbetet mellan nationella myndigheter.<sup>65</sup> Detta arbete har också resulterat i att två överenskommelser har tecknats av myndigheterna i EU-länderna.<sup>66</sup> Tillsammans etablerar dessa ett antal principer och praktiska detaljer om samarbetet, utbytet av information och bedömningar mellan myndigheterna samt vissa frågor om ansvarsfördelning. Det bör betonas att överenskommelserna inte är juridiskt bindande utan endast avsiktsförklaringar. Överenskommelserna ger därmed de nationella myndigheterna stort utrymme för diskretion i en krissituation.

Arbete pågår nu med att konkretisera innebörden av dessa överenskommelser.<sup>67</sup> Bland annat gäller det att identifiera intressekonflikter, samt att arbeta för ett smidigare informationsutbyte och en koordinering av potentiella åtgärder. Vidare planeras en krisövning till våren 2006 för att se hur samarbetet fungerar i praktiken, testa

<sup>64</sup> Exempel på kommittéer inkluderar Ekofin, EU:s Ekonomiska och finansiella kommitté (EFK), Kommittén för finansiella tjänster (FSC) och den grupp som numera kallas Joint Task Force on Crisis Management (TFCM) och som rapporterar både till ECBS:s Banktillsynskommitté (BSC) och till Kommittén för europeiska banktillsynsmyndigheter (CEBS).

<sup>65</sup> Report on financial stability, nr 143, maj 2000, Ekonomiska och finansiella kommittén och Report on financial crisis management, nr 156, juli 2001, Ekonomiska och finansiella kommittén.

<sup>66</sup> Den första tecknades i mars 2003 av alla centralbanker och tillsynsmyndigheter i de då 15 EU-länderna. Den andra är från i maj i år och avser alla 25 EU-länder. Denna gång undertecknades överenskommelsen även av alla länders finansdepartement.

<sup>67</sup> Bland annat i TFCM (se fotnot 64).

hållbarheten i de olika överenskommelserna och dra lärdomar för hur samarbetet kan vidareutvecklas. Fortfarande har emellertid lite gjorts för att konkretisera samarbetet om det skulle bli fråga om likviditets- respektive solvensstöd.

### Alternativa ramverk

De utmaningar för tillsyn, insättningsgaranti och krishantering som har diskuterats ovan pekar på att ramverket för gränsöverskridande bankverksamhet behöver förändras. Enkla lösningar saknas dock eftersom alla alternativ har sina för- och nackdelar. Även om det i praktiken finns många olika alternativ går det att urskilja tre olika huvudkategorier av förändrat ramverk. Det första är en utveckling av det existerande ramverket. Den andra är en tydligare konsolidering av ramverket så att tillsyn, insättningsgaranti, krishantering och ansvar samlas hos ett lands myndigheter för varje bank eller bankkoncern. Det tredje är en centralisering av ramverket till EU-nivå.

#### EN UTVECKLING AV EXISTERANDE RAMVERK

En första lösning är att utveckla det existerande ramverket. Det är detta som är målet för det nuvarande arbetet inom EU. I praktiken innebär det att banker med utländska filialer fortsätter att helt stå under hemlandets tillsyn. För insättningar i dessa banker gäller också hemlandets insättningsgaranti. Uppstår en kris är det helt och hållet hemlandets myndigheter som är ansvariga för krishanteringen. I det kanske mer intressanta fallet med bankkoncerner med utländska dotterbanker innebär detta alternativ en delad tillsyn där dotterbanken står under värdlandets tillsyn och moderbanken under hemlandets tillsyn. Insättningarna i dottern och modern följer respektive lands insättningsgarantisystem, med möjligheter till topping-up. En eventuell kris i koncernen, eller i någon del därav, får lösas gemensamt, även om det nationella ansvaret kvarstår.

Denna lösning duckar dock för flera av de identifierade problemen. För att få systemet att fungera krävs ett väl fungerande utbyte av relevant information och bedömningar mellan de inblandade myndigheterna. Rutiner för informationsutbytet behövs såväl för den löpande tillsynen som för en krissituation. Vidare krävs en samsyn kring de potentiella åtgärder som kan vidtas mot banken. En viktig aspekt är att se till att både värdlandets och hemlandets tillsynsmyndighet får korrekt och tillräcklig information. Det är dock inte alltid möjligt att samtliga myndigheter från alla de länder där bankkoncernen har verksamhet kan delta i samarbetet utan att skapa alltför komplicerade och byråkratiska strukturer. Det gäller därför att identifiera ett antal principer för vilka som bör delta i samarbetet och informationsutbytet. Ett förslag är att inkludera myndigheter från länder där banken har en signifikant del av sin verksamhet eller där banken har en signifikant andel av marknaden. Fortfarande återstår emellertid problemet att definiera begreppet signifikant.

Harmoniseringen behöver också innefatta tillsynspraxis samtidigt som informationsutbyte och samarbete måste få utvecklas på alla nivåer inom myndigheterna. Det finns dock betydande praktiska problem. De olika myndighetskulturerna gör att det kan ta tid att utveckla en gemensam tillsynspraxis och att uppnå ett fungerande och effektivt samarbete. En risk är också att det byggs upp svåröverskådliga och tunga byråkratiska processer för informationsutbytet. Ett annat potentiellt problem är de sekretessfrågor som ett sådant utbyte reser.

I stort kvarstår också de identifierade problemen med insättningsgarantin. Det vore dock möjligt inom ramen för detta alternativ att lösa flertalet av konkurrensproblemen genom att harmonisera systemens utformning och ta bort de implicita subventioner som finns i finansieringen av de olika systemen. Även om det torde vara svårt att korrekt beräkna försäkringstekniska premier så att subventionerna helt försvinner skulle en harmonisering av finansieringsprinciperna minska systemens snedvridande effekter på konkurrensen.

Även i krishanteringsarbetet kvarstår de flesta problem i denna lösning, även om samarbetet och informationsutbytet mellan de olika berörda myndigheterna förbättras och om gemensamma krisövningar genomförs för att träna gemensamma informations- och beslutsstrukturer.

Ett sätt att försöka lösa utmaningarna praktiskt är att skapa speciella myndighetsgrupper (supervisory colleges, central bank colleges etc) för varje enskild gränsöverskridande koncern med betydande dotterbanker.<sup>68</sup> Dessa tillsynsgrupper inkluderar då personer från respektive tillsynsmyndighet eller centralbank. I praktiken är detta en formalisering av samarbetet mellan myndigheterna. Det finns emellertid nackdelar även med denna struktur. Ju fler gränsöverskridande banker som etableras ju fler ad hoc grupper måste tillsättas, vilket riskerar att skapa en komplicerad och svåröverblickbar tillsynsstruktur. Det finns också en risk att det offentliga ramverket blir mindre enhetligt om det skapas en unik kombination av tillsynsmyndigheter för varje gränsöverskridande koncern. Möjligheten att utkräva ansvar kan också försämrats med ett kollektivt beslutsfattande.

#### EN KONSOLIDERING AV RAMVERKET

En annan lösning är att införa en konsekvent konsolidering av ramverket till hemlandet. Det innebär att tillsyn, insättningsgaranti, krishantering och ansvar konsolideras till hemlandets myndigheter, även för bankkoncerner med utländska dotterbanker.<sup>69</sup> Hemlandets tillsynsmyndighet får med denna lösning hela ansvaret för tillsynen över koncernen. För att hålla ihop tillsyn och ansvar innebär detta också att hemlandets insättningsgarantisystem gäller även för insättningar i koncernens utländska dotterbanker. Idén med topping-up kan behållas för att uppnå en konkurrensneutralitet men görs nu i hemlandets

<sup>68</sup> Denna typ av myndighetsgrupper existerar redan idag i flera fall.

<sup>69</sup> Ett liknande alternativ har föreslagits av European Financial Services Round Table, se "On the Lead Supervisor Model and the Future of Financial Supervision in the EU", juni 2005.

och inte i värdlandet garantisystem. Även ansvaret för krishantering faller explicit på hemlandets myndigheter. I praktiken innebär detta att dotterbanksstatusen konvergerar mot den nuvarande filialstatusen.

En fördel med denna lösning är att myndigheterna i hemlandet tydligt får befogenheter och ansvar för helheten. Det löser ett antal otydligheter men fortfarande återstår en del problem. Det är oklart hur tillsynen över utländska dotterbanker ska gå till och vilka befogenheter hemlandsmyndigheten har t.ex. att genomföra platsbesök i och fatta beslut om sanktioner mot en dotterbank i annat land. En strikt hemlandstillsyn kan även skapa svårigheter med konsumentskyddet, som en följd av olika länders prioriteringar på detta område. En del konsumentskyddsfrågor kan kanske behållas av värdlandets tillsynsmyndighet men det är oklart hur en sådan tvådelad tillsyn skulle fungera i praktiken.

Problemet med systemviktiga filialer kvarstår. Även frågan i vilken mån hemlandet kommer att beakta det finansiella systemets funktioner i värdlandet finns kvar. Nu utvidgas problemet även till att gälla systemviktiga dotterbanker i värdlandet. Även om befogenheter och ansvar möjligen är tydligare i denna lösning krävs nog i praktiken också ett utvecklat samarbete mellan de olika ländernas centralbanker och finansdepartement för att effektivt hantera – och fördela kostnaderna av – en kris.

Det grundläggande problemet med att utkräva ansvar kvarstår också; värdlandets myndigheter har ett ansvar gentemot sina väljare, samtidigt som hemlandets myndigheter ytterst har ett ansvar mot väljarna i hemlandet och inte i värdlandet. För att hantera detta problem har några alternativa upplägg presenterats. Ett alternativ är en konsoliderad tillsyn kombinerat med avtal om att lägga ut delar av tillsynen på värdlandets tillsynsmyndighet. Ett annat alternativ är att ge tillsynsmyndigheten i hemlandet ett uttalat europeiskt mandat.<sup>70</sup> Enligt detta alternativ skulle hemlandets myndigheter via samarbete på EU-nivå få ett explicit mandat att även ta hänsyn till insättarna, det finansiella systemet och ekonomierna mer generellt i värdländerna. Det är dock osäkert hur detta skulle fungera i praktiken.

#### EN CENTRALISERING TILL EU-NIVÅ

En tredje lösning är att överföra myndighetsansvaret för gränsöverskridande banker och bankkoncerner till EU-nivå. I princip innebär denna lösning att det för dessa gränsöverskridande institut inrättas en tillsynsmyndighet på EU-nivå, att det skapas ett europeiskt insättningsgarantisystem och att krishanteringsfrågorna sköts av institutioner på EU-nivå som också måste få egna resurser för att kunna lösa en solvenskris eller bindande löften från EU-länderna att på ett i förväg bestämt sätt dela kostnaderna vid en kris. I denna lösning får ECB explicit rätt att ge nödkrediter.

<sup>70</sup> Denna lösning har bland annat presenterats i Oosterloo och Schoemaker (2004), "A Lead Supervisor Model for Europe", *Financial Regulator*, 9, 3, 33-42 och i Schoemaker och Oosterloo (2004) "Cross-Border Issues in European Financial Supervision", in Mayes och Wood (eds) *The Structure of Financial Regulation*, London, Routledge.



Med denna lösning får de europeiska myndigheterna per automatik europeiska mandat, vilket löser en del av ansvarsfrågorna genom att de ska värna om betalningsväsendet i hela EU. Lösningen medför också en harmonisering av behandlingen av gränsöverskridande banker och bankkoncerner oavsett hemland. En enhetlighet uppnås i regler, tillsyn, system för insättningsgarantier och hantering av kriser. En annan fördel är att kompetensen i tillsyn och krishantering kan förstärkas och att insättningsgarantin kan sprida riskerna över fler insättare. Ytterligare en fördel är att bankernas kostnader för att efterleva regler och tillsynskrav minskar. Sammantaget borde det stimulera gränsöverskridande bankverksamhet och därmed gynna såväl konsumenter som tillväxt.

En europeisk tillsynsmyndighet kan dock skapa problem med närhetsprincipen för konsumentskyddstillsynen eftersom den utgår från nationella regler. Detta problem kan dock förmodligen hanteras genom att vissa konsumentskyddsuppgifter kan delegeras till lokala myndigheter. De europeiska myndigheterna måste också beakta nationella särdrag i betalningssystemen eftersom länderna har olika perspektiv på vilka banker som är systemviktiga.

Även om en centralisering ur ett effektivitetsperspektiv framstår som önskvärt finns det andra viktiga aspekter på en sådan förändring. Dessa hänger samman med att en centralisering innebär att nationella beslutsbefogenheter överlämnas till ett organ på EU-nivå. Frågan om hur ansvar utkrävs måste då lösas. Detta kräver politiska överenskommelser. En annan viktig fråga är hur europeiska myndigheter ska kunna agera trovärdigt och effektivt i en bankkris där det kan bli fråga om att kostnader måste fördelas mellan medlemsländer. Det kommer att kräva att det finns en i förväg träffad uppgörelse om vilka principer som ska ligga till grund för en kostnadsfördelning om gränsöverskridande banker eller bankkoncerner hamnar i kris.

Denna centrala lösning är som nämnts ovan i första hand aktuell för de gränsöverskridande bankerna och bankkoncernerna. Det skulle betyda att nationellt inriktade banker skulle kvarstå under nationell tillsyn, under nationella insättningsgarantisystem och hanteras av nationella myndigheter vid en kris. En sådan uppdelning löser därför inte alla koordineringsproblem utan skapar behov av en annan sorts koordinering. Dessutom uppstår gränsdragningsproblem. En kris i en nationell bank kan också lätt sprida sig till en gränsöverskridande bank eller bankkoncern, varvid såväl de nationella myndigheterna som EU-myndigheterna blir involverade.

## Slutsatser

Syftet med det offentliga ramverket i form av stabilitetstillsyn, insättningsgaranti och krishantering är dels att förebygga en kris, dels att minska de samhällsekonomiska kostnaderna om en kris ändå inträffar. Det finns därför anledning att lägga stor vikt vid hur dessa delar av ramverket hänger samman och inte enbart analysera delarna separat.

En grundläggande slutsats av diskussionen här är att gränsöverskridande banker och koncerner kräver någon form av konsoliderad tillsyn och övervakning. Från stabilitetssynpunkt är det viktigt att någon myndighet får en helhetsbild av varje bankkoncern, eftersom en bank, oavsett om det är en bank med utländska filialer eller en koncern med utländska dotterbanker, förhållandevis lätt och snabbt kan flytta verksamhet, kapital, likviditet och risker mellan de olika delarna. Det är också väsentligt att ansvar och befogenheter bibehålls på samma nivå. Att till exempel kombinera tillsyn genom en central EU-myndighet med ett nationellt kostnadsansvar via insättningsgarantisystemet och krishanteringens skapar obalans mellan ansvar och befogenhet.

Det är också viktigt att se integrationen som en process. De skisserade lösningarna ovan ska inte nödvändigtvis ses som olika alternativa slutlösningar. Vissa lösningar kan – och ska – kanske betraktas som steg i en process mot ett mer integrerat ramverk.

När banker och andra finansiella företag i ökande grad blir europeiska finns det tydliga ekonomiska argument som talar för att på sikt införa ett gemensamt ramverk för bankverksamhet där såväl tillsyn, insättningsgaranti som krishantering sker på europeisk nivå, i vart fall för de gränsöverskridande bankerna. Det finns dock betydande politiska överväganden som måste göras på vägen, i synnerhet avseende beslutsbefogenheter och ansvarsutkrävande, varför denna lösning sannolikt dröjer.

Det finns de som menar att EU är fel forum för ett mer harmoniserat regelverk, eftersom många bankers verksamhet når långt utanför EU. Samma argument som används för EU-harmonisering skulle därför kunna tala för en centralisering av tillsyn, insättningsgaranti och krishantering på världsnivå. Denna invändning är dock föga relevant, eftersom det på global nivå varken finns en politisk vilja att ta ett sådant steg eller det institutionella ramverk som då skulle behövas. På EU-nivå finns däremot de grundläggande förutsättningarna – en gemensam ambition att skapa en inre marknad för finansiella tjänster samt en etablerad lagstiftningsprocess.

Idag gäller det att i avvaktan på mer långsiktiga lösningar snabbt hitta effektiva samarbetsformer mellan relevanta myndigheter i olika länder så att utmaningarna av finansiell integration kan hanteras med minimala samhällsekonomiska kostnader. Det innebär bland annat att tillsynsmyndigheterna måste fortsätta och vidareutveckla sitt samarbete för att nå en än större samsyn kring regelsättande och tillsynspraxis. Detta ställer stora krav på ödmjukhet och flexibilitet inför de olika myndigheternas tradition och synsätt. Det är viktigt att konkretisera de samarbetsformer som slagits fast i de nyss tecknade överenskommelserna genom att tydligt identifiera olika intressekonflikter, skapa nätverk av relevanta myndigheter för enskilda bankkoncerner och genomföra gemensamma krisövningar.

Det är även väsentligt att finansdepartementen involveras för att tydliggöra ansvarsfrågorna. Diskussionen behöver också fokusera

på hur en bank eller bankkoncern med solvensproblem ska hanteras. Eftersom kriser är ovanliga och dessutom ofta oförutsägbara och unika till karaktären är det svårt att i förväg lägga fast exakt hur kostnaderna ska fördelas. Däremot är det viktigt att diskutera och på förhand nå överenskommelser om principerna bakom samt formerna och mekanismerna för det informationsutbyte, den samverkan och den förhandlingsmodell som blir nödvändig när krisen är ett faktum.

Enligt Riksbankens mening bör i nuläget arbetet inom EU också verka för att det mer allmänt införs en konsoliderad hemlandstillsyn. I ett sådant arbete bör för- och nackdelar med en tydligare konsolidering av tillsynsansvaret analyseras ytterligare. Det kan innebära att ett nytt EG-direktiv behövs. För att behålla kopplingen mellan ansvar och befogenheter bör arbetet även på sikt syfta till en konsoliderad hemlandsprincip för insättningsgarantisystemet och för krishanteringen.

När det gäller insättningsgarantierna bör syftet vara att harmonisera de olika nationella systemen med fokus på finansierings- och avgiftsfrågorna. Det skulle kunna bidra till finansiell integration, konkurrensneutralitet och säkra effektiva mekanismer för krishantering inom EU. De principer<sup>71</sup> som bör gälla är att:

- Insättningsgarantin utformas som en försäkring där det klart framgår att avgifterna är premier för det försäkringsskydd som ges.
- Försäkringen har en statlig garanti eftersom det är staten som står som den slutgiltiga försäkringsgivaren. Det innebär att skattebetalarna ersätts för det försäkringsskydd som staten erbjuder.
- Avgifterna (premierna) betalas i förväg och är tillräckligt stora för att systemet ska vara självfinansierat på lång sikt.
- Avgifterna är riskbaserade. Mer riskfyllda banker bör betala en högre premie.

I andra hand är det viktigt att harmonisera omfattningen av insättningsgarantierna, genom att komma överens om vilka institut/aktörer som ska undantas från skyddet samt vilken typ av konton som ska inkluderas. Att uppnå konsensus om beloppsgränser är mindre viktigt. Om medlemsländerna däremot inte kan enas om principerna för finansieringen så blir harmonisering av omfattning och nivå viktigare.

För att underlätta en krislösning är det även nödvändigt att Sverige och övriga EU-länder inför en lagstiftning med tydliga regler för administration av banker i kris. En sådan lagstiftning är ett grundläggande inslag i all krishantering och bör vara harmoniserad på EU-

71 | Sverige har en statlig utredning presenterat dessa principer för den svenska insättningsgarantin, se SOU 2005:16.

nivå. Eftersom lagstiftningsprocessen är långsam och det nu finns tid att diskutera hur ett sådant regelverk skulle se ut, utan att ha en akut kris att hantera, bör detta arbete prioriteras. Det faktum att sådana lagar idag i princip saknas i EU-länderna kan möjligen öka chanserna att uppnå en harmonisering på området, eftersom olika länder då blir mindre låsta vid etablerad lagstiftning och praxis.

Sammantaget är det viktigt att alla delar av ramverket – tillsyn, insättningsgarantier och krishantering – analyseras tillsammans. Vad gäller tillsynen har EU-länderna redan påbörjat vägen mot en mer samordnad lösning. Arbetet med insättningsgarantierna har inletts, men ännu inte nått särskilt långt. Många länder vill överhuvudtaget inte se någon harmonisering. Krishanteringsaspekterna är emellertid de svåraste och diskussionerna kring hur kostnaderna för en kris ska fördelas ligger förmodligen långt fram i tiden. Här finns de största utmaningarna för EU-länderna.

## ■ DEL 2. ARTIKLAR



# ■ Vägen mot en inre marknad för finansiella tjänster

*Det finns betydande välfärdsvinster för Europas ekonomier av att skapa bättre fungerande gränsöverskridande marknader för finansiella tjänster. För ett antal år sedan sjösatte därför EU en handlingsplan för finansiella tjänster. Handlingsplanen gick ut på att under en sexårsperiod genomföra ett fyrtiotal åtgärds punkter på det finansiella området, de flesta i form av ny lagstiftning. Vidare har en ny lagstiftningsmodell, den så kallade Lamfalussyprocessen, utarbetats för att möta kraven på flexiblare lagstiftning med bättre anpassningsförmåga till den höga förändringstakten i den finansiella sektorn. Idag är handlingsplanen till stora delar genomförd och Lamfalussyprocessen har börjat tillämpas på ett antal lagstiftningsprojekt inom EU. Den nya lagstiftningsprocessen har en rad förtjänster jämfört med den tidigare modellen, men en del brister måste rättas till för att den ska fungera som den var tänkt.*

## Vinster av ökad integration

De europeiska marknaderna för finansiella tjänster har länge varit fragmenterade; varje land har i stor utsträckning utvecklat sina egna speciella regler, institutioner och praxis för finansiell verksamhet. Att det finns nationella särarter i utbudet av finansiella tjänster är naturligt och speglar till stora delar den ekonomiska utveckling och de speciella behov som uppstått i respektive land. Denna ordning har i stort sett fungerat väl fram till nyligen.

I takt med att Europas ekonomier blivit mer integrerade har dock nackdelarna med finansmarknadernas fragmentering kommit att framträda allt tydligare. Skillnader i reglering, konventioner och tillsynsansatser har inneburit betydande hinder för ett effektivt gränsöverskridande utbud av finansiella tjänster. Därmed har det också blivit uppenbart att Europas ekonomier riskerar att gå miste om en rad potentiella effektivitetsvinster, som skulle kunna vara till fördel för tillväxten i regionen.

En mer integrerad marknad för finansiella tjänster skulle bland annat leda till ökad konkurrens över gränserna och bättre möjligheter att utnyttja skalfördelar och synergier. Ökad konkurrens torde i sin tur leda till bredare urval av investerings- och finansieringstjänster och effektivare prissättning av dessa tjänster. Därmed skulle exempelvis expanderande små och medelstora företag förväntas få bättre tillgång till riskkapital och lägre finansieringskostnader, på samma sätt som en mer utvecklad och integrerad marknad för företagsobligationer lett till lägre kapitalkostnader för större företag. Även konsumenter gynnas av lägre lånekostnader och tillgång till ett bredare sortiment av finansiella tjänster. Dessutom skulle såväl företag som hushåll ges bättre möjligheter till riskspridning. Bättre utnyttjande av skalfördelar torde också ge billigare och säkrare sätt att genomföra betalningar för varor och tjänster.

Underfinansieringen av de offentliga pensionssystemen är en stor utmaning för många länder i Europa under de närmaste decennierna.

En allt större del av pensionerna måste täckas via privat sparande. För samhället som helhet kan en mer effektiv gränsöverskridande marknad för långsiktiga sparprodukter bidra till effektivare hantering av detta ökade privata pensionssparande, samtidigt som hushållen skulle kunna uppnå bättre avkastning på sparade medel.

Alla dessa effektivitetsvinster kan förväntas accelerera tillväxten och bidra till ökad sysselsättning i Europa. Exakt hur stora välfärdsvinsterna skulle vara av en mer integrerad europeisk finanssektor är svårt att beräkna. Försök att uppskatta effekterna av ökad finansiell integration på realekonomin har emellertid gjorts i några uppmärksammade studier.

Guiso, Jappelli, Padua och Pagano publicerade i juni 2004 en studie av relationen mellan finansiell integration och tillväxt. Studien visade bland annat att europeiska tillverkningsföretag skulle kunna öka tillväxten med 0,6–0,7 procentenheter om året om de hade samma tillgång till finansieringstjänster som sina amerikanska motsvarigheter.<sup>72</sup>

En studie av konsultföretaget London Economics från slutet av 2002 fokuserade på effektivitetsvinsterna av djupare och mer likvida värdepappersmarknader i EU15-länderna. En slutsats var att ökad integration kunde förväntas leda till en långsiktig ökning i real BNP-nivå med omkring 1,1 procentenheter och 0,5 procentenhet högre sysselsättning i EU15.<sup>73</sup>

Ökad integration kan också ha positiva effekter på stabiliteten i det finansiella systemet. Exempelvis kan mer integrerade finansiella marknader bidra till att chocker i det finansiella systemet absorberas bättre. De kan också bidra till att de finansiella företagens möjligheter till hantering och diversifiering av risker förbättras. Å andra sidan kan ökad gränsöverskridande verksamhet leda till att finansiella problem lättare sprids mellan länder.

## Handlingsplanen för finansiella tjänster

Mot bakgrund av de betydande potentiella effektivitetsvinsterna har finansiell integration varit ett prioriterat policyområde i EU sedan slutet av 1990-talet. Ett grundläggande problem var att medlemsstaternas regelverk skilde sig sinsemellan i så många avseenden att gränsöverskridande utbud av finansiella tjänster inom EU försvårades. Regelverken var dessutom i många avseenden föråldrade och behövde moderniseras för att spegla förändringarna i den finansiella sektorn. För att få fart på integrationsprocessen sjuöattes i maj 1999 en handlingsplan för finansiella tjänster (Financial Services Action Plan). Handlingsplanen gick ut på att under perioden 2000–2005 genomföra 42 åtgärder, varav de flesta i form av nya direktiv, för att på så sätt öka harmoniseringen av regelverken.

72 Guiso, Luigi, Tullio Jappelli, Mario Padula och Marco Pagano, "Financial Market Integration and Economic growth in the EU", Centre for Economic Policy Research, *CEPR Discussion Paper Series No. 4395*, June 2004.

73 Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets: Final Report to The European Commission - Directorate-General for the Internal Market, London Economics, November 2002.



Sedan dess har nya EG-rättsakter på det finansiella området utarbetats i det närmaste på löpande band. Med 40 av de 42 åtgärds-punkterna avböckade är handlingsplanen idag i stort sett genomförd. Därmed går nu EU:s integrationsprocess för den finansiella tjänste-sektorn in i en ny fas, med konsolidering och nationellt genomförande av det gemensamma regelverket högst på agendan. I själva verket är det nu som mycket av det verkliga arbetet börjar, inte minst för de finansiella företagen som ska anpassa sina rutiner och system till det nya regelverket. Enligt kommissionens planer inskränks nya gemensamma lagstiftningsprojekt till ett fåtal prioriterade områden, som marknaden för finansiella detaljtjänster och kapitalförvaltning.<sup>74</sup>

#### DET HARMONISERADE REGELVERKET

Som ett resultat av handlingsplanen har harmonisering av regelverken åstadkommit på en rad områden med stor betydelse för integrationen av marknaden för finansiella tjänster och för utvecklingen av de finansiella marknaderna i Europa generellt:

1. *Öppnare och säkrare detaljistmarknader för finansiella tjänster* genom exempelvis harmoniserade regler om distansförsäljning av finansiella tjänster, gränsöverskridande betalningar, försäkringstjänster, försäkringsmäklare och e-handel på finansiella marknader samt gemensamma standarder för informationsgivning vid utbudandet av finansiella tjänster.
2. *Säkrare banker och försäkringsbolag* genom exempelvis nya gemensamma kapitaltäckningskrav för banker och solvenskrav för försäkringsbolag (de senare är fortfarande under behandling i EU). Vidare har man kommit överens om regler för likvidation och andra förfaranden vid insolvens i banker respektive försäkringsbolag, tillsyn av finansiella konglomerat och penningtvätt, åtgärder som bidrar till att förbättra tillsynen och minska riskerna i det finansiella systemet.
3. *Tryggare pensions- och fondsparande* genom harmoniserade regler om pensionsfonder och andra arrangemang för kollektiva investeringar.
4. *Säkrare och mer integrerade värdepappers- och derivatmarknader* genom marknadsmissbruksdirektivet och direktivet om marknader för finansiella instrument.
5. *Minskade risker i värdepappersavvecklingen* genom överenskommelser om ställande av finansiella säkerheter. Harmoniserade regler för clearing och avveckling av finansiella instrument håller också på att utvecklas.

<sup>74</sup> Grönbok om politiken för finansiella tjänster (2005 - 2010), Europeiska kommissionen, Bryssel, maj 2005. Grönboken utvecklas för närvarande till en vitbok, *Financial Services Policy Programme*, som efter behandling i EFK förväntas antas av EU:s finansministrar under 2006.

6. *Effektivare kapitalanskaffning* genom prospektdirektivet och transparensdirektivet, som ger enhetligare regler för informationsgivning vid värdepappersemissioner, samt inte minst genom den nya redovisningsstandarden IAS, som medför modernare och harmoniserade redovisningsregler för börsnoterade företag i EU.

7. *Enklare företagsomstruktureringar över gränserna* genom harmoniserade regler om företagsförvärv. Även på andra delar av bolagsrätten har det skett betydande harmonisering, inte minst genom tillkomsten av en gemensam associationsform, de så kallade europabolagen. Utvecklingen av bolagsrätten inom EU fortsätter och man har även tagit initiativ till gemensamma standarder för bolagsstyrning.

Ovanstående punkter indikerar att harmoniseringsåtgärderna varit angelägna. För att främja integrationen utgör sannolikt överenskommelsen om en ny gemensam redovisningsstandard den enskilt mest betydelsefulla åtgärden. Harmoniseringen av regelverken har emellertid inte i alla delar varit oproblematiske.

#### PROBLEM I HARMONISERINGEN

Harmonisering innebär med nödvändighet kompromisser. Dessvärre gör EU:s medlemsstater ofta sitt yttersta för att de gemensamma reglerna ska innebära så få förändringar som möjligt i förhållande till det existerande nationella regelverket och de invanda rutinerna. Sverige skiljer sig inte nämnvärt från andra länder i detta avseende. Inte sällan försöker medlemsstater erhålla nationella undantag av olika slag. I några fall märks också tendenser att på olika sätt försöka konkurrens-skydda finansiella institutioner som fått status av nationella prestige-symboler.

Kompromissarbetet medför därför att de gemensamma direktiven ofta liknar lapptäcken av regler med olika ursprung och syften. Som en konsekvens av detta innehåller direktiven ofta oklara och inkonsekventa skrivningar. Detta gör tolkning och efterlevnad av det gemensamma regelverket vansklige. Motiven till vissa bestämmelser kan också vara svåra att förstå. Det tar också tid innan en rättspraxis utvecklas genom prejudicerande rättsfall i EG-domstolen.

Ett annat resultat av kompromissandet är att direktiven ofta blir onödige omfattande och detaljerade. Det tycks vara politiskt lättare att nå kompromisser genom att lägga till paragrafer än att dra ifrån då en slutlig text ska göras upp. Därmed finns ofta en tendens till överreglering, som inte gynnar vare sig utvecklingen på de finansiella marknaderna eller samhället i stort.

En tredje konsekvens är att graden av harmonisering i praktiken kanske inte blir så hög som det var tänkt. Strävan att få med nationellt avpassade särlösningar förekommer på alla nivåer och i alla led i processen. Även efter att ett gemensamt direktiv har antagits kan det finnas tendenser till så kallad gold plating på nationell nivå, dvs. att lägga till en rad nationella bestämmelser ovanpå det gemensamma

regelverket. Ett problem av precis motsatt karaktär är den bristande nit som många medlemsländer visat prov på när det gäller att genomföra gemensamt överenskomna bestämmelser i nationell lagstiftning. Det ska sägas att Sverige ingalunda är något mönsterland i detta avseende. Både gold plating och försummelser i implementeringen av de gemensamma reglerna bidrar ytterligare till att slutresultatet inte alltid blir den harmonisering som var avsedd från början. I sämsta fall kan det också leda till att nya inträdesbarriärer uppstår.

Därmed är det inte sagt att total harmonisering alltid är det optimala. Skillnader i graden av utveckling i den finansiella sektorn och villkor i övrigt gör att behoven av reglering på många punkter kan skilja sig markant mellan länder. En alltför mekanisk och okritisk tillämpning av devisen "one size fits all" riskerar att cementera strukturer snarare än öka möjligheterna till förändring och anpassning. Vilken lagstiftning som bör harmoniseras och hur långt harmoniseringen ska drivas är något som generellt sett bör övervägas noga. Ökad integration kan ibland uppnås bättre med andra lösningar än just gemensam lagstiftning. Självreglering i kombination med tuffare tillämpning av EU:s konkurrenspolitik skulle i vissa fall vara effektivare.

#### ÅTGÄRDER FÖR ATT ÅSTADKOMMA "BÄTTRE REGLERING"

Av ovanstående resonemang framgår att behoven och konsekvenserna av nya gemensamma regler behöver analyseras noga på förhand, men också att regelverket måste utvärderas i efterhand, om man vill uppnå såväl hög kvalitet i lagstiftningen som rätt balans mellan harmonisering och nationella lösningar.<sup>75</sup> Detta är något som hittills inte har uppmärksamats tillräckligt i EU-samarbetet.

Därför är det särskilt intressant att regleringens kvalitet och målfokusering nu betonas så starkt under parollen "*bättre reglering*" i den grönbok från maj 2005 som innehåller kommissionens förslag till ny agenda på det finansiella tjänsteområdet.<sup>76</sup>

För att säkerställa hög kvalitet i regleringen är tanken att bland annat utöka mängden externa konsultationer. För att på ett tidigt stadium få relevanta synpunkter är det meningen att branschfolk, konsumenter och experter av olika slag ska engageras i olika referensgrupper, konferenser, öppna hearings och internetenkäter med mera – allt i enlighet med Lamfalussykommitténs önskemål om en öppnare och mer transparent lagstiftningsprocess.<sup>77</sup>

Kommissionen har också ålagt sig att inte föreslå någon ny lagstiftning utan att först genomföra noggranna kostnads- och intäktsanalyser som bekräftar dess nettovärde för Europas marknader och konsumenter. Genom sådan så kallad evidence-based policymaking hoppas kommissionen uppnå högre kvalitet i regelverket.

<sup>75</sup> Risker med att införa omfattande reglering utan en noggrann behovsbedömning och analys av deras kostnader och intäkter för samhället som helhet utvecklas exempelvis i artikeln "Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn" i *Finansiell stabilitet* 2005:1.

<sup>76</sup> Grönbok om politiken för finansiella tjänster (2005 - 2010), Europeiska kommissionen, Bryssel, maj 2005. Grönboken utvecklas för närvarande till en vitbok, *Financial Services Policy Programme*, som efter behandling i EFK förväntas antas av EU:s finansministrar under 2006.

<sup>77</sup> Se avsnittet "En ny modell för lagstiftning, reglering och tillsyn" längre fram.

En uttalad ambition är också att åstadkomma ett enklare regelverk. Många EG-rättsakter är, som nämnts, onödigt snåriga och regelverket är i många delar svåröverskådligt och svårtolkat. För att förenkla och förbättra existerande regler har kommissionen sagt sig vilja arbeta för att förändra och eventuellt ta bort regler som är så krångliga att de orsakar onödiga problem för marknaden eller har andra oönskade effekter. Kommissionen har försäkrat att den inte kommer att ha några heliga kor i fråga om att föreslå sådana åtgärder. För ändamålet har kommissionen satt igång ett utvärderingsprogram som kommer att genomföras under ett antal år framöver. Även en sådan utvärdering kräver omfattande konsultationer med bland annat bransch- och konsumentintressen. I vilken mån kommissionen kommer att lyckas med att fasa ut redan antagna regler återstår dock att se.

Det är väsentligt att de olika direktiven för den finansiella sektorn är någorlunda enhetliga ifråga om ansatser, terminologi m.m. så att det inte uppstår motstridiga tolkningar eller onödigt merarbete för instituten. Idag saknas i hög grad en sådan enhetlighet mellan direktiven på det finansiella området. Kommissionen har i grönboken om finansiella tjänster tillkännagett avsikten att genomföra så kallade read across-övningar, dvs. läsa och jämföra näraliggande direktiv med varandra för att identifiera brister i enhetlighet och föreslå förändringar som gör direktiven mer samstämmiga.

Som en mer långsiktig ambition har det från kommissionens håll nämnts försök att åstadkomma en enhetlig regelsamling för alla europeiska företag verksamma inom en och samma bransch, en "European Rule Book". Det råder dock en hel del oklarheter och meningskiljaktigheter om den exakta utformningen av en dylik regelsamling. Det förefaller därför än så länge vara en betydande sträcka kvar innan ett sådant projekt kan realiseras.

### En ny modell för lagstiftning, reglering och tillsyn

I samband med att handlingsplanen för finansiella tjänster initierades aktualiserades ett problem med den normala lagstiftningsprocessen i EU. Den ansågs nämligen vara för långsam och stelbent för att hantera de snabba förändringarna i den finansiella sektorn. Den normala lagstiftningsprocessen innebär att kommissionen lägger ett direktivförslag till rådet och parlamentet. Rådet och parlamentet tar beslut enligt det medbeslutandeförfarande som ger dem lika stor makt vardera.

I praktiken går processen till så att det förslag till lagstiftning som kommissionen lagt först bearbetas och förhandlas i en arbetsgrupp under rådet. När de nationella representanterna i rådet förhandlat fram ett textförslag som de kan enas om, skickas detta till parlamentet för en första läsning. Efter att parlamentet gett sina synpunkter skickas texten med eventuella förslag till ändringar och tillägg tillbaka till rådet, som i sin tur tar ställning till den nya texten. Efter ytterligare

en behandling i rådet och dess arbetsgrupper skickas texten tillbaka till parlamentet för ny genomläsning. Först när rådet och parlamentet är överens kan det nya direktivet antas. Om de misslyckas med att komma överens tillsätts en förlikningskommitté, bestående av företrädare för båda institutionerna, som måste komma fram till en text som båda kan godta. Om man därefter inte kan enas kan lagstiftningsprocessen komma att avbrytas helt. Den normala tidsåtgången från förslag till färdigförhandlat direktiv rör sig om två till tre år (ibland betydligt längre). Till detta kommer tidsåtgången för nationellt genomförande, som sällan understiger ett och ett halvt år. Även smärre förändringar i regelverket av mer teknisk natur skulle behöva genomgå hela denna process. Med tanke på den snabba utvecklingen inom finanssektorn, skulle myndigheterna ständigt befinna sig på efterkälken med en så omständlig procedur för lagstiftning.

För att avhjälpa detta bildades ungefär ett år efter att handlingsplanen för finansiella tjänster beslutats en kommitté av "vise män", ledda av belgaren Alexandre Lamfalussy. Kommitténs uppgift var att föreslå åtgärder för att förbättra mekanismerna för anpassning av det europeiska regelverket till den snabba förändringstakten i den finansiella sektorn. Visemannakommittén presenterade ett antal rekommendationer som syftade till att effektivisera lagstiftningsprocessen.<sup>78</sup> Rekommendationerna antogs av Europeiska rådet vid dess möte i Stockholm i mars 2001 och den nya modellen kom att kallas Lamfalussyprocessen. I korthet innebär den att lagstiftningsprocessen delas upp på fyra olika nivåer, där övergripande principiella bestämmelser tas på den översta nivån i hierarkin, medan regler av mer teknisk natur och bestämmelser som har att göra med det nationella genomförandet utarbetas och beslutas på lägre nivåer (se ruta nedan).

<sup>78</sup> Committee of Wise Men, Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Bryssel, 15 februari 2001.

På **nivå 1** fastställs övergripande principbestämmelser. I denna del av processen ska kommissionen – normalt först efter omfattande konsultationer med bland annat branschföreträdare, nationella myndigheter och konsumentintressen – presentera ett regelramverk till rådet och parlamentet. Rådet och parlamentet antar i sin tur lagstiftningsförslaget genom ett medbeslutande-förfarande eller i särskilt brådskande fall genom en påskyndad process (ett så kallat *fast track*-alternativ). För att ytterligare öka snabbheten och flexibiliteten i lagstiftningsprocessen föreslog visemannakommittén att en större andel av lagstiftningsåtgärderna än tidigare ska kunna genomföras i form av *förordningar* i stället för *direktiv*. Till skillnad mot direktiv är förordningar direkt bindande för medlemsstaterna och får i princip inte följas upp med någon nationell lagstiftning. Genomförande på nationell nivå av EG-direktiv brukar annars ta minst 18 månader.

På **nivå 2** utvecklas mer detaljerade regler genom ett så kallat "kommittologiförfarande". Vid ett sådant förfarande delegerar rådet och Europaparlamentet i en rättsakt vissa lagstiftningsbeslut till kommissionen. Kommissionen biträds i sitt arbete av särskilda kommittéer där representanter för medlemsstaterna ingår. I dessa kommittéer röstar medlemsländernas representanter om kommissionens förslag till beslut, varefter kommissionen kan utfärda så kallad sekundärlagstiftning. Till kommittéerna på nivå 2 hör *European Banking Committee* (EBC), *European Securities Committee* (ESC), *European Insurance and Occupational Pensions Committee* (EIOPS) och *European Financial Conglomerates Committee* (EFCC).

På **nivå 3** ska genomförandet av det gemensamma regelverket säkerställas och göras så enhetligt som möjligt. Detta sker genom ökat samarbete och samordning mellan tillsynsmyndigheterna i de olika medlemsstaterna. För detta finns ett antal så kallade *nivå 3-kommittéer* med uppgift att utarbeta tekniska riktlinjer för genomförande på nationell nivå, ange standarder, genomföra jämförande studier (*peer reviews*) och

utarbeta tolkningsrekommendationer samt även sätta standarder i frågor som inte täcks av den EU-gemensamma lagstiftningen. Kommittéerna på nivå 3 har ingen lagstiftningsmakt, men är rådgivande organ i kommissionens nivå 2-åtgärder. Till dessa nivå 3-kommittéer hör *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS), *Committee of European Securities Regulators* (CESR) och *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS). Kommittéerna kan sägas utgöra nätverk av nationella tillsynsmyndigheter inom EU.

På **nivå 4** sker själva genomdrivandet och kontrollen av efterlevnaden av EG-lagstiftningen ("enforcement"). Detta är i första hand en uppgift för kommissionen, men medlemsstaterna och nationella myndigheter förväntas att med Lamfalussmodellen som utgångspunkt öka samarbetet sinsemellan även på detta område. Kontrollen av efterlevnaden är något som tas på allt större allvar inom EU. I augusti 2005 meddelade kommissionen att den beslutat att påbörja så kallade *infringement procedures* mot ett antal medlemsstater för underlåtenhet att i tid genomföra vissa bestämmelser på nationell nivå. Första steget i denna process är att kommissionen skickar en formell begäran till berörda länder att snarast implementera de aktuella bestämmelserna. Om medlemsstaten misslyckas med detta inom två månader eller underlåter att ge en tillfredsställande motivering till förseningen kan ärendet hänskjutas till EG-domstolen.

Den juridiska basen för Lamfalussmodellen vilar idag på en tillfällig överenskommelse mellan de tre institutionerna, kommissionen, rådet och parlamentet. Denna överenskommelse omfattar så kallade solnedgångsklausuler ("*sunset clauses*").

Dessa klausuler ger kommissionen rätt att utfärda nivå 2-åtgärder för en begränsad tidsperiod, efter vilken kommissionen inte kan fortsätta med detta utan att först erhålla förnyad delegation från parlamentet och rådet. De ger också parlamentet rätt att återkalla nivå 2-lagstiftning inom solnedgångsperioden. Syftet med

---

dessa solnedgångsklausuler är att ge parlamentet och rådet kontrollmöjligheter för den del av lagstiftningen som delegerats till kommissionen enligt kommittologiförfarandet.

Lamfalussyprocessen var ursprungligen främst avsedd för regleringen på värdepappersmarknaderna, men har genom en överenskom-

melse mellan kommissionen, rådet och parlamentet utvidgats till att gälla även bank- och försäkrings- och fondområdena. Till de första EG-direktiven att arbetas fram med hjälp av Lamfalussyprocessen hör prospektdirektivet, marknadsmissbruksdirektivet och direktivet om marknader för finansiella instrument.

## TILLÄMPNINGEN AV LAMFALUSSYPROCESSEN

Den nya regleringsprocessen innebär ökat samarbete och samordning mellan nationella tillsynsmyndigheter och en press mot ökad konvergens av tillsynsmetoder och detaljregler. Detta ökade samarbete mellan tillsynsmyndigheter i Europa är nödvändigt för en effektiv tillsyn och bidrar säkerligen också till många synergier på tillsynsområdet. I kommittéerna på nivå 3 har redan mycket åstadkommit för att stärka samarbetet. I CEBS, dvs. nivå 3-kommittén för banktillsyn, har det utvecklats en gemensam standard för hur tillsynsmyndigheterna i EU ska informera om lagar, regler, och tillsynsmetoder. Man har också kommit överens om ett program för hur en enhetligare tillsynskultur ska skapas, bland annat med hjälp av gemensam utbildning och utbyte av personal. Ett konkret exempel på framgångsrikt samarbete är tillkomsten av ett gemensamt rapportformat för kapitaltäckningsrapporter inom EU, vilket torde såväl minska bankernas rapporteringskostnader som underlätta den konsoliderade tillsynen.

Även om Lamfalussyprocessen i många avseenden visat sig vara framgångsrik, har det i tillämpningen av den nya modellen för lagstiftning uppdagats ett antal brister – eller barnsjukdomar – som måste åtgärdas för att modellen ska fungera fullt ut som den var tänkt.

En av de grundläggande tankarna bakom Lamfalussyprocessen är som nämnts att bestämmelserna på nivå 1 ska vara av övergripande och principiell natur. Trots detta har i praktiken de direktiv som hittills arbetats fram med hjälp av den nya modellen haft en påtaglig tendens att bli mycket omfattande och detaljerade. I såväl prospekt-direktivet, marknadsmissbruksdirektivet som direktivet om marknader för finansiella instrument har graden av detaljering varit allt för hög. Att Lamfalussyprocessen inte som planerat resulterat i mindre omfattande och detaljerade direktiv är ett problem.

Samtidigt som nivå 1-bestämmelserna varit alltför detaljerade har det ibland funnits en tendens att delegera politiskt svåra frågor till nivå 2, eller i praktiken till tjänstemän på nivå 3. Frågor som egentligen kräver överenskommelser på högre nivå har sålunda skjutits vidare till nivåer där både mandat, formerna för ansvarsutkrävande och övriga förutsättningar för att lösa dem är otillräckliga. Inte minst i direktivet om marknader för finansiella instrument har en hel del svåra frågor – exempelvis om i vilken omfattning som värdepappersföretag ska drabbas av de kontroversiella reglerna för genomlysning före handeln – tillfälligtvis sopats under mattan genom att hänskjuta lösningarna till nivå 2 och nivå 3-kommittén för värdepappersreglering, CESR.<sup>79</sup>

Positivt är att införandet av nivå 3 i lagstiftningsprocessen medför att den expertis som finns hos nationella tillsynsmyndigheter och centralbanker bättre kan tas tillvara. Detta torde borga för högre kvalitet i lagstiftningen. Dessutom tycks det leda till att angelägna

<sup>79</sup> Frågan gäller artikel 27 i direktivet om marknader för finansiella instrument och handlar om att värdepappersföretag som systematiskt och frekvent utför kunders order mot det egna värdepapperslagret ska tvingas lämna ett fast bud i förväg.



åtgärder faktiskt också kommer till stånd. I vissa fall har dock brister i beslutsordningen uppstått på grund av att rågången mellan lagstiftare och lagstiftningsobjekt inte hållits klar. När det gäller exempelvis utformningen av tillsynsbestämmelser och solvenskrav för försäkringsbolag har CEIOPS, dvs. nivå 3-kommittén av försäkringstillsynsmyndigheter, varit det organ som i praktiken utformat kommissionens lagförslag. Att använda den expertis som finns inom ett visst område för att få hög kvalitet i lagstiftningen är visserligen angeläget, men det finns en viss fara i att en grupp som är tydliga intressenter i en viss lagstiftning också får ett alltför dominerande inflytande i utformningen av den. Riskerna är uppenbara att regleringen då i alltför hög grad präglas av specifika tillsynsmål, och inte formas med den överblick som är nödvändig för att den ska gagna utvecklingen inom den finansiella sektorn som helhet.

För att Lamfalussyprocessen ska fungera som den var avsedd är det nödvändigt att söka vägar för att uppnå en tydligare skiljelinje mellan det principiella ramverket och detaljreglerna.

Ett annat problem är den silostruktur enligt vilken kommittéerna på nivå 2 och 3 är organiserade. Dessa kommittéer är uppdelade i välagränsade sektorer – bank, värdepapper och försäkring – och det finns ingen grupp med ett sektorsöverskridande ansvar. Integration sker emellertid inte enbart över geografiska gränser, utan även mellan branscher och sektorer. Detta sker både genom att företag i olika branscher slås samman till konglomerat och genom samarbetsavtal av olika slag (exempelvis kan en bank ingå avtal med ett försäkringsbolag om att sälja försäkringsprodukter till sina bankkunder). Den sektorsvisa integrationen har mötts av ökad konsolidering av tillsynsmyndigheternas verksamhet på nationell nivå, en utveckling som alltså inte avspeglas i EU:s kommittéstruktur.<sup>80</sup> Silostrukturen i EU:s kommittéer riskerar att motverka målen om att uppnå konsoliderad tillsyn och konvergens av tillsynsmetoder över branschgränserna. Den kan också leda till att det utvecklas skilda reglerings- och tillsynsansatser för olika verksamheter, även i fall där riskerna i verksamheterna i grunden är likartade. Dessutom riskerar nytänkande och utveckling av synergier inom tillsynen att bli lidande. Till viss del försöker man avhjälpa denna brist genom ökat samarbete på ordförandenivå i nivå 3-kommittéerna. Resurserna för att utveckla detta samarbete har emellertid hittills saknats. Det ska sägas att denna sektorsuppdelning inte enbart förekommer på de lägre nivåerna i processen. Likartade tendenser uppträder redan när arbetsgrupper för utarbetande av olika direktivförslag sätts ihop.

Ett annat problem som rör bristen på helhetssyn är att frågor riskerar att hamna mellan stolarna eller tas upp i fel forum. Exempelvis tas frågor om insättningsgarantier upp i kommittéer där insättningsgarantimyndigheter inte är representerade. Vidare hanteras frågor om

<sup>80</sup> Belgien, Danmark, Irland, Storbritannien, Sverige, Tyskland och Österrike är exempel på länder som koncentrerat ansvaret för sin finansiella tillsyn hos en myndighet. Även i Finland, Luxemburg och Nederländerna har man uppnått en betydande integration av tillsynen, även om man inte kommit så långt som att samla all tillsyn i samma myndighet.

krishantering som ett separat block och inte i samband med att övriga delar av skydds nätet i den finansiella sektorn diskuteras. Det är i de flesta fall önskvärt att behandla dessa frågor som ett paket om tillsyn, insätterskydd, likviditetsstöd och hantering av insolventa institut, vilket normalt involverar flera olika nationella myndigheter.

Det saknas också en enhetlig modell för samarbete mellan olika tillsynsmyndigheter. Exempelvis i direktivet om marknader för finansiella instrument är det i vissa fall obligatoriskt att etablera samarbetsarrangemang mellan hemlandets och värdlandets tillsynsmyndigheter. I direktivet om finansiella konglomerat ska medlemsstaterna utse en myndighet med huvudansvar för samordning av de olika tillsynsmyndigheterna, en så kallad *co-ordinator*. I kapitaltäckningsdirektivet är istället utgångspunkten kollegiediskussioner, där hemlandets tillsynsmyndighet i första hand ska söka överenskommelser med värdlandets, och i andra hand, dvs. om man inte kommer överens, ska hemlandstillsyn gälla. I direktivet om marknadsmissbruk föreskrivs användande av en särskild medlare (*mediator*) för att lösa konflikter mellan tillsynsmyndigheter. I prospektdirektivet finns möjligheten att delegera visst ansvar från en tillsynsmyndighet till en annan. Samarbetsformerna är alltså många och olika, en effekt av att silostrukturen börjar redan på direktivnivå. Det förfaller önskvärt att ha en enhetligare struktur för samarbetsformerna, dels för att undvika att viktiga frågor faller mellan stolarna, dels för att de berörda instituten ska möta en enhetlig tillsyn för de sektorer de är verksamma i.

Den nya regleringsmodellen innebär att ett stort antal tillsynsmyndigheter från olika länder måste komma överens om en rad detaljregler och tillsynsmetoder. Detta leder till ett tryck att – även på nivå 3 – lägga till allt fler bestämmelser till ett redan detaljrikt och omfattande direktiv för att uppnå nödvändiga kompromisser. Det är viktigt att uppmärksamma risken för överreglering och se till så att den nya modellen inte tillämpas så att den bara innebär ytterligare ett lager av byråkrati i den europeiska lagstiftningsprocessen.

Inom EU är avsikten att utarbeta en "vägkarta för tillsyn" fram till våren 2006, bland annat för att se över möjligheterna att åtgärda avsaknaden av helhetssyn och helhetslösningar i samarbetet mellan tillsynsmyndigheter. Från en del medlemsstater har tanken på en EU-gemensam tillsynsmyndighet väckts, medan andra än så länge förhållit sig mer skeptiska till idén.<sup>81</sup> Viktigt är dock att regleringsprocessen och tillsynsstrukturen inom EU fortlöpande utvärderas och utvecklas så att de bästa förutsättningarna för en effektivt fungerande inre marknad för finansiella tjänster kan skapas och att möjligheterna till högre ekonomisk tillväxt därigenom kan tas tillvara.

81 Se även infrastrukturkapitlet i denna publikation.

## Kvarvarande hinder mot integration

### INDIREKTA HINDER

Att det fortfarande finns en hel del implicita och informella hinder mot integration var något som bland annat underströks på det informella Ekofinmötet i Scheveningen i september 2004. Bland annat kan det finnas betydande skillnader i marknadspraxis som försvårar integration. Det kan exempelvis gälla vilka marginaler som anses vara acceptabla för vissa finansiella produkter, skilda avgiftsstrukturer för fondförsäkringar m.m. Oundvikligen bidrar även skillnader i språk, kultur och sätt att kommunicera till att integrationen på vissa områden kan gå långsamt. Till de mer allvarliga problemen hör dock att nationella tillsynsmyndigheter använder strängare kriterier för utländska företag än för inhemska. Tyvärr saknas inte aktuella, konkreta exempel på hur nationella myndigheter obstruerat för att försvåra utländsk etablering.<sup>82</sup> En viktig uppgift är att undanröja denna form av hinder så att gränsöverskridande investeringar och konkurrens verkligen får fart i praktiken.

### SKILLNADER I RÄTTSSYSTEM

Även med en långt genomförd harmonisering av finansiella regelverk och konvergens av tillsynen inom EU återstår många hinder för en verkligt fungerande inre marknad. En faktor som ibland tycks vara mer avgörande för integrationen än skillnader i de specifika reglerna är skillnader i rättssystem och rättstillämpning generellt. Förutsättningarna kan skilja sig markant beroende på om den som vill göra investeringar eller bedriva finansiell verksamhet möter ett rättssystem som utgår från anglosaxiska eller olika kontinentaleuropeiska rättstraditioner, där fransk, tysk och skandinavisk rätt utgör särskilda varianter.<sup>83</sup>

För den som överväger att erbjuda eller dra nytta av en finansiell tjänst i ett annat medlemsland kan skillnaderna i rättssystem utgöra ett så stort osäkerhetsmoment att man inte vågar ta steget över nationsgränsen. Att identifiera sådana osäkerhetsmoment och öka rättssäkerheten om hur lagar och regler kommer att tillämpas är viktigt för att gränsöverskridande verksamhet ska kunna utvecklas.

### SKILLNADER I SKATTESYSTEM

Ett av de största hindren mot finansiell integration är de betydande skillnader i beskattning som finns mellan olika länder i EU. Skillnaderna rör både nivåer och system, där skillnader i skattenivåer sannolikt är av mindre betydelse än skillnader i skattesystemens utformning, till exempel vad gäller de utgångspunkter som används för skatteberäkning.

<sup>82</sup> Exempelvis i Italien ingrep nyligen centralbankschefen Antonio Fazio för att stoppa nederländska försök att ta över en italiensk bank.

<sup>83</sup> För en översikt se exempelvis La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, vol. 106, no. 6. Se även Michael Bogdan, "Komparativ rättskunskap", *Nordstedts Juridik*, 1993.

I produktionen av finansiella tjänster kan skillnader i skattesystem utgöra en allvarig stötesten när det gäller exempelvis möjligheterna att utnyttja skalfördelar på ett effektivt sätt, bland annat genom att bidra till stora kostnader för företagssammanslagningar över gränserna. De stora skillnader som finns mellan olika länder i fråga om möjligheterna att kvitta förluster mot vinster, beskattning av reavinster och direktavkastning m.m. är faktorer som inte heller underlättar gränsöverskridande konsolidering. Att överföra medel mellan företag i samma koncern kan innebära omfattande formalia och ibland även dubbelbeskattning. Det förekommer exempelvis att moms som betalats i ett land inte är avdragsgill i ett annat.

Skillnader i beskattning skapar i princip möjligheter till skattearbitrage. Även om detta för de flesta företag i praktiken säkerligen kan vara både svårt och kostnadskrävande, kan skatteskillnader göra det lönsamt att lägga ner betydande resurser på att finna den skattemässigt förmånligaste lokaliseringen av verksamheten. Sett ur ett europeiskt perspektiv är detta dock knappast effektivt använda resurser. Till detta kan läggas de icke oväsentliga kostnader som är förknippade med att företag tvingas sätta sig in i flera olika skattesystem och att utveckla interna rutiner för att ta hänsyn till skiftande beskattningsgrunder och skattesatser.

Även i distributionsledet utgör skatteskillnader betydande hinder för ett effektivt gränsöverskridande utbud av finansiella produkter på detaljistmarknaderna. Här spelar exempelvis skillnader i beskattning av kapitalinkomster och avkastning på värdepapper stor roll. Utvecklingen av finansiella produkter på detaljistmarknaden drivs inte sällan av skattefaktorer. Skatteskillnader gör att det blir svårt att erbjuda ett enhetligt produktutbud över gränserna. Det faktum att vissa utvalda produkter ibland skattegynnas i vissa länder tillhör också de faktorer som försvårar en effektiv integration.

#### SAMARBETET MELLAN EU OCH ANDRA LÄNDER

Inom EU är harmoniseringen en del i genomförandet av den inre marknaden. Finansiell verksamhet är emellertid i hög grad en global företeelse och gränsöverskridande finansiell verksamhet bedrivs i stor omfattning mellan EU och andra länder. Därför förs också en dialog mellan EU och USA och mellan EU och några av de asiatiska länderna om regleringen av de finansiella marknaderna. Av dessa dialoger har den med USA pågått längst och vissa framgångar har där nåtts, bland annat när det gäller samarbetsmodeller om finansiella konglomerat och införandet av Sarbanes-Oxley Act.<sup>84</sup> Förhandlingar pågår också om ett ömsesidigt erkännande av redovisningsstandarderna US GAAP och IAS. Planen är att en utvärdering ska göras under perioden 2007—2009. En dialog mellan EU och USA är också aktuell angående

84 Sarbanes-Oxley Act är en lag som antogs i USA 2002 för att stärka bolagsstyrningen och återupprätta investerarnas förtroende efter ett antal uppmärksammade bolagskandaler.

samordningen av det europeiska kapitaltäckningsdirektivet (CRD) och Basel II-uppgörelsen, dvs. G10-ländernas kapitaltäckningsöverenskommelse. Andra aktuella exempel rör områden som möjligheten att avregistrera värdepapper från amerikanska värdepappersbörser, samarbetsmodeller om försäkringstillsyn och revisionstillsyn m.m.

Inom EU drivs självfallet harmoniseringsarbetet vidare eftersom det är en del i den inre marknaden. Dialogen med andra länder, som inte har samma agenda, får inte hindra detta. Att EU har en gemensam syn i frågorna underlättar också framgång i förhandlingar med andra länder.

## Slutsatser

Det finns stora potentiella vinster för Europas ekonomier, företag och medborgare av ökad integration av marknaderna för finansiella tjänster. Den finansiella sektorn underlättar integrationen även på andra områden och är därför väsentlig för tillväxt och välfärd i regionen. De ansträngningar som görs för att skapa en väl fungerande inre marknad för finansiella tjänster är därför angelägna.

Lamfalusprocessen har skapats för att åstadkomma en effektivare lagstiftningsprocess på det finansiella området och det är viktigt att värna om denna nya lagstiftningsmodell. Det betyder dock inte att det saknas utrymme för förbättringar. Det har i den här artikeln pekats på ett antal brister som måste rättas till för att den nya processen ska kunna fungera som den var tänkt. Inte minst finns det anledning att ytterligare tydliggöra gränsdragningen mellan de olika nivåerna i processen.

Samarbetet mellan tillsynsmyndigheterna utvecklas för närvarande i snabb takt och med konkreta resultat när det gäller till exempel normer och tillsynspraxis. Detta är positivt. Samtidigt är det angeläget att öka helhetssynen i detta samarbete, dels så att inte alltför olikartade ansatser utvecklas för olika delar av den finansiella sektorn där riskerna i grunden är likartade, dels för att integrationen gagnas av att instituten möter en enhetligare tillsyn. Ur Riksbankens perspektiv är det viktigt att samarbetet på tillsynsområdet omfattar såväl löpande tillsyn som krishantering över gränserna. Den ökade integrationen talar för att samarbetet kan behöva kompletteras med någon form av gemensam europeisk tillsyn. Inrättandet av en sådan är dock förknippat med en rad svåra frågor, bland annat om hur överförandet av beslutsbefogenheter och ansvarsutkrävande ska gå till. Sannolikt är därför detta en fråga som kan lösas först på sikt.

Harmonisering kräver många och ofta svåra uppoffringar på nationell nivå. För att uppnå alla de gemensamma positiva effekter, som en mer integrerad finansiell tjänstesektor kan ge upphov till, krävs stor beredvillighet från enskilda nationer, myndigheter och individuella beslutsfattare att ge upp egna kapphästar. Att iakttäta disciplin ifråga om *gold plating* och nationella specialundantag är således nödvändigt. Utan detta uppnås inte en väl fungerande inre marknad för

finansiella tjänster. Här spelar även kommissionens övervakning av det nationella genomförandet en betydelsefull roll.

Den gemensamma lagstiftningen är mycket detaljerad och omfattande. Därtill är den till stora delar svåröverskådlig och svårtolkad. Detta är brister som alla medlemsnationer och deltagare i förhandlingsprocessen är medskyldiga till och nu får betala priset för. Det är väsentligt att nya lagstiftningsprojekt underkastas väl underbyggda kostnads- och intäktsanalyser, och att åtgärder för att förenkla, förtydliga och kontrollera överensstämmelsen mellan de existerande regelverken verkligen kommer till stånd. Kommissionens uttalade mål om *bättre reglering* visar att man är medveten om problemen och markerar – som det verkar – en omsvängning av regleringskulturen inom EU. Det återstår dock för kommissionen att bevisa att den kan omvandla intentionerna till handling. För att ambitionerna om en bättre reglering ska förverkligas krävs även att parlamentet och medlemsstaterna själva ger sitt aktiva stöd.

Det nya konstitutionsfördraget skulle ha gett Lamfalussyprocessen en stadigare juridisk grund att stå på. Utan ratificering av konstitutionen blir marknaden mindre stabil. Det vore olyckligt om de viktiga framsteg som gjorts skulle äventyras till följd av oenighet om parlamentets roll. Det skulle även kunna ha negativa konsekvenser för den finansiella integrationsprocessen. För att Lamfalussyprocessen ska överleva på sikt måste därför nya vägar sökas för att ge parlamentet betryggande försäkringar om ett rimligt inflytande.

Även med en långt genomförd harmonisering av finansiella regelverk och konvergens av tillsynen inom EU återstår många hinder för en effektivt fungerande inre marknad. En av de största stöttestenarna för integrationen rör skillnader i skattesystem. Här är sannolikt de strukturella skillnaderna mellan skattesystemen av större betydelse än skillnader i skattenivå. En konvergens av skattesystemen inom EU skulle främja integrationen, vilket med all sannolikhet även skulle gynna tillväxt och välbefinnande i regionen. Frågor om beskattning tillhör de politiskt känsligaste och mest kontroversiella inom EU-samarbetet och är därför sällan populära att ta upp på den europeiska dagordningen. För att få en verkligt fungerande inre marknad är det inte desto mindre ofrånkomligt att dessa frågor diskuteras på allvar.

# Husprisutvecklingen i Sverige och omvärlden

Priserna på bostäder har under det senaste decenniet stigit snabbt i många länder, däribland Sverige. Det har gett upphov till en debatt om uthålligheten i prisökningarna och om följderna av eventuella framtida prisfall. Låga räntor och stigande disponibla inkomster är gemensamma faktorer i många av de länder där huspriserna har stigit. I denna artikel prövar Riksbanken hur ett antal förklaringsfaktorer har bidragit till den svenska husprisutvecklingen. Modellerna visar att den svenska prisutvecklingen i huvudsak kan förklaras av låga räntor, stigande disponibla inkomster och lågt nybyggande. Av det följer också att prisökningstakten kan minska eller att priserna kan falla om räntorna stiger eller inkomsterna faller.

Sedan mitten av 1990-talet har huspriserna stigit snabbt i många länder, däribland Sverige. Jämfört med tidigare uppgångsperioder har husprisökningarna dessutom pågått längre och varit kraftigare än vad som tidigare varit fallet. Sedan ungefär ett år tillbaka har dock öknings-takten mattats av i några av länderna (se diagram 1 och 2).

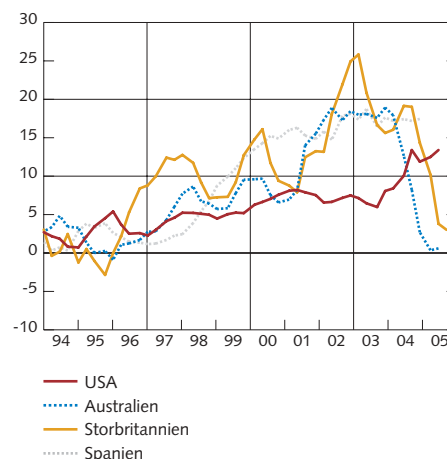
Den mest märkbara avmattningen har skett i Storbritannien och Australien efter de räntehöjningar som ägt rum. I Australien skedde emellertid detta med viss eftersläpning. Trots att centralbanken började höja styrräntan under 2002, fortsatte huspriserna att öka med drygt 15 procent i årlig tillväxttakt och ökningstakten dämpades inte förrän tidigt våren 2004. Husprisökningarna på Irland har också mattats av något under de senaste fyra kvartalen och i Nederländerna har huspriserna ökat långsammare under de senaste fyra åren.

I Spanien har däremot prisökningstakten fortsatt att öka sedan slutet av 1990-talet och sedan början av år 2000 har huspriserna stigit med drygt 15 procent i årstakt. Även i USA fortsätter prisökningstakten att stiga. Under andra kvartalet i år ökade priserna med drygt 13 procent, vilket var något snabbare än under det första kvartalet och den högsta noteringen sedan slutet av 1970-talet. Till skillnad från i Australien och Storbritannien har prisökningstakten tilltagit trots att de korta marknadsräntorna samtidigt har stigit sedan 2004. Detta beror på att bolåneräntorna inte har följt de korta marknadsräntorna när de stigit.

Trots att husprisökningstakten har mattats av i vissa länder den senaste tiden anses nivån på huspriserna vara förhållandevis hög på många håll. Vissa bedömare har länge hävdat att de senaste årens globala husprisökningar inte kan förklaras av faktorer som normalt har betydelse för husprisutvecklingen, till exempel ränta, inkomster, byggande och demografiska faktorer. Detta skulle i så fall kunna leda till mer kraftiga pris Anpassningar framöver.<sup>85</sup>

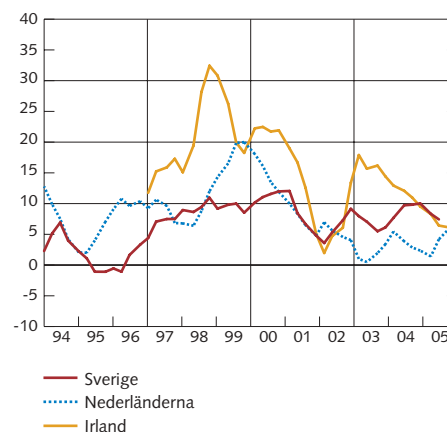
Ett sätt att få en uppfattning om rimligheten i prisutvecklingen är att se på hur priser förhåller sig till hyror på bostäder. Tanken är att eftersom hyror representerar det kassaflöde som kommer från en

Diagram 1. Nominella huspriser. Årlig procentuell förändring



Källor: EcoWin och Australian Property Monitor.

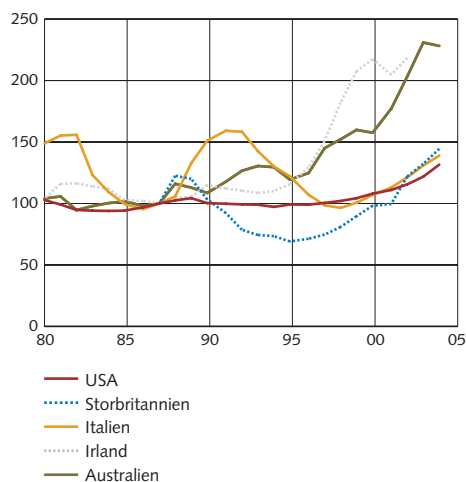
Diagram 2. Nominella huspriser. Årlig procentuell förändring



Källa: EcoWin.

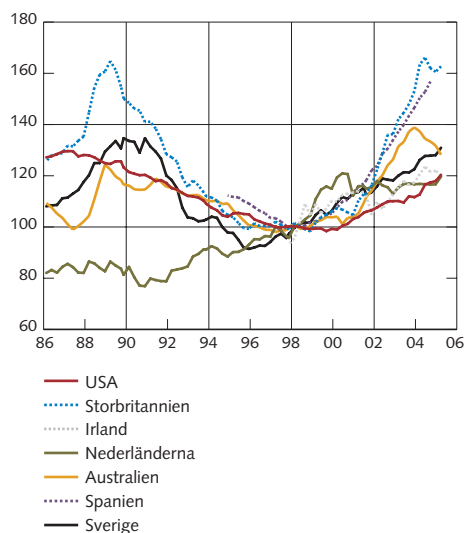
<sup>85</sup> För stabilitetsanalysen är det i första hand de effekter sådana prisfall kan få på hushållens säkerhetsvärden som står i fokus. Husprisutvecklingen har emellertid också funnits med i de penningpolitiska diskussionerna de senaste åren, eftersom värdet av bostäder påverkar hushållens förmögenhet och därmed deras konsumtion.

Diagram 3. Huspriser i förhållande till hyror.  
Index: 1987 = 100



Källor: BIS och CBFSAI Financial Stability Report 2004.

Diagram 4. Huspriser i förhållande till BNP.  
Index: 1998 = 100



Källor: EcoWin och Riksbanken.

bostadsinvestering borde priser och hyror följas åt. För Sveriges del är måttet inte relevant eftersom hyresmarknaden är reglerad.<sup>86</sup>

I många länder har priserna stigit snabbare än hyrorna under en tid. Diagram 3 visar att priserna i Storbritannien, Australien och på Irland har ökat betydligt snabbare än hyrorna sedan mitten av 1990-talet. På samma sätt har huspriserna i USA stigit snabbare än hyrorna om än något långsammare jämfört med andra länder. Under 2004 steg priserna med 11 procent samtidigt som hyrorna endast steg med mellan 2 och 3 procent. Denna utveckling fortsatte även under första halvåret 2005.

Ett annat sätt att bedöma rimligheten i prisökningarna är att studera hur huspriserna förhåller sig till hushållens inkomster, då priserna på lång sikt rimligen bör stiga i takt med inkomsterna. I diagram 4 visas utvecklingen i sju länder, däribland Sverige. I brist på jämförbara uppgifter över hushållens disponibla inkomster används istället BNP.

I Nederländerna översteg husprisutvecklingen BNP-utvecklingen kraftigt fram till och med början av 2000-talet. Därefter har BNP och huspriser utvecklats parallellt. Utvecklingen i Storbritannien, Australien och Sverige har varit jämförbar sedan slutet av 1990-talet, men har under det senaste året skilt sig åt. Då kvoten steg i Sverige, sjönk den tillbaka i Australien och Storbritannien under 2004. Huspriserna i USA har på samma sätt stigit mer än BNP den senaste tiden, även om utvecklingen har varit något mer dämpad än i de övriga länderna. Detta är också fallet på Irland, där utvecklingen sedan 2000 följt den amerikanska. Huspriserna i Spanien har däremot stigit betydligt snabbare än BNP sedan slutet av 1990-talet.

#### VARFÖR HAR HUSPRISERNA STIGIT?

Oavsett vad man anser om prisnivån på bostäder finns ett antal gemensamma faktorer som med all sannolikhet har påverkat husprisutvecklingen både i Sverige och i andra länder.

- Sedan mitten av 1990-talet har *räntorna* och volatiliteten i inflationen sjunkit väsentligt. Lägre räntor leder till lägre finansieringskostnader för hushållen. I den mån lägre räntor upplevs som permanenta har hushållen då råd att ta mer lån vilket tenderar att driva upp priserna. I många länder har husprisökningen och ökningen av hushållens skuldsättning gått hand i hand.
- Stigande *disponibla inkomster* i hushållssektorn har i många länder stimulerat husprisökningarna genom att hushållen har råd att betala mer för sitt boende. Stigande inkomster i kombination med lägre räntor har också lett till att allt fler hushåll fått tillgång till kreditmarknaden, vilket därmed har bidragit till att öka efterfrågan på bostäder och lån.

<sup>86</sup> I många länder gäller generellt att måttet har vissa brister, som till exempel svårigheten att avgöra vad som är en långsiktig jämviktsnivå, dataosäkerhet i både priser och hyror, olika regler för hyresmarknaden samt tidsberoende transaktionskostnader.



- *Demografiska faktorer* kan också ha påverkat husprisernas utveckling. I Storbritannien och Danmark finns det tecken på att andelen förstagångsköpare, i förhållande till totalpopulationen, kan inverka positivt på huspriserna. När ett stort antal förstagångsköpare ger sig in på bostadsmarknaden bör efterfrågan på småhus öka, och därmed även priserna.<sup>87</sup>
- Även *förändringar på bolånemarknaden* verkar ha bidragit till husprisutvecklingen. Förbättringar inom informationsteknologin – utvecklingen av datorprogram, databaser och statistiska beräkningsmetoder – har, tillsammans med finansiella innovationer, skapat högre effektivitet. Detta har i kombination med ökad konkurrens bidragit till att kreditinstitutens marginaler har pressats, vilket har sänkt bolåneräntorna. Teknologiska förbättringar har även inneburit att risk och avkastning på den underliggande säkerheten bättre kan prissättas samt att låntagare och långivare har lättare att informera sig om respektive motpart. Vidare har bolåneinstitut i viss mån ökat belåningsgraden. Hushållen kan också idag välja mellan ett större antal bolånekontrakt med olika typer av villkor. Kontrakt med rörlig ränta har på senare tid framstått som ett attraktivt alternativ. I vissa länder växer även intresset för lån med amorteringsfria år, eller till och med lån med en initialt negativ amorteringsplan. När endast räntebetalningar utgör den totala bolånekostnaden ökar möjligheten att ta upp större lån.<sup>88</sup>

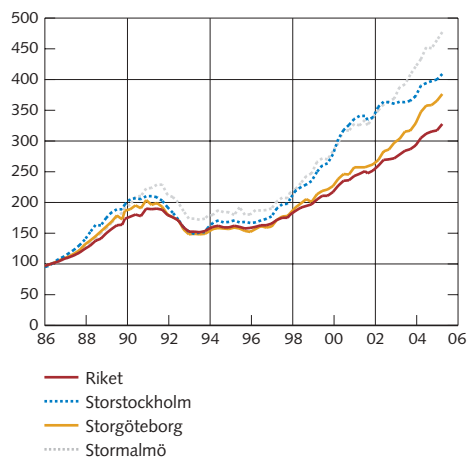
I vissa avseenden skiljer sig emellertid länderna åt. Det hänger ofta samman med de grundläggande olikheter som finns mellan de nationella bostadsmarknaderna och marknaderna för finansiering av bostäder. Amerikanska hushåll kan till exempel förtidsbetala ett bundet lån utan straffavgift, vilket hushållen i de flesta andra länder inte kan. Inga eller lägre straffavgifter ökar hushållens flexibilitet och minskar transaktionskostnaderna.

Förekomsten av en "buy-to-let" marknad i vissa länder, det vill säga privatpersoner som köper bostäder för att hyra ut, har sannolikt också spelat roll för husprisutvecklingen. Detta gäller framförallt i Australien, men också i Storbritannien, USA och på Irland. Om en betydande del av utlåningen till bostadssektorn är för köp till uthyrning ökar det möjligheterna till spekulation på bostadsmarknaden. I Australien utgör denna typ av investeringslån cirka 45 procent av hushållens lån, medan motsvarande andel i Storbritannien endast är cirka 6 procent. I USA är andelen cirka 10 procent av utlåningen, men då inkluderas även köp av ett andra hem. I Sverige förekommer det i princip inte alls.

87 För Storbritannien, se Pain, S och Westaway, P (1997): "Modelling Structural Change in the U.K. Housing Market: A comparison of alternative house price models" *Economic Modelling*, nr 14, s 587–560 eller Holly, S. och Jones, N (1997): "House prices since the 1940s: cointegration, demography and asymmetries", *Economic Modelling*, 14, 549-565. Vad gäller andelen förstagångsköpare och huspriser i Danmark, se: "Prisstigninger på boligmarkedet, Økonomisk Tema, Nr. 1 August 2005, Økonomi- og Erhvervsministeriet.

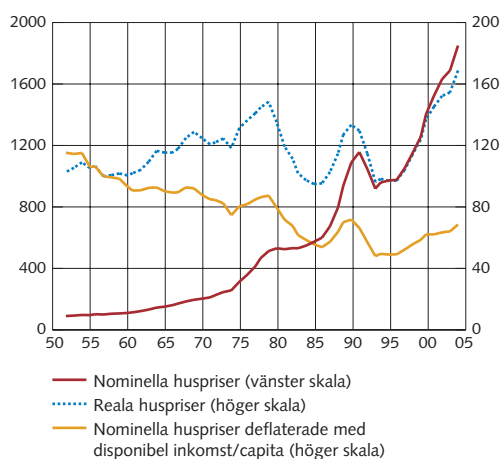
88 Se till exempel Europeiska Kommissionen (2005), "The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets".

Diagram 5. Småhuspriser.  
Index: 1986 = 100



Källa: SCB.

Diagram 6. Nominella huspriser, reala huspriser  
och pris i förhållande till disponibel inkomst.  
Index: 1957 = 100



Källa: SCB.

Ett ytterligare särdrag är förekomsten av så kallad "sub-prime lending", det vill säga utlåning till hushåll med låg eller otillräcklig kreditvärdighet. Bland länderna i denna artikel förekommer detta främst i USA, men även i Storbritannien och i Australien. Verksamheten har också nyligen introducerats i Sverige, dock ännu i liten skala. Denna typ av utlåning gör det möjligt för fler hushåll och individer att ta upp huslån vilket sannolikt leder till stigande huspriser.

## Bostadspriser i Sverige

I Sverige har småhuspriserna ökat mer eller mindre konstant sedan mitten av 1990-talet. Under 2005 har priserna ökat något långsammare än under 2004, men prisökningstakten är fortfarande förhållandevis hög. Kvartalsdata visar att huspriserna ökade med 7,4 procent mellan andra kvartalet i år och andra kvartalet förra året. Månadsstatistik visar att priserna under perioden juli till september i år steg med 10 procent i jämförelse med motsvarande period förra året.<sup>89</sup>

Det finns dock stora regionala skillnader, i synnerhet mellan storstadsregionerna och övriga landet. Fram till början av 2000-talet steg bostadspriserna snabbare i storstadsområdena än i övriga delar av landet. Efter 2001 har prisökningstakten i Stockholm dämpats och priserna har därefter stigit långsammare än i riket som helhet. I Göteborg och Malmö har prisökningstakten däremot accelererat under samma period (se tabell 1 och diagram 5).

En möjlig orsak till att bostadspriserna ökat långsammare i Stockholm är att de bostadsägande hushållen där är avsevärt mer skuldsatta än hushållen i andra delar av Sverige. Högre skuldsättning innebär högre räntekostnader, vilket begränsar möjligheten till ytterligare belåning.<sup>90</sup>

Tabell 1: Årlig procentuell ökning av nominella småhuspriser

År	Storstockholm	Storgöteborg	Stormalmö	Sverige
2000	21,4	11,3	14,6	11,0
2001	9,9	7,5	8,1	8,0
2002	5,6	7,0	7,8	6,3
2003	2,1	12,3	10,4	6,6
2004	7,2	13,2	13,0	9,6
2005 kv2	4,8	8,4	10,1	7,4

Källa: SCB

<sup>89</sup> Med huspriser menas i resten av artikeln, om inget annat anges, fastighetsprisindex för permanenta småhus. Såväl månadsstatistik som kvartalsstatistik kommer från SCB. Kvartalsstatistiken släpar efter i redovisningen och finns ännu bara tillgänglig till och med andra kvartalet i år. Månadsstatistiken redovisas snabbare, men är i gengäld av något sämre kvalitet.

<sup>90</sup> Mätt som skulder i förhållande till disponibel inkomst enligt beräkningar av SCB:s HEK-data 2003.

De reala huspriserna, det vill säga huspriser deflaterade med konsumentprisindex, uppvisar tre perioder med högt uppdrivna priser – en i slutet av 1970-talet, en kring 1990 och den nuvarande uppgången (se diagram 6). Det som skiljer den nuvarande uppgången från de tidigare är att inflationen nu är avsevärt lägre, vilket gör att de reala husprisökningarna tydligare följer de nominella. De nominella huspriserna i förhållande till hushållens disponibla inkomst per capita visar emellertid att huspriserna faktiskt har fallit trendmässigt sedan 1950-talet. Visserligen har kvoten stigit de senaste åren, men ökningen är svagare än för de reala huspriserna och kvoten ligger fortfarande under topparna kring 1979 och 1990.

**I artikeln fokuseras på prisutvecklingen för småhus. Detta eftersom statistikunderlaget för priser på bostadsrätter är betydligt sämre än för småhuspriser och det därför är svårt att dra några generella slutsatser om prisutvecklingen på dessa.**

SCB har data över medianpriset på sålda bostadsrätter men ger följande beskrivning av sin bostadsrättsstatistik: "Det bör påpekas att det är vanskligt att med stöd av siffrorna dra någon slutsats om prisutvecklingen på bostadsrätter. För att kunna göra detta krävs ett bättre mått än enbart medel- eller medianpris, vilket inte tar hänsyn till storlek, belägenhet eller andra faktorer som påverkar marknadspriset. Ett kvadratmeterpris går dock inte att beräkna eftersom uppgift om storlek/yta saknas i underlaget."

Av tabell 2 framgår att medianpriset på bostadsrätter enligt SCB:s statistik har ökat kraftigare i Malmö och Göteborg jämfört med Stockholm under perioden 2001-2004.

Statistik över bostadsrätter publiceras också genom ett samarbete mellan Mäklarsamfundet, Föreningssparbanken Fastighetsbyrå och Svensk Fastighetsförmedling. Mäklarstatistiken, som bygger på cirka 38 000 försäljningar i hela riket under den senaste tolv månadersperioden, ger en något annorlunda bild än SCB:s statistik fram till 2004. Mellan oktober 2004 och september 2005 steg bostadsrättspriserna i hela landet med 11 procent. Priserna i samtliga storstadsområden har enligt denna statistik ökat avsevärt snabbare än riket i stort. Under det senaste året har priserna i Storstockholm ökat med 17 procent, i Storgöteborg med 21 procent samt i Stormalmö med 17 procent.<sup>91</sup>

Tabell 2: Procentuell ökning i medianen av nominella bostadsrättspriser

År	Storstockholm	Storgöteborg	Stormalmö	Sverige
2001	11	25	20	30
2002	16	28	25	31
2003	0	23	37	22
2004	10	22	30	25

Källa: SCB.

<sup>91</sup> Enligt Riksbankens finansmarknadsstatistik står utlåningen till bostadsrätter för drygt 12 procent av bostadsinstitutens utlåning. Utlåningen till bostadsrätter ökar dock snabbare än utlåningen till småhus.

## VAD FÖRKLARAR DE SVENSKA BOSTADSPRISERNA ?

För att undersöka hur pass väl ett antal variabler förklarar den svenska prisutvecklingen sedan slutet av 1980-talet skattas ett antal ekvationer. Det bör dock understrykas att ekonometriska skattningar endast är en av flera metoder som Riksbanken använder i sin analys av husprisutvecklingen. Ekonometriska skattningar är med nödvändighet förenklingar av verkligheten och resultaten kan påverkas om viktiga förklarande faktorer inte är inkluderade eller om statistiken är bristfällig.

Som beroende variabel i ekvationerna används genomgående SCB:s småhusprisindex,  $hpr_t$  (deflaterat med UND1X och logaritmerad) tillsammans med följande förklarande variabler:

- **Hushållens disponibla inkomst** ( $di_t$ ) – Fasta priser, logaritmerad, och säsons- och kalenderkorrigerad.
- **Realränta** ( $r_t$ ) – Följande realräntor har testats: 5-årig statsobligation ( $r_t^{5y}$ ), 2-årig statsobligation, 2-årig, 5-årig och rörlig bolåneränta från Statshypotek. Realräntan är beräknad efter skatt och med UND1X.
- **Arbetslöshet** ( $u_t$ ) – Säsongrensad öppen arbetslöshet i procent.
- **Demografi** – Varianter av antalet personer i olika ålders-kategorier.
- **Utbudet av bostäder** – Bostadsbeståndet av småhus.

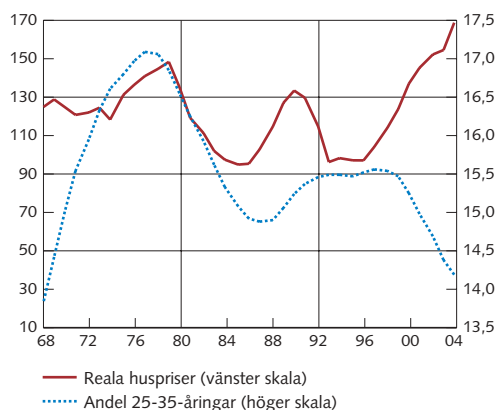
Samtliga variabler finns tillgängliga på kvartalsfrekvens, utom de demografiska variablerna och bostadsbeståndet som är framräknade från årsdata.

Inledningsvis skattas en ekvation där husprisernas nivå förklaras med realränta och disponibel inkomst. Denna byggs därefter ut med fler variabler. Ekvationens långsiktssamband skattas från första kvartalet 1987 (vilket är så långt tillbaka som det finns data) till första kvartalet 2005 (sista kvartalet 2004 för de specifikationer som kräver årsdata):

$$hpr_t = c + 1.3di_t - 0.06r_t^{5y} + e_t \quad (1)$$

De skattade parametrarna i ekvation (1) ska tolkas som att 1 procent högre disponibel inkomst, allt annat lika, ökar huspriserna med 1,3 procent på lång sikt, medan 1 procentenhets högre realränta (baserad på den 5-åriga statsobligationsräntan), allt annat lika, sänker huspriserna med 6 procent. Ekvation (1) har även skattats med de övriga räntor som anges ovan, ränteparametern varierar då mellan -0,04 och -0,06.

Diagram 7. Andelen 25-35 åringar som andel av totalbefolkningen (procent) och reala huspriser. Index: 1957 = 100



Källa: SCB.

För att utvidga ekvationen inkluderas även arbetslösheten, ekvation (2). Högre arbetslöshet borde innebära lägre huspriser främst av det skälet att hushållen får mindre pengar att handla hus för. Denna effekt är dock redan inkluderad i disponibelinkomsten, men det kan finnas andra sätt på vilket arbetslösheten kan påverka huspriserna. Det är rimligt att hushållens intresse att låna är lägre när hotet om uppsägning upplevs vara större och på samma sätt kan man misstänka att bankernas kreditgivning blir mer restriktiv till hushåll som riskerar att drabbas av arbetslöshet.

$$hpr_t = c + 1.5di_t - 0.02r_t^{5y} - 0.03u_t + e_t \quad (2)$$

I ekvationen ovan skattas ränteelasticiteten till strax över 0,02, vilket innebär att 1 procentenhets högre realränta sänker huspriserna med drygt 2 procent. Parametern för arbetslösheten har rätt tecken och tolkas som att 1 procentenhets högre arbetslöshet sänker huspriserna med 3 procent. Dessa skattningar är robusta oavsett vilken ränta som används och ränteparametern skattas alltid till mellan -0,02 och -0,01.

Enligt tidigare diskussion så har ett antal ekonometriska studier visat att andelen presumtiva förstagångsköpare i förhållande till totalpopulationen är positivt korrelerad med huspriserna. För att undersöka detta inkluderades andelen 25-35 åringar av totalbefolkningen i ekvation (1). Parametern fick dock fel tecken - ju större andel av befolkningen i åldern 25-35 år, desto lägre småhuspriser. Att så blev fallet är inte särskilt överraskande eftersom andelen presumtiva förstagångsköpare och huspriserna rört sig i motsatt riktning sedan slutet av 1990-talet (se diagram 7).

Givetvis spelar även utbudet på bostäder (småhus och lägenheter) en viktig roll för prismekanismen på bostadsmarknaden. Just nu ökar utbudet av bostäder i Sverige, vilket märks i ett ökat antal färdigställda och påbörjade bostäder, fler bygglov och ökade bostadsinvesteringar. På sikt kommer den kraftiga nybyggnationen att dämpa bostadspriserna, men sannolikt inte i så stor utsträckning. Dels går en del flaskhalsar endast i begränsad utsträckning att bygga bort, exempelvis i Stockholms innerstad, dels är många nybyggnationer dyra. En viktig anledning till att det byggs mycket nu är att kombinationen av höga bostadspriser och låga räntor gör det lönsamt att bygga nytt och sälja. Om priserna skulle falla finns det därför skäl att tro att intresset för att producera bostäder också avtar.<sup>92</sup>

I ett försök att kontrollera för storleken på bostadsstocken, dividerades bostadsbeståndet med antalet personer i ålder 16-65. Tanken är att när det finns gott om (brist på) småhus i relation till antalet flyttvilliga personer i arbetsför ålder pressar detta ner (upp) priserna. Logaritmen av denna variabel,  $m_t$ , inkluderades i ekvation (3).

92 En annan faktor som möjligen bidragit till de höga bostadspriserna, i synnerhet på bostadsrätter i attraktiva områden, är regleringen på hyresmarknaden. För en diskussion om hyresregleringens effekter på bostadspriserna, se Häckner, J. och Nyberg, S. (2000): "Rent Control and Prices of Owner-occupied housing", *Scandinavian Journal of Economics*, 102(2), s. 311-324.

$$hpr_t = c + 1.1di_t - 0.03r_t^{5y} - 12.2m_t + e_t \quad (3)$$

Tecknet på den nya variabeln är rätt och inte beroende på om man inkluderar perioden före 1992 eller inte. Skattningen för ränteparametern är också stabil med avseende på vilken ränta man använder och ligger alltid mellan -0,01 och -0,03.

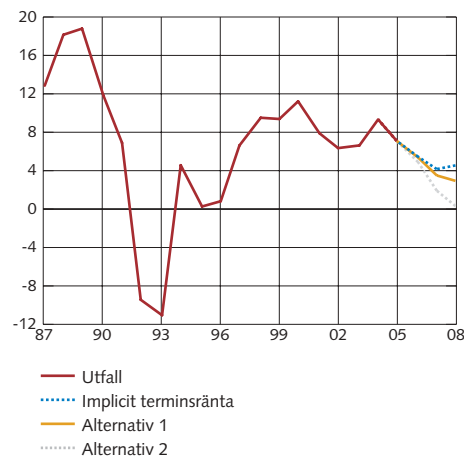
Ett sätt att undersöka om en skattad ekvation är användbar är att se om den kan användas för att göra prognoser. För att undersöka om de ekvationer som undersökts har något prognosvärde genomfördes en enklare prognosövning för perioden mellan första kvartalet 2002 till och med fjärde kvartalet 2004. Överlag verkade ekvationerna ovan ha relativt god prognosförmåga och de ekvationer som inkluderade utbudsvariabeln (antal småhus dividerat med populationen i ålder 16-65) verkade ge bäst resultat.

Samtliga skattade ekvationer visar att huvuddragen i husprisutvecklingen under det senaste decenniet går att förklara med stigande inkomster, låga räntor och lågt nybyggande. Samtidigt ligger dock huspriserna under de sista skattningsperioderna något över vad som impliceras av dessa enkla modeller. Medelvärde av dessa avvikelser är 6 procent. Skattningarna är dock osäkra. Som ett illustrativt exempel kan det nämnas att vissa av ekvationerna signalerar att priserna under hela 40 procent av den studerade tidsperioden är mer än 6 procent högre eller lägre än vad som ges av modellen. Precisionen i skattningarna faller också extra mycket i slutet av skattningsperioden, dels eftersom en del data är preliminär, dels eftersom de filter som används för att säsongrensa data fungerar avsevärt sämre i ändpunkterna av datamaterialet. Resultaten förändras också något om de turbulenta åren i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet exkluderas.<sup>93</sup>

Att huspriserna överlag kan förklaras av ovanstående faktorer utesluter inte möjligheten att prisökningstakten kan avta, eller att priserna till och med kan falla. Förklaringsvariablerna kan ändras och därmed bidra till en annan prisutveckling. Att utbudet eller de demografiska faktorerna skulle ändras markant är inte särskilt sannolikt på kort sikt. Mer sannolikt är däremot att högre räntor eller lägre inkomster framöver kan ge en annan prisutveckling än den som rått under senare år. Om dessa förändringar dessutom sker snabbt kan prisutvecklingen bli mer drastisk.

Räntorna ligger i dagsläget i den lägre delen av det intervall på mellan 2 och 6 procent som normalt gällt för de nominella svenska långräntorna. Det är alltså rimligt att förvänta sig högre räntor framöver. I diagram 8 visas de nominella husprisernas utveckling under ett antal scenarier för ränteutvecklingen. Implicita terminräntor (den så kallade it-räntan som används i inflationsprognosen) visar marknadens

Diagram 8. Nominella huspriser under ett antal räntescenarier. Årlig procentuell förändring



Anm. Kalkylerna bygger på Riksbankens prognoser för disponibelinkomst och den skattade ränteelasticiteten från en tvåårig statsobligation.

Källor: SCB och Riksbanken.

93 B. Barot och Z. Yang skattar en mer utförlig modell för reala huspriser i Sverige och finner en ränteelasticitet på -0,021, vilket ligger nära våra resultat för ekvation (2) och (3). Se B. Barot och Z. Yang, "House prices and housing investments in Sweden and the United Kingdom. Econometric Analysis for the period 1970-1998", *Review of Urban & Regional Development Studies*, Vol 14:2.

förväntningar på ränteutvecklingen framöver. Enligt dessa förväntas räntan stiga till 3,6 procent i slutet av år 2008. Under alternativ 1 i diagrammet antas räntan stiga till 4,6 procent under samma period. Under alternativ 2 antas en ränta på 6 procent i slutet av år 2008. Av diagrammet framgår att prisökningstakten kommer att avta framöver om räntorna stiger i enlighet med marknadsaktörernas förväntningar. Med antaganden om större ränteuppgångar blir effekterna på de nominella huspriserna givetvis mer markanta.

### Slutsatser

I ett antal länder har huspriserna stigit snabbare än tillväxten i ekonomin i stort. Huspriserna har också i många fall stigit snabbare än hyrorna, vilka representerar det kassaflöde som rimligtvis borde ligga bakom prisutvecklingen. Stigande huspriser motiveras av ett antal gemensamma faktorer i dessa länder. För det första har räntorna varit låga och fallande under perioden. Därutöver har stigande disponibla inkomster och strukturella förändringar på bolånemarknaden påverkat prisutvecklingen. Det finns dock också nationella särdrag som skiljer länderna åt. Exempelvis har möjligheter att köpa bostad för att hyra ut och att låna trots bristande kreditvärdighet med stor sannolikhet haft betydelse för prisutvecklingen i de länder där detta förekommer.

Efter en period i början av 1990-talet med snabbt fallande huspriser har såväl de nominella som de reala huspriserna stigit i snabb takt. De skattningar som presenteras i denna artikel indikerar att huspriserna i huvudsak kan förklaras av låga räntor, stigande disponibla inkomster och lågt nybyggande.

Att dagens nivåer på huspriser tämligen väl kan förklaras av ovanstående faktorer utesluter dock inte risken för att prisökningstakten kan avta, eller att priserna till och med kan falla. Om de faktorer som varit drivande för utvecklingen förändras kan det mycket väl leda till lägre prisökningstakt eller till och med att småhuspriserna faller.



## ■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

- **2005:1**  
Riskkapitalbolagen i Sverige  
Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn
- **2004:2**  
Priser och kostnader i det svenska betalningssystemet  
Marknaden för långsiktigt sparande  
Storbankernas finansiering
- **2004:1**  
De svenska hushållens skuldsättning och betalningsförmåga –  
en analys på hushållsdata  
Interna riskklassificeringssystem och riskkänsliga kapitalkrav
- **2003:2**  
Riksbankens roll som lender of last resort  
Finansiell integration och ansvaret för det finansiella systemets  
stabilitet inom EU
- **2003:1**  
Kan ett bankfallissemang hota betalningssystemet?  
Euron och finansiell stabilitet i Sveriges riksbank
- **2002:2**  
Central motpartsclearing i värdepappersmarknaden  
Utlåningstillväxt som indikator på finansiell stabilitet  
Svenska bankers internationella expansion
- **2002:1**  
Det framtida betalningssystemet i Sveriges riksbank  
Hanteringen av marknadsrisker  
Svenska storbanker i en internationell jämförelse
- **2001:2**  
Övervakning av den finansiella infrastrukturen och  
finansiell stabilitet  
Kreditgivning och kreditrisker  
CLS Bank – förbättrad riskhantering på valutamarknaden  
Ekonomiska effekter av utbyggnaden av tredje generationens  
mobiltelefoni – 3G
- **2001:1**  
Likviditet och likviditetsrisk  
Konjunkturcykeln och regelverket för banker  
Operativa incidenter i banksystemet – två exempel  
Ökad finansiell stabilitet genom internationella standarder

- **2000:2**  
Operativa risker
- **2000:1**  
Vilka åtgärder kan vidtas om det sker en oroande riskupbyggnad i bankerna?
- **1999:2**  
Förberedelser inför övergången till år 2000
- **1999:1**  
År 2000 – omställningen i den finansiella sektorn
- **1998:1**  
Motparts- och avvecklingsrisker – en introduktion  
År 2000 – en risk för den finansiella stabiliteten?