



Finansiell stabilitet

2006:2

Innehåll

- FÖRORD 5

- SAMMANFATTANDE STABILITETSBEDÖMNING 7
 - I korthet 7

- FINANSIELLA MARKNADER 13
 - Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna 13
 - Risker för svenska banker och låntagare 16
 - Sammanfattande bedömning av de finansiella marknaderna 18

- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 21
 - Den svenska hushållssektorn 21
 - Hushållssektorerna i Tyskland, övriga Norden och de baltiska länderna 24
 - Den svenska företagssektorn 25
 - Företagssektorerna i Tyskland, övriga Norden och de baltiska länderna 29
 - Fastighetsföretagen 30
 - Sammanfattande bedömning av de svenska bankernas låntagare 33

- UTVECKLINGEN I BANKERNA 35
 - Lönsamhet och intjäning – strategisk risk 36
 - Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk 41
 - Finansiering – likviditetsrisk 44
 - Motpartsexponeringar – spridningsrisk 46
 - Stresstest av bankernas motståndskraft 47
 - Sammanfattande bedömning av utvecklingen i bankerna 51

- KAN SVENSKA MYNDIGHETER HANTERA PROBLEMINSTITUT? 55
 - Inledning 55
 - Fallet Custodia 57
 - Lärdomar av Custodiafallet 59
 - Banklagskommitténs förslag 67
 - Slutsatser 68

- **HANDELN MED KREDITDERIVAT OCH
IMPLIKATIONER FÖR FINANSIELL STABILITET 71**
 - Bakgrund **71**
 - Vad är ett kreditderivat? **71**
 - Marknadsutvecklingen internationellt **76**
 - Potentiella risker i handeln med kreditderivat **80**
 - Avslutning **83**

- **ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER 85**

Fördjupningsrutor

- Riksbanken och den finansiella stabiliteten **6**
- En jämförelse av krisförloppen i LTCM och Amaranth **19**
- Fördjupning – räntenetto och provisionsnetto **39**
- Kreditriskmodellen **50**
- Internationell praxis **64**
- Indexprodukter och syntetiska CDO **74**
- Statistikunderlag för kreditderivatmarknaden **77**
- Svenska bankers handel med kreditderivat **79**

Förord

Riksbanken har fått i uppdrag av Riksdagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det innebär att vi värnar om den finansiella stabiliteten, vilket också är en grundförutsättning för en effektiv penningpolitik. Att löpande analysera stabiliteten ger möjlighet att tidigt upptäcka förändringar och sårbarheter som tillsammans kan leda till en allvarlig kris. En grundlig analys skapar även förutsättningar för att hantera eventuella krissituationer. I rapporten Finansiell Stabilitet, som publiceras två gånger om året, gör Riksbanken en samlad bedömning av de risker och hot som finns mot det finansiella systemet, och värderar motståndskraften mot dessa. Arbetet med stabilitetsanalysen är därmed ett verktyg direkt kopplat till Riksbankens uppgift att bidra till ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Genom att sprida analysen till aktörerna på de finansiella marknaderna och andra intressenter kan vi dela med oss av våra analyser och bidra till debatten i ämnet.

Riksbankens direktion har behandlat rapporten den 9 och 23 november. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 20 november.

Stockholm i december 2006

Stefan Ingves

RIKSBANKSCHEF

Riksbanken och den finansiella stabiliteten

Riksbanken har fått Riksdagens upp-
gift att "främja ett säkert och effektivt
betalningsväsende". Betalningsväsendet
är viktigt för all ekonomisk verksamhet och
en central del i det finansiella systemet. Staten
har ett särskilt intresse av att övervaka att det
fungerar eftersom en allvarlig kris i det finansiella
systemet riskerar att ge omfattande ekonomiska
och sociala kostnader.

**Affärsbankerna står för de centrala delarna
av betalningsväsendet.** Samtidigt kännetecknas
de av en inbyggd instabilitet. Det beror på att
bankernas skulder till största delen är kortfristiga,
de består av inlåning eller lån från andra banker,
medan tillgångarna oftast är långfristiga. I
Sverige dominerar de fyra storbankerna, som
tillsammans står för omkring 80 procent av
marknaden. Utöver de systemviktiga bankerna
består det finansiella systemet också av andra in-
stitut, av marknadsplatser och av den finansiella
infrastruktur där transaktioner registreras och
avvecklas. Infrastrukturen omfattar också det of-
fentliga ramverket, det vill säga regler och tillsyn.

**Stabiliteten bygger på att det finns ett
förtroende för det finansiella systemet.** Det kan
räcka med att problem uppstår i ett institut för
att skapa misstankar som sprider sig till liknande
verksamheter. Om förtroendet försvinner kan
bankerna få svårt att bedriva sin verksamhet och
då är systemet i fara. Grundförutsättningar för
förtroendet är sunda institut och en väl fungeran-
de marknad.

**Riksbanken analyserar löpande stabiliteten
i det finansiella systemet för att tidigt upptäcka
förändringar och sårbarheter som kan leda
till en kris.** I fokus för analysen står de system-
viktiga instituten, det vill säga de fyra storbanker-
na. I rapporten Finansiell Stabilitet publicerar
Riksbanken två gånger per år sin syn på riskerna
och bankernas motståndskraft mot eventuella
störningar. Andra sätt att sprida kunskap är att
föra dialog med aktörerna på marknaden, publi-
cera tal och medverka i den offentliga debatten.
Riksbanken har också möjlighet att påverka
utformningen av de lagar och regler som finns
för tillsyn och krishantering bland annat genom
att svara på remisser och genom att medverka i
internationella organisationer.

**Verksamheten handlar också om att
hålla en god krisberedskap.** Riksbanken är den
myndighet som har möjlighet att ge likviditets-
stöd om problemen skulle vara så allvarliga att
hela systemet är hotat. Om ett institut med
problem går i konkurs måste staten arbeta för
att minimera de negativa följderna. Det kan i
vissa fall innebära att se till att institutet kan av-
vecklas under ordnade former.

**Riksbanken har ett nära samarbete med
Finansinspektionen och Finansdepartementet.**
Finansdepartementet ansvarar för regleringen av
de finansiella företagen och Finansinspektionen
ansvarar för tillsynen. I både det förebyggande
arbetet och vid en eventuell krishantering är
samspelet mellan myndigheterna viktigt. Detta
gäller även internationellt i takt med att de
finansiella företagen i allt större utsträckning
arbetar över nationsgränserna.

■ Sammanfattande stabilitetsbedömning

I korthet

Riksbanken ser för närvarande inga allvarliga hot när det gäller den finansiella stabiliteten. Bankernas motståndskraft har ökat ytterligare under det senaste halvåret, vilket främst är en följd av fortsatta lönsamhetsförbättringar. Men det finns ett antal områden där det sker en uppbyggnad av risk. I dagsläget utgör de inget hot, men om utvecklingen fortsätter och om det ekonomiska läget försämras kan riskerna bli mer påtagliga. Riskerna presenteras utan inbördes rangordning.

- På de finansiella marknaderna kvarstår risken för snabba priskorrigeringar, vilket kan leda till ökad osäkerhet och kraftigt försämrad likviditet.
- Återigen kan Riksbanken konstatera att den snabba öknings- takten i huspriser och hushållens skuldsättning inte är långsiktig hållbar.
- Andelen lånefinansierade företagsköp som sker via riskkapitalbolag fortsätter att växa. Stigande priser på objekten i kombination med en ökande belåning leder till högre risker i utlåningen.
- Utvecklingen i fastighetssektorn utgör också en risk. Priserna på kommersiella fastigheter stiger snabbt, vilket inte helt kan förklaras med stigande hyror och sjunkande vakanser.
- Slutligen vill Riksbanken lyfta fram de risker som är förknippade med utlåningen i de baltiska länderna, där ekonomierna har problem med växande obalanser.

Risker och hot mot den finansiella stabiliteten kan komma från flera olika håll. Utvecklingen på de finansiella marknaderna och i real-ekonomin kan skapa obalanser som påverkar stabiliteten. Det kan också uppstå problem direkt hos bankerna. En stor del i arbetet med att bedöma den finansiella stabiliteten i Sverige går därför ut på att bedöma motståndskraften mot eventuella störningar hos de fyra storbankerna, som tillsammans spelar en avgörande roll i det finansiella systemet. Analysen av låntagarna är viktig, eftersom kreditrisken är den i särklass största risk som bankerna är utsatta för.

Sammanfattningen inleds med en kort genomgång av den senaste tidens utveckling. En mer detaljerad beskrivning finns under respektive kapitel. I den här rapporten har Riksbanken valt att lyfta fram ett antal områden där det riskerar att skapas obalanser eller svagheter. I samband med riskbilden presenteras två tester som Riksbanken utfört för att bedöma hur extrema händelser påverkar bankernas motståndskraft. Avslutningsvis kommer en kort beskrivning av de två artiklar som behandlar aktuella ämnen i anknytning till finansiell stabilitet.

Konjunkturen har fortsatt att utvecklas starkt både i Sverige och internationellt, vilket avspeglar sig i de finansiella marknaderna. På de flesta börserna ligger kurserna på en högre nivå än i början av året, efter en tillfällig nedgång under våren och sommaren. Sedan Riksbanken publicerade den förra stabilitetsrapporten har de korta räntorna fortsatt att justeras upp i samband med att penningpolitiken har drivits i en mindre expansiv riktning, medan långräntorna är fortsatt låga. Kreditspreadarna ligger kvar på historiskt låga nivåer.

Banksektorns möjligheter att stå emot oväntade förluster är fortsatt goda. Lönsamheten har fortsatt att öka. Den viktigaste förklaringen är den ökade omsättningen på aktiemarknaden och stigande kurser vilket har bidragit till att höja bankernas provisionsnetto. Bankernas största intäktskälla, räntenettet, ökade med ett par procent, vilket i huvudsak beror på en hög utlåningstillväxt. Resultatet antyder att bankerna är beroende av fortsatt stigande aktiemarknader den närmaste tiden för att behålla rådande lönsamhetsnivåer. Fortsatt tillväxt i räntenettet bör främst vara beroende av att utlåningstillväxten håller i sig.

Riskerna i banksystemet är begränsade. Utlåningen har visserligen fortsatt att öka. Men det är svårt att se att kreditförlusterna skulle stiga markant, givet Riksbankens huvudscenario med förväntningar om en fortsatt stark konjunkturutveckling. När det gäller marknadsriskerna är bilden mer splittrad. Det finns vissa, men inte entydiga, tecken på att marknadsriskerna har ökat något. Men de ligger fortfarande på förhållandevis låga nivåer. Riksbanken har gjort tester för att bedöma spridningsriskerna och slutsatsen är att också dessa är måttliga.

Ökningstakten i utlåningen till hushållen har dämpats, men den ligger fortfarande på rekordhög nivåer en god bit över tio procent. Hushållens skuldkvot har fortsatt att öka samtidigt som Riksbankens senaste beräkningar tyder på att hushållens marginaler ökade under fjolåret. Eftersom en stor del av hushållens skulder är säkrade mot fastigheter är prisutvecklingen på småhus viktig att följa. Det finns inga riktigt konkreta tecken på att den kraftiga prisuppgången har börjat bromsa, men den senaste tidens utveckling ger en bild av en något svagare utveckling. Riksbanken bedömer att stigande räntor så småningom bidrar till att dämpa ökningstakten både när det gäller priserna på småhus och när det gäller hushållens upplåning och skuldsättning.

Trots att ökningstakten i företagens upplåning mattades under sommaren ligger den fortfarande högre än i våras. Riksbanken bedömer att företagens upplåning kommer att fortsätta öka, men att öknings-

takten dämpas när räntorna stiger och investeringarna sjunker. Samtidigt har företagens betalningsförmåga fortsatt att stärkas. Fastighetsföretagen, den bransch som bankerna har störst exponering mot, följer samma mönster. Här har skuldsättningsgraden ökat marginellt, vilket sannolikt beror på den höga aktiviteten på fastighetsmarknaden. Riskpremien på fastighetsinvesteringar fortsätter samtidigt att falla.

RISKBILDEN

Det finns ett antal områden som Riksbanken vill lyfta fram, där det sker en uppbyggnad av risker. I dagsläget är ingen av dessa risker ett hot mot den finansiella stabiliteten. Den slutsatsen är viktig att ha i åtanke i den fortsatta genomgången av riskbilden. Men inte desto mindre; om uppbyggnaden av risk fortsätter och om det ekonomiska läget försämras kan riskerna bli mer betydande. Riskerna presenteras utan inbördes rangordning, de följer upplägget i rapporten.

- **Riskpremierna är historiskt låga och det kan leda till snabba priskorrigeringar på kreditmarknaden.** De låga riskpremierna kan vara ett resultat av att investerare sökt sig till mer riskfyllda tillgångar för att få en högre avkastning. Om det innebär att investerarna inte har krävt den riskkompensation som de normalt skulle göra, finns det risk för snabba priskorrigeringar på kreditmarknaden. En ökad finansiell oro kan leda till att många investerare samtidigt vill vikta om sina portföljer, till exempel genom att sälja riskfyllda tillgångar till förmån för tryggare investeringar. Det kan i sin tur skapa ytterligare turbulens med betydande prisrörelser och minskad likviditet som följd. Men prisanpassningar kan mycket väl komma att ske under ordnade former. Ett exempel på en händelse som passerat relativt obemärkt är hedgefonden Amaranths sammanbrott under hösten. Att det finansiella systemet klarade av att hantera denna typ av händelse kan tolkas som att motståndskraften ökat. Det är dock inte självklart att detta gäller i ett läge då marknaden är mindre likvid.
- **Den snabba uppgången i huspriserna och hushållens skuldsättning kan inte fortsätta på sikt.** För närvarande har vi en situation där både skulder och huspriser ökar med en god bit över tio procent per år, även om ökningstakten har börjat avta. Det som driver utvecklingen är i första hand det låga ränteläget och en god inkomstutveckling i kombination med ett lågt nybyggande. Svenskar köper sitt boende för att bo, till skillnad från i andra länder där det är vanligt att sparande placeras i bostäder för uthyrning i andrahand. Majoriteten av låntagarna har goda möjligheter att klara högre räntor och tillfälliga inkomstbortfall, även om det naturligtvis finns risker för enskilda hushåll. Bankerna står dessutom starka och av historien att döma är det

ovanligt att just hushållen orsakar bankerna stora förluster. I dagsläget verkar inte hushållens skuldsättning vara ett problem. Men det kan vara i goda lägen som grunden till framtida kreditförluster skapas. Det finns därmed anledning att fortsätta följa detta område noggrant.

- **De lånefinansierade företagsköpen som sker via riskkapitalbolag ökar kraftigt. Stigande priser på objekten i kombination med högre belåning bidrar till att riskerna ökar.** Under 2005 mer än tredubblades riskkapitalbolagens investeringar genom företagsförvärv och trenden ser ut att hålla i sig i år. Konkurrensen om kreditgivningen till riskkapitalbolagen är hård och de institutionella investerarna har tagit marknadsandelar från bankerna. Den hårda konkurrensen riskerar att leda till sänkta kreditkrav och en högre andel amorteringsfria lån. Men samtidigt bidrar de institutionella investerarna till att riskerna i större utsträckning prissätts och sprids utanför bankerna, vilket i grunden är positivt för den finansiella stabiliteten. Bankernas exponering mot lånefinansierade förvärv där riskkapitalbolag är inblandade är fortfarande relativt låg, den motsvarar ungefär tre procent av bankernas totala utlåning till företagssektorn. Positivt är också att bankerna nästan uteslutande håller de så kallade seniora krediterna, det vill säga krediter som kommer först i prioriteringsordningen vid konkurs.
- **Priserna på kommersiella fastigheter stiger snabbt, men hyrorna och vakanserna har ännu inte följt med. Det kan tyda på att risken i placeringarna ökar.** På lång sikt ska prisökningar på fastigheter motsvaras av ökade hyresintäkter, eftersom dessa utgör den underliggande avkastningen. Hittills har hyrorna stigit ytterst blygsamt och det mest troliga är att utrymmet för hyreshöjningar minskar framöver, då tillväxten i ekonomin spås bli lägre. Vakansgraderna har visserligen fallit något, men långt ifrån tillräckligt för att motivera de kraftiga prisuppgångarna som sker. Det mesta tyder på att riskpremien på kommersiella fastigheter har fallit, på samma sätt som de gjort på en rad tillgångar de senaste åren. Men det finns all anledning att ifrågasätta rimligheten i de nuvarande låga premierna. Om de justeras upp till mer normala nivåer kommer priserna på kommersiella fastigheter att falla. Till det positiva hör att både intjäningen och betalningsförmågan hos fastighetsföretagen är god i dagsläget.
- **Utvecklingen i de baltiska länderna utgör en risk för de svenska banker som har en betydande verksamhet där.** I den här regionen ökar upplåningen kraftigt, även om det sker från låga nivåer. Att krediterna i första hand har gått till investeringar i fastigheter har bidragit till att överhetta ekonomierna. De finansiella åtgärderna har inte varit tillräckliga för att dämpa efter-

frågeökningen. Samtidigt begränsar den fasta växelkursregimen utrymmet för penningpolitiken. Många låntagare har också en växelkursrisk eftersom merparten av upplåningen sker i euro. Växelkursrisken består fram till dess att länderna faktiskt är med i valutaunionen. I de två banker som har störst exponering mot de här länderna utgör verksamheterna en allt större del av de totala rörelseresultatet – cirka 14 respektive 16 procent. Konsekvenserna skulle därför kunna bli kännbara för bankerna, framför allt på intäktssidan, om låntagarna får betalningssvårigheter.

För att bedöma hur mindre sannolika, men fullt möjliga, händelser kan påverka bankernas motståndskraft har Riksbanken genomfört två så kallade stress-tester. De visar hur kreditrisken i bankernas portföljer kan påverkas vid två olika scenarier, som varar under tre år, båda direkt kopplade till den aktuella riskbilden. Det första scenariot utgår från en generell försämring av kreditvärdigheten i de baltiska länderna. Konkurs sannolikheterna ökar successivt och en gradvis försämring av intjäningen sker. Testerna visar att bankernas kreditrisktäckning skulle vara god under samtliga år. I det andra scenariot har Riksbanken valt att titta närmare på effekterna av en försämrad konjunktur och därmed en försämrad kreditkvalitet. I scenariot antas en vändning i kreditykeln, liknande den som inträffade år 2000. Slutatsen blir att samtliga fyra storbanker skulle klara en sådan utveckling väl, men att banker med en stor andel företagslån i sin portfölj skulle drabbas mer. I båda scenarierna skulle visserligen utrymmet för att klara ytterligare negativa händelser minska, men motståndskraften bedöms fortfarande vara god.

ARTIKLAR

I varje nummer av stabilitetsrapporten publicerar Riksbanken en eller ett par artiklar som behandlar aktuella ämnen med anknytning till finansiell stabilitet. Den här gången har Riksbanken valt att skriva om två sådana ämnen.

Svenska myndigheter har inte tillräckliga möjligheter att hantera probleminstitut. Turerna kring kreditinstitutet Custodia blev en tydlig påminnelse om detta. Problemen omfattar långt mer än de småsparare som fått se sina besparingar låsta under en anmärkningsvärt lång tid. Det i särklass mest allvarliga är att dagens regelverk försvårar hanteringen av akuta problem som hotar det finansiella systemet, såsom en framtida bankkras. Riksbanken ser ett stort behov av ny lagstiftning på det här området. Läs mer om detta i artikeln *Kan svenska myndigheter hantera probleminstitut?*

Ett annat aktuellt ämne är att handeln med kreditderivat har vuxit explosionsartat de senaste åren. Det pågår för närvarande en intensiv debatt om tänkbara risker för stabiliteten i det finansiella systemet. Riksbankens bedömning är att riskerna med handeln sammantaget är begränsade i dagsläget. Men bristen på genomlysning av marknaden i kombination med att riskkoncentrationer inte kan uteslutas inger en viss oro. I artikeln *Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet* ges en motivering till Riksbankens bedömning.

Den globala ekonomiska utvecklingen har varit fortsatt stark, vilket har lett till stigande vinster i företagen, högre aktiepriser och små räntespreddar. Samtidigt har tecken på en dämpning av den amerikanska ekonomin tillsammans med viss geopolitisk oro bidragit till att långräntorna sjunkit tillbaka. Mot denna bakgrund kvarstår risken för snabba priskorrigeringar och negativa effekter på marknadslikviditeten.

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 Riksbankens realekonomiska bedömning.¹ Därefter beskrivs utvecklingen på de finansiella marknaderna och avslutningsvis diskuteras potentiella risker förknippade med utvecklingen.

Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna

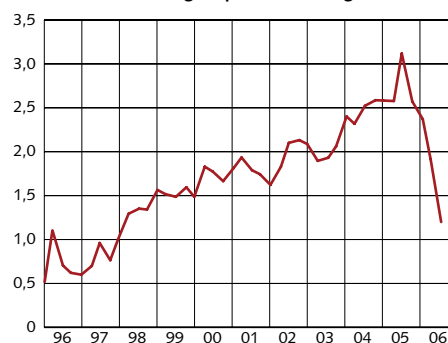
Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i maj har konjunkturen fortsatt att utvecklas starkt globalt sett. Riksbankens bedömning är att konjunkturuppgången fortsätter, om än i en lugnare takt. Den globala tillväxten väntas uppgå till cirka 5 procent i år för att sedan dämpas till cirka 4,5 procent under de närmast följande åren.

Den starka ekonomiska utvecklingen i Kina har bidragit till en hög tillväxt i ett flertal andra asiatiska länder. I euroområdet har konjunkturen stärkts ytterligare och Tyskland hade en relativt hög tillväxt under andra kvartalet, framförallt driven av inhemsk efterfrågan. Ekonomierna i de baltiska länderna – där några av de svenska storbankerna har betydande verksamhet – har fortsatt att expandera i hög takt.

Den internationella uppgången har också präglat utvecklingen i den svenska ekonomin som vuxit kraftigt under året. Såväl inhemsk efterfrågan som export har haft god fart och BNP-tillväxten väntas bli 4,3 procent i år. Under de närmast följande åren dämpas tillväxten något i takt med att penningpolitiken blir mindre expansiv och exportmarknadstillväxten avtar.

USA har varit en viktig drivkraft i den globala utvecklingen. Den amerikanska tillväxten var fortsatt stark under första halvåret 2006. Det finns emellertid tecken på att tillväxten därefter mattats av något, bland annat till följd av den inbromsning på bostadsmarknaden som skedde under hösten. De amerikanska fastighetspriserna steg kraftigt från slutet av 90-talet, vilket troligtvis haft en positiv effekt på hushållens konsumtion. Nu verkar emellertid den penningpolitiska åtstramningen ha slagit igenom på prisutvecklingen, ökningstakten mellan första och andra kvartalet i år var den lägsta sedan slutet av 1997 (se diagram 1:1). Indikatorer pekar på att prisutvecklingen kan komma att bli ännu svagare under de närmaste kvartalen.

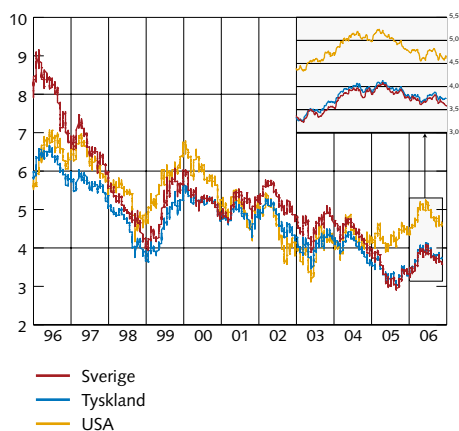
Diagram 1:1. Fastighetsprisutveckling i USA
Kvartalsförändringar i procent, säsongrensad data



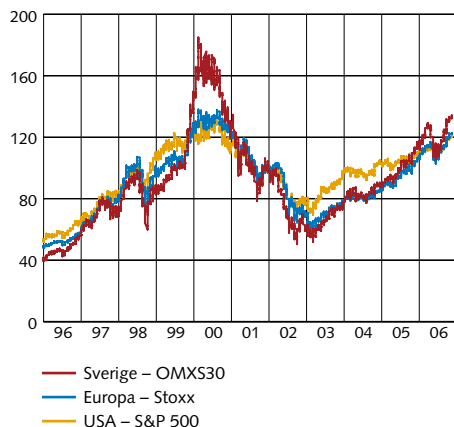
Anm. Fastighetspriser enligt the Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

Källa: Reuters Ecowin

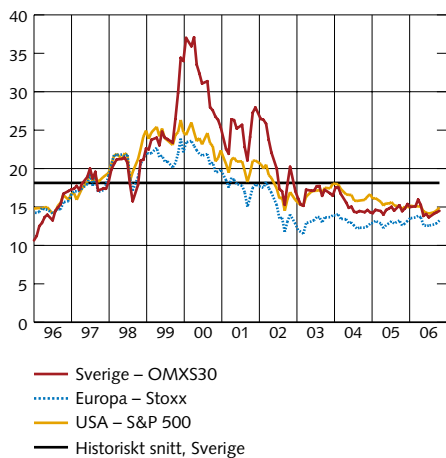
¹ Den realekonomiska bedömningen som beskrivs i den här rapporten är baserad på Riksbankens inflationsrapport 2006:3.

Diagram 1:2. Ränta på tioåriga statsobligationer Procent

Källa: Reuters Ecowin

Diagram 1:3. Börsutveckling Index, 2002-01-02=100

Källa: Reuters Ecowin

Diagram 1:4. P/E-kvot

Källa: Reuters Ecowin

RÄNTEMARKNADEN

I takt med att den globala konjunkturen har stärkts, har också den penningpolitiska åtstramningen fortgått. Såväl Riksbanken som Federal Reserve, Bank of Japan och ECB har höjt styrräntorna sedan förra stabilitetsrapporten. Tecknen på en något mer dämpad utveckling i den amerikanska ekonomin ledde till viss osäkerhet på de finansiella marknaderna under sommaren och bidrog till att Federal Reserve lämnade styrräntan oförändrad vid de senaste penningpolitiska mötena.

Samtidigt har de långa räntorna fallit tillbaka efter uppgången under första halvåret (se diagram 1:2). Framförallt speglar nedgången i långräntorna marknadens förväntningar om en svagare amerikansk makroutveckling och osäkerhet kring vilka effekter den kan komma att få på den globala tillväxten. Därtill har även en ökad geopolitisk oro bidragit till de lägre räntorna. Konflikten i Mellanöstern, fortsatta våldsamerheter i Irak och osäkerhet kring Irans anrikning av uran gjorde att investerare i viss mån ökade sin efterfrågan på tillgångar med lägre risk.

Följaktligen är långräntorna alltså på historiskt låga nivåer. Detta tillstånd har diskuterats i många fora under det senaste året. Ett antal faktorer som inte är direkt kopplade till den makroekonomiska utvecklingen verkar ha påverkat nivån på långräntorna. En ökad trovärdighet för låg och stabil inflation kan ha reducerat riskpremien för längre placeringar. Därtill kan ett högt sparande i vissa regioner ha bidragit till att pressa ner räntorna, liksom regelförändringar som fått institutionella placerare – så som exempelvis pensionsfonder – att efterfråga långa obligationer i större utsträckning än tidigare.

AKTIEMARKNADEN

Den starka ekonomiska utvecklingen har följts av stigande aktiepriser (se diagram 1:3). Sedan inledningen av 2003 har svenska OMXS30 stigit med över 100 procent. Trenden bröts emellertid tillfälligt under inledningen av sommaren då den ökade osäkerheten kring den amerikanska konjunkturutvecklingen bidrog till att aktiepriserna världen över föll. I takt med att andra kvartalets bolagsrapporter publicerades återhämtade sig börserna. Återigen överträffade företagens vinster marknadens förväntningar, av bolagen i S&P 500 var drygt 70 procent bättre än väntat under andra kvartalet. Motsvarande siffra för OMXS-bolagen var drygt 60 procent.

I takt med att konjunkturen successivt dämpas, väntas vinsttillväxten bli något lägre under de kommande åren.² Givet denna förväntningsbild är värderingen i termer av P/E-tal för börserna i Sverige, Europa och USA alltså under ett historiskt snitt (se diagram 1:4).

I samband med sommarens osäkerhet på de finansiella marknaderna steg volatiliteten på aktiemarknaderna relativt kraftigt, vilket är konsistent med en viss omvärdering av risk (se diagram 1:5). Efter sommaren sjönk volatiliteten delvis tillbaka. Att volatiliteten nu är på en högre nivå än före sommaren skulle kunna förklaras av något större osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen framöver och viss geopolitisk oro. Trots uppgången är den implicita volatiliteten fortfarande lägre än ett historiskt genomsnitt mellan 1996 och oktober 2006.³

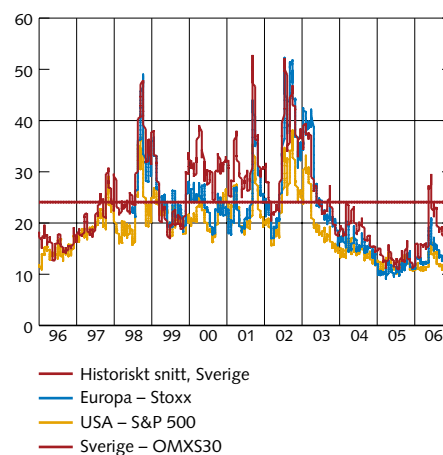
KREDITMARKNADEN

Det gynnsamma ekonomiska klimatet och företagens starka vinstutveckling har resulterat i att antalet företag i finansiellt obestånd minskat kraftigt under de senaste åren (se diagram 1:6). Det lägre antalet fallissemang kan till viss del förklara att spreaden mellan företagsobligationer och riskfria statsobligationer successivt fallit till historiskt låga nivåer (se diagram 1:7 och 1:8). Under sommarens turbulens steg dessa kreditspreadar, men anpassningen var relativt modest, särskilt i Europa. Kreditspreadarna i Europa har sedan fallit tillbaka medan amerikanska spreadar legat kvar på något högre nivåer. Skillnaderna motiveras till viss del av de olika konjunkturfaser i respektive region.

Ett mer effektivt mått på kreditrisk utgör den typ av kreditderivat som kallas credit default swaps (CDS).⁴ Premien för dessa derivat visar i princip kostnaden för att försäkra sig mot kreditrisk och är på det sättet en indikator för förväntningar om framtida betalningsinställelser. I diagram 1:9 visas den genomsnittliga premien för högt graderade företag i Nordamerika och Europa. Liksom spreaden för företagsobligationer har premien för CDS sjunkit i takt med att den allmänna kreditkvaliteten förbättrats.

I takt med att den globala konjunkturen mattas av, väntas emellertid antalet företag i finansiellt obestånd successivt öka och kreditspreadarna vidgas. De prognosmodeller som kreditvärderingsföretagen använder, indikerar att denna vändning av kreditykeln sker relativt snart i såväl USA som Europa.⁵ Den förväntade uppgången av företag i obestånd är dock mindre än vid lågkonjunkturen efter millennieskiftet. Den rådande prissättningen på kreditmarknaden tyder emellertid inte på en snar vändning av kreditykeln.

Diagram 1:5. Implicit volatilitet på aktiemarknaderna Procent



Källa: Bloomberg

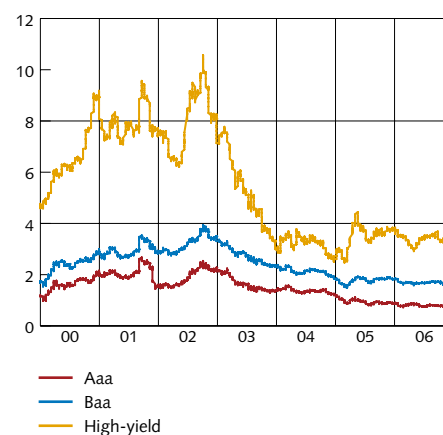
Diagram 1:6. Faktisk konkursgrad, globalt Procentuell andel av totala antalet företag



Anm. Avser företag klassificerade till Ba/BBB eller lägre enligt Moody's/Standard & Poor's. Majoriteten av antalet fallissemang sker bland företagen värderade till Ba/BBB eller lägre, varför diagrammet visar dessa företag.

Källa: Reuters Ecowin

Diagram 1:7. Kreditspreadar för företagsobligationer i USA Procentenheter



Anm. Definition enligt Moody's och Merrill Lynch. High-yield klassificeras som Ba/BB eller lägre av Moody's/Standard & Poor's.

Källa: Reuters Ecowin

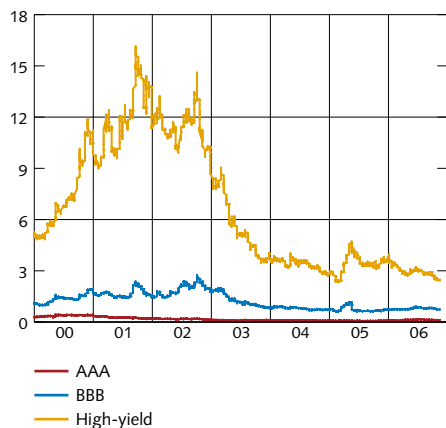
2 Vinsterna för bolagen i OMXS30 väntas växa öka med cirka 16 procent i år och cirka 8 procent under 2007, enligt databasen JFC.

3 Implicit volatilitet beskriver marknadens förväntningar om den framtida volatiliteten och beräknas ur prissättningen av aktieoptioner.

4 Credit Default Swaps är en variant av kreditderivat som i princip fungerar som en försäkring mot kreditrisk. Köparen betalar en premie för att i gengäld få ersättning om vissa, i förhand bestämda, kredithändelser inträffar, till exempel, en konkurs. Premien som köparen betalar bör därigenom spegla förväntningar om utvecklingen av kreditrisk. I diagram 1:9 visas index över den genomsnittliga premien som betalas.

5 Se bl.a. Standard & Poor's "Global Bond Markets' Weakest Links and Monthly Default Rates", november 2006.

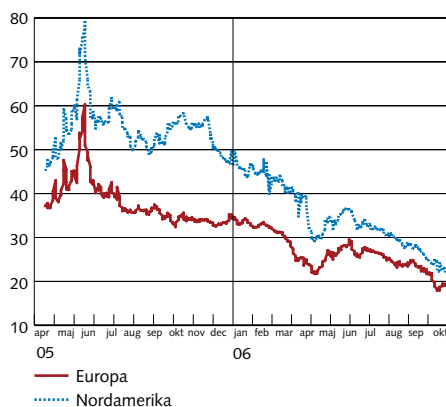
Diagram 1:8. Kreditspreadar för företagsobligationer i Europa Procentenheter



Anm. Definition enligt J.P. Morgan och Merrill Lynch. High-yield klassificeras som Ba/BB eller lägre av Moody's/Standard & Poor's.

Källa: Reuters Ecwin

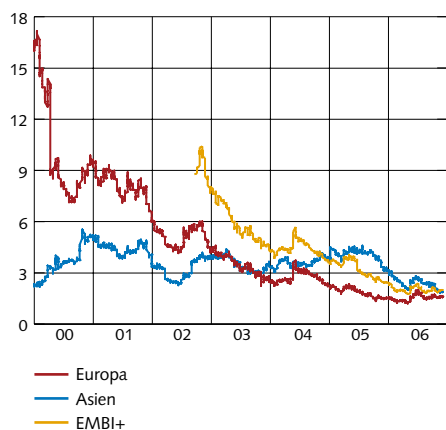
Diagram 1:9. Premier i CDS-index Räntepunkter



Anm. Index för Nordamerika och Europa representeras av CDX respektive iTRAXX, i underliggande obligationer med kreditbetyg AAA och 5 års löptid.

Källa: Bloomberg

Diagram 1:10. Kreditspreadar för obligationer utgivna av tillväxtekonominer Procentenheter



Anm. Länderna i EMBI+ är graderade till Baa1/BBB+ eller lägre enligt Moody's/Standard & Pools.

Källa: Bloomberg

Även spreadarna för obligationer utgivna av tillväxtekonominer påverkades av sommarens turbulens och steg tillfälligt (se diagram 1:10). Att dessa spreadar är kvar på historiskt låga nivåer, motiveras till stor del av stark ekonomisk tillväxt och förbättrade statsfinanser i länderna.

RÅVARUMARKNADERNA

Ur ett stabilitetsperspektiv är råvarumarknaderna intressanta genom sin påverkan på realekonomin och inflationen. Därtill kan den finansiella stabiliteten påverkas mer direkt genom att råvaror i allt större utsträckning ingår i investerarens portföljer, i syfte att sprida riskerna och nå en högre avkastning.

De senaste årens starka globala tillväxt har ökat efterfrågan på råvaror, vilket har fått priserna att stiga. Kapitalinflödet till råvarumarknaderna har ökat kraftigt under de senaste åren och intresset har vuxit sig allt större bland hedgefonder och institutionella placerare.

Under sommaren skapade den geopolitiska oron en viss osäkerhet kring oljeutbudet, vilket bidrog till att hålla kvar oljepriserna på höga nivåer (se diagram 1:11). I takt med att den politiska osäkerheten lade sig, dämpades prisutvecklingen. Därefter har prisutvecklingen på olja och ett flertal andra råvaror hållits tillbaka av de amerikanska avmattningstendenserna och osäkerhet kring vilken effekt dessa kan komma att få på den globala efterfrågan.

Guldpriset har följt utvecklingen i oljepriset relativt väl, vilket skulle kunna vara ett resultat av att investerare sett guld som en försäkring mot det stigande inflationstryck som ett högre oljepris kan innebära. Följaktligen har guldpriset successivt fallit tillbaka i takt med att oljepriset dämpats under hösten.

Risker för svenska banker och låntagare

Utvecklingen av de långa räntorna tyder på att marknadsaktörerna väntar sig en något mer dämpad ekonomisk utveckling framöver. Samtidigt signalerar kreditvärderingsinstitutet att en vändning av kreditykeln med ett ökat antal konkurser kommer allt närmare. Denna bild verkar emellertid inte ha gjort något större avtryck på kreditspreadarna som alltjämt är på historiskt låga nivåer. De låga kreditspreadarna skulle kunna vara ett resultat av att investerare sökt sig till mer riskfyllda tillgångar, för att kunna få en något högre avkastning relativt de låga räntorna på statsobligationer. Om de inte krävt den kompensation för risk som de normalt skulle göra, finns risken att prissättningen på kreditmarknaden snabbt kan komma att korrigeras.

En sådan oro kan leda till att många investerare samtidigt vill vikta om sina portföljer, något som kan skapa ytterligare turbulens med betydande prisrörelser och minskad likviditet på vissa marknader som resultat. Stora prisrörelser påverkar de finansiella aktörernas

totala riskexponeringar. Men om aktörerna har stresstestat sina exponeringar behöver en sådan utveckling inte nödvändigtvis leda till oförutsedda förluster. Risken finns dock att korrelationer mellan tillgångar, vars priser tidigare inte samvarierat, ökar i ett sådant förlopp. Sannolikheten för oväntade samvariationer bör därför också beaktas i riskmodellerna.

Prisanpassningar kan dock mycket väl komma att ske under ordnade former. Flera händelser under senaste åren har passerat förhållandevis obemärkt på de finansiella marknaderna. Ett exempel på detta utgör hedgefonden Amaranths stora förlust under hösten. Amaranths förluster uppgick till 6 miljarder US dollar och var därmed större än de hos den uppmärksammade fonden LTCM, vilken kollapsade 1998. Till skillnad från krisen i LTCM behövde ingen myndighet koordinera finansieringen, Amaranth lyckades gå ur sina positioner på egen hand. Trots allt var marknadsreaktionerna förhållandevis små (se vidare fördjupningsruta). Det bör dock poängteras att förlusterna skedde under mycket gynnsamma konjunkturella och finansiella förhållanden. Under mer ansträngda förutsättningar kan det finnas risk för mer betydande konsekvenser.

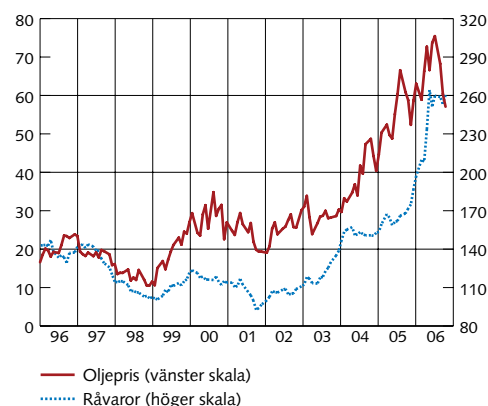
Att det finansiella systemet klarade av att hantera denna typ händelse skulle kunna tolkas som att det blivit mer motståndskraftigt. Möjligheterna att sprida risk har ökat i takt med att marknader för olika typer av kreditderivat utvecklats (se även artikeln "Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet" i denna rapport). Därtill har en bättre riskhantering ytterligare bidragit till att förbättra stabiliteten i systemet. Men samtidigt är det möjligt att några av de faktorer som minskat följderna av mindre, enstaka chocker också ökat risken för att effekterna av större marknadsturbulens blir desto allvarigare.

Den snabba tillväxten på kreditderivatmarknaden tillsammans med det faktum att kontraktsdetaljer på denna marknad inte redovisas, kan göra det svårt att överblicka hur marknadslikviditeten skulle utvecklas vid en störning. På denna marknad har hedgefonder blivit en allt viktigare aktör och står för i genomsnitt 25 procent av den samlade aktiviteten. Hos vissa enstaka institut står hedgefonder uppskattningsvis för så mycket som 60 procent av deras totala handel med kreditderivat.⁶

Genom sin närvaro bidrar hedgefonderna till att förbättra pris-sättningen och likviditeten, vilket är positivt för den finansiella stabiliteten. Skulle emellertid ett stort antal hedgefonder falla och samtidigt vara högt belånade, finns det risk att likviditeten på dessa marknader skulle kunna reduceras påtagligt. Eftersom hedgefonderna samtidigt är aktiva även på andra marknader, är det möjligt att de också ökar risken för att en störning skulle kunna spridas snabbt.

Snabba prisanpassningar förväntas dock inte påverka det svenska finansiella systemet i sådan utsträckning att bankerna får solvensproblem. Det finns visserligen tecken på att bankernas marknadsrisk

Diagram 1:11. Oljepris och råvaruprisindex USD/fat respektive index, januari 2002=100



Källa: Reuters Ecowin

⁶ Fitch Ratings, Global Derivatives Survey 2006.

ökat något under den senaste tiden men de är alltså på förhållandevis låga nivåer. En snabb ökning av räntenivåer och räntespreadar skulle emellertid kunna minska värdet på bankernas obligationsportföljer. Minskad likviditet inom vissa markandssegment skulle därtill kunna göra bankernas marknadsfinansiering dyrare.

De indirekta effekterna av oro på de finansiella marknaderna på något längre sikt är svårare att uppskatta. Om investeringar uteblir och utlåningen och värdepappershandeln minskar, skulle bankernas viktigaste intäktskällor, provisionsnettot respektive räntenettot påverkas negativt.

En mer konkret risk för de svenska bankerna utgör den makroekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna, där några av storbankerna har betydande verksamhet. Ländernas höga ekonomiska tillväxt har varit driven av en stark inhemsk efterfrågan, vilket har resulterat i kraftigt växande bytesbalansunderskott, främst i Estland och Lettland. Med stor sannolikhet kommer dessa underskott att korrigeras gradvis. För att denna anpassning ska gå smidigt krävs emellertid att den inhemska efterfrågeökningen anpassas till den potentiella tillväxtökningen och att en tillräckligt stor del av kapitalinflödena används till investeringar i exportindustrin. Om detta inte är fallet, riskerar en framtida ökning av nettoexporten att ske på bekostnad av att den inhemska efterfrågan minskar. Ett sådant scenario kan få återverkningar på kreditförlusterna också för de svenska bankerna.

Sammanfattande bedömning av de finansiella marknaderna

- Kreditspreadarna är fortfarande historiskt låga. Risken för snabba prisörelser och kraftigt försämrade likviditet kvarstår därför på de finansiella marknaderna. Under vilka former prisanpassningarna eventuellt kommer att ske beror till stor del på rådande konjunkturella och finansiella förhållanden.
- Det är dock inte troligt att snabba prisanpassningar påverkar det svenska finansiella systemet i sådan omfattning att bankerna får solvensproblem. Men bankernas obligationsportföljer kan komma att minska i värde och marknadsfinansieringen riskerar att bli dyrare.
- Bytesbalansunderskotten i de baltiska länderna är en riskfaktor eftersom några av de svenska storbankerna har relativt stora kreditexponeringar mot låntagarna i denna region. Förmodligen kommer underskotten att korrigeras gradvis. I annat fall kan utvecklingen i förlängningen leda till att kreditförlusterna ökar i sådan utsträckning att det påverkar de svenska bankerna.

En jämförelse av krisförloppen i LTCM och Amaranth

I den här rutan sammanfattas krisförloppen i hedgefonderna LTCM och Amaranth.

Förlusterna i Amaranth var betydligt större än de i LTCM, ändå var marknadsreaktionerna förhållandevis små. Nedan diskuteras några av orsakerna till att effekterna på de finansiella marknaderna blev så olika.

LTCM startades i USA 1993 och växte mycket fort de första åren. I januari 1998 förvaltade fonden cirka 130 miljarder US dollar och värdet på investerarnas kapital uppgick till cirka 5 miljarder US dollar. Fondens investeringsstrategi gick förenklat ut på att gå kort i lågavkastande statsobligationer för att investera i obligationer med relativt sett högre risk – till exempel från tillväxtekonomier eller företag med låg kreditvärdighet. Fundamentala faktorer talade för att dessa spreadar var omotiverat höga och skulle konvergera. 1998 blev emellertid utvecklingen på de finansiella marknaderna den motsatta. I augusti devalverade Ryssland sin valuta, rubeln, och ställde in betalningarna på sin utlandsskuld. Det här fick stora effekter på investerarna som blev nervösa överlag och gick ur även andra marknader som kunde förknippas med risk. Räntespreadarna ökade markant istället för att minska. För LTCM innebar det stora förluster och investerarnas tillgångar hade sjunkit till 1,5 miljard US dollar när Federal Reserve beslöt att ingripa. Fondens storlek och det faktum att så många finansiella aktörer var involverade gjorde att den amerikanska centralbanken såg en risk för systemkritiska följder. För att undvika en okontrollerad kollaps sammankallade Fed en grupp av LTCMs största fordringsägare som tog över fondens positioner.

Amaranth var verksam på ett flertal marknader, men handlade framförallt i olika gas- och energiderivat. I augusti 2006 förvaltade fonden cirka 40 miljarder US dollar varav ungefär hälften var investerat på gasmarknaden. Under hösten 2005 hade priset på naturgas stigit kraftigt till följd av den svåra orkansäsongen. Amaranth trodde att priset skulle stiga även under denna höst. Så blev det inte. I stället sjönk priset med 40 procent från augusti till mitten av september. För Amaranth innebar prisrasen en

förlust på cirka 6 miljarder dollar, motsvarande två tredjedelar av fondens kapital. Men till skillnad från krisen i LTCM gav Amaranths förluster inte upphov till några större marknadsreaktioner. Hedgefonden Citadel och investmentbanken JP Morgan tog över naturgaspositionerna och resterande finansiella marknader var i princip oberörda.

Nedan följer tre faktorer som förklarar varför krisen i LTCM riskerade att få mycket allvarigare konsekvenser än den i Amaranth:

- *Skuldsättning.* LTCM var inte bara en ovanligt stor hedgefond, den var också exceptionellt högt belånad. Under 1998 varierade LTCMs skuldsättningsgrad mellan 2500 och 3000 procent. När förlusterna började infinna sig fick LTCM svårt att möta åtagandena mot sina motparter, vilka i sin tur begärde mer säkerheter för sina lån. Amaranth hade en skuldsättningsgrad runt 500 procent, och dess förluster täcktes av det egna kapitalet.
- *Illikvida positioner.* LTCM var delvis involverad i mycket komplexa positioner på derivatmarknaden som var svåra att gå ur. När problemen i LTCM blev kända tog många marknadsaktörer motsatta positioner som LTCM – eftersom de förutsåg att LTCM förr eller senare skulle behöva likvidera sina positioner – något som ytterligare förvärrade situationen för fonden. Risken för allt större förluster gjorde i sin tur att ingen av LTCMs borgenärer på egen hand var villig att skjuta till mer pengar. Amaranths förluster var däremot begränsade till ett mindre marknadssegment och enklare att likvidera.
- *Det finansiella klimatet.* LTCM kollapsade i Asienkrisens efterdyningar och Rysslandskrisens utbrott. Kreditvärdigheten bland ett flertal tillväxtekonomier var ifrågasatt och många av de stora bankerna drabbades av liknande förluster. Amaranths förluster inträffade under mer gynnsamma konjunkturella förhållanden och det fanns gott om investerare som var villiga att ta över deras positioner i naturgas.

■ De svenska bankernas låntagare

Hushållens skulder fortsätter att öka i hög takt, även om de senaste månaderna visat att ökningstakten avtagit något. Den allra senaste tidens statistik tyder på att bostadsmarknaden gått in i en lugnare fas, men det är fortfarande för tidigt att tala om ett trendbrott. Betalningsförmågan i hushållssektorn är samtidigt god. Företagen fortsätter att öka sin upplåning i hög takt. Överlag är företagens finansiella ställning god och konkurserna få och förväntningar om fortsatt få konkurser indikerar låg kreditrisk i företagssektorn som helhet. Däremot visar ökade belåningsgrader och högre transaktionspriser på ökad risk i samband med lånefinansierade företagsförvärv. På marknaden för kommersiella fastigheter fortsätter riskpremien på fastighetsinvesteringar att minska.

De svenska bankernas låntagare utgör en viktig del i analysen, eftersom kreditrisken är den i särklass största risk som bankerna är utsatta för. Det här kapitlet inleder med en genomgång av hushållssektorn, vilka står för drygt 40 procent av det svenska banksystemets utlåning till svensk allmänhet. Nästan 50 procent består av lån till företag. För att få en uppfattning om hur riskerna utvecklas analyseras bland annat upplåning, skuldsättning och betalningsförmåga. Eftersom fastighetssektorn utgör bankernas enskilt största branschexponering behandlas den i ett eget avsnitt. Att även bevaka utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden är viktigt eftersom den påverkar fastighetsföretagens betalningsförmåga. Dessutom utgör fastigheter ofta säkerheter för lån. Tyngdpunkten i det här kapitlet ligger på svenska förhållanden, men en bedömning görs också av andra marknader där svenska banker har en betydande exponering.

Den svenska hushållssektorn

Hushållens skulder fortsätter att öka. Ökningstakten har dock avtagit något sedan i mars och i september låg den årliga ökningstakten i total upplåning från kreditinstitut strax under 13 procent (se diagram 2:1).

Mer än 85 procent av hushållens skulder är säkrade mot fastigheter. Merparten av dessa lån ligger i bostadsinstitut, medan resterande del främst utgörs av topplån placerade i bankerna. Bostadsinstitutens utlåningsmarginal har pressats till följd av de nya kapitaltäckningsreglerna (Basel II) och en ökad konkurrens mellan bolåneinstituten. Införandet av Basel II i början av 2007 innebär bland annat att bankerna får hålla lägre kapital för bostadslån än i dagsläget. Det innebär lägre kostnader för denna utlåning, vilket kan ha bidragit till att bankerna redan nu sänkt räntan för bostadslån (se kapitel 3). Merparten av hushållen väljer fortfarande att ta upp nya lån till rörlig ränta. I september utgjorde de rörliga lånen drygt 50 procent av de nytecknade lånen hos bostadsinstituten (se diagram 2:2).

Diagram 2:1. Hushållens upplåning
Årlig procentuell förändring

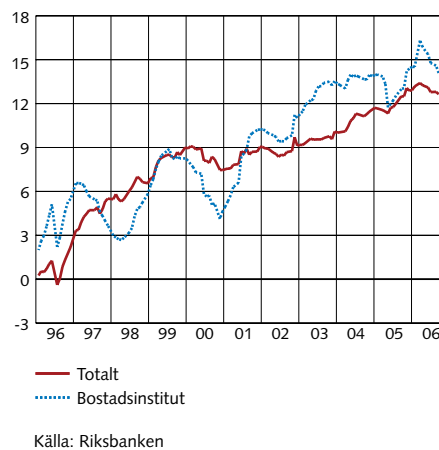


Diagram 2:2. Andelar olika bindningstider för
hushållens nya lån
Procent

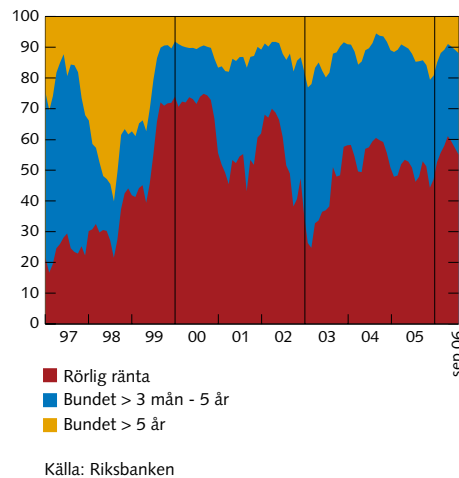
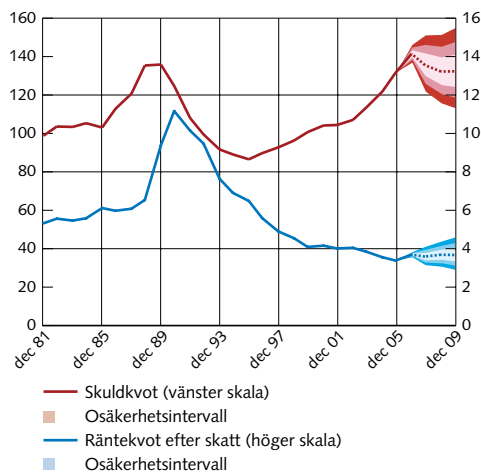


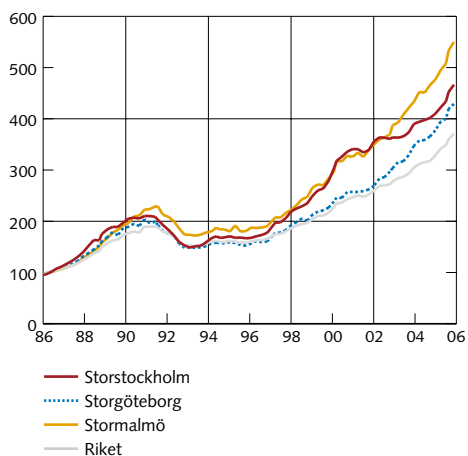
Diagram 2:3. Hushållens skulder och ränteutgifter i förhållande till disponibel inkomst
Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen visar de intervall inom vilka skuld- och räntekvoten med 50, 75 och 90 procent sannolikhet bedöms hamna, givet Riksbankens huvudscenari i Inflationsrapport 2006:3. Intervallen speglar därmed osäkerheten kring hur hushållens upplåning och ränteutgifter påverkas av förändringar i ränta och disponibelinkomst. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:4. Småhuspriser
Index 1986 = 100



Källa: SCB

Eftersom hushållens skulder ökar snabbare än de disponibla inkomsterna har skuldkvoten – skuldernas storlek relativt de disponibla inkomsterna – fortsatt att stiga (se diagram 2:3). Under andra kvartalet 2006 uppgick skuldkvoten till 137 procent. I Riksbankens huvudscenari sker en gradvis uppgång i ränteläget framöver, vilket dämpar ökningstakten i upplåningen och sänker skuldkvoten. De stigande räntorna leder också till att hushållens ränteutgifter ökar. Dock ökar även hushållens disponibla inkomster vilket gör att räntekvoten – hushållens ränteutgifter efter skatt som andel av den disponibla inkomsten – i princip blir oförändrad.

De senaste 10 åren har huspriserna ökat betydligt mer än de disponibla inkomsterna – mellan 1996 och 2005 steg SCB:s fastighetsprisindex för riket med nära 110 procent (se diagram 2:4). Samtidigt ökade hushållens disponibla inkomster bara med drygt 40 procent. Den avgörande drivkraften bakom husprisernas ökning är de låga räntorna. Empiriska modeller visar att huspriserna i stora drag kan förklaras av bakomliggande faktorer som ränta och disponibel inkomst. Men därutöver har det skett strukturella förändringar på bolånemarknaden som ökat huspriserna mer än de realekonomiska faktorerna kan förklara. En sådan förändring är att bolåneinstitut ställer allt mindre krav på att hushållen amorterar på sina lån. Det har inneburit att ett hushåll, kan låna ett större belopp till bostadsköp för samma månadsutlägg, vilket pressat upp priserna ytterligare. En undersökning av tre stora bolåneinstitut har visat att andelen amorteringsfria lån utgjorde mellan 54 och 65 procent av lånestocken och att denna andel ökat sedan 2005.⁷ En annan förändring som inneburit en uppåtpress på priserna är att bolåneinstitut tillåter allt högre belåningsgrader. Mellan 2002 och 2006 har bolåneinstitutens genomsnittliga belåningsgrad för nyutlåning ökat från 53 procent 2002 till 59 procent 2006.⁸ Högre belåningsgrader har minskat betydelsen av den likviditetsrestriktion som en kontantinsats innebär och därmed ökat möjligheterna för hushåll med liten förmögenhet, men med goda inkomster, att efterfråga hus och bostadsrätter.

Även om huspriserna fortfarande ökar snabbare än vad som kan anses vara långsiktigt hållbart, finns det under de allra senaste månaderna indikationer på att marknaden för småhus håller på att gå in i en lugnare fas. Historiskt sett har huspriserna och hushållens skuldsättning samvarierat väl (se diagram 2:5). Under våren 2006 ökade hushållens skulder i bolåneinstitut och huspriserna snabbt, 16

7 "Färre amorterar på bolånen", <http://www.sverigesradio.se/ekot/artikel.asp?artikel=964800>, 2006-10-10.

8 "Utvecklingen på bolånemarknaden", 2006:9, Finansinspektionen.

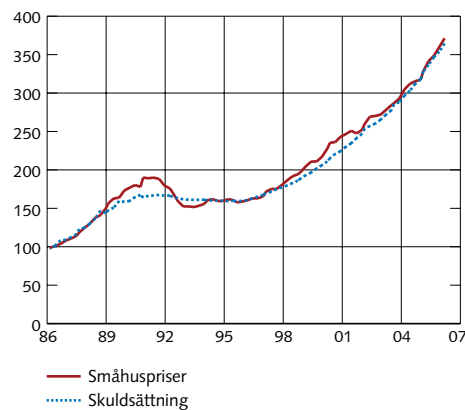
procent respektive 13 procent i årlig procentuell förändring. Sedan dess har ökningen i såväl upplåningen från bolåneinstitut som huspriser avtagit (se diagram 2:6). Därtill visade SBAB:s mäklarbarometer, som mäter mäklarnas förväntningar om den framtida prisutvecklingen i storstadsområdena, att bostadspriserna förväntas falla under det fjärde kvartalet 2006. Samtidigt ger SEB:s boindikator, som mäter andelen hushåll som tror på stigande bostadspriser, bilden av att andelen hushåll som tror på fortsatt stigande bostadspriser fallit tre månader i rad. Sammantaget indikerar de allra senaste månadernas statistik att en avkylning på bostadsmarknaden kan vara förestående.

Dock visar internationella erfarenheter, inte minst från Australien, att det finns stora svårigheter med att mäta bostadspriser i realtid. Ett problem är att den befintliga statistiken på bostadspriser registreras när den nya ägaren tar över bostaden. I praktiken gör köpare och säljare ofta upp om priset innan själva transaktionen sker och därför finns det en fördröjning mellan det att köpare och säljare kommer överrens om priset och att det publiceras i den officiella statistiken. Det finns därför skäl att vara försiktig i bedömningen av de senaste utfallen på huspriserna och det är för tidigt att tala om ett trendbrott.

Huspriserna förväntas fortsätta öka under 2007 till 2009, om än i långsammare takt än de senaste åren. I stället för prisökningar på runt 10 procent, är prisökningar på några procent mer sannolika. Huspriserna bromsar in till följd av det högre allmänna ränteläget, men även av andra skäl. Exempelvis är den extra effekt som de mindre strikta amorteringskraven och de högre belåningsgraderna i nytulåningen haft på bostadspriserna av engångskaraktär och kan inte göra att bostadspriserna kontinuerligt ökar snabbare. Vidare kan marginalerna i utlåningen inte fortsätta att pressas för all framtid. Men det finns många osäkerhetsmoment kring den framtida utvecklingen av bostadspriserna och erfarenhetsmässigt är det dock svårt att göra träffsäkra prognoser på huspriser. Ett exempel på detta är att huspriserna i Australien och Storbritannien bromsade in häftigt under 2004 och 2005 på ett sätt som inte är lätt att fånga med makroekonomiska förklaringsmodeller (se diagram 2:7).

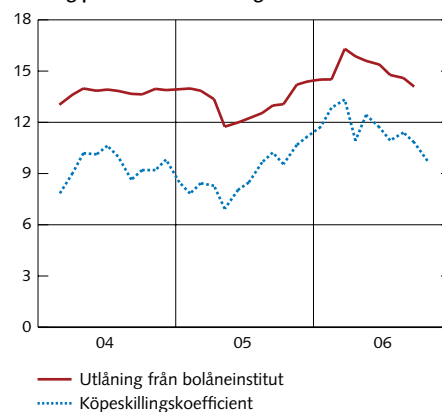
Hur bostadspriserna kommer att utvecklas framöver beror även på finanspolitikens utformning. I regeringens budgetproposition finns en serie förslag till förändringar av boendebeskattningen (fryst fastighetsskatt 2007 och 2008 på 2006 års nivå för småhus, begränsning av fastighetskatten av markvärdet och slopad schablonintäktsbeskatt-

Diagram 2:5. Hushållens skuldsättning samt småhuspriser
Index 1986 = 100



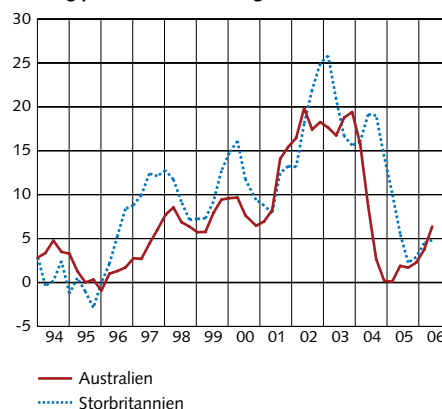
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:6. Köpeskillingskoefficient i riket och hushållens skulder i bolåneinstitut
Årlig procentuell förändring



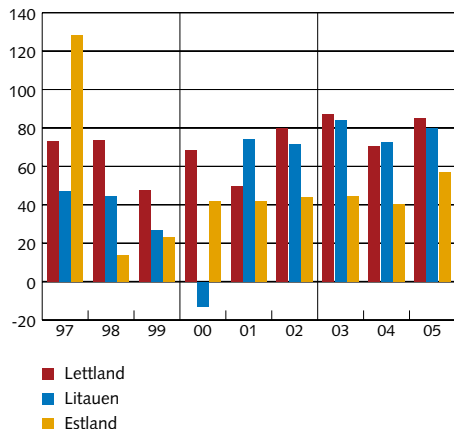
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. Huspriser i Australien och Storbritannien
Årlig procentuell förändring



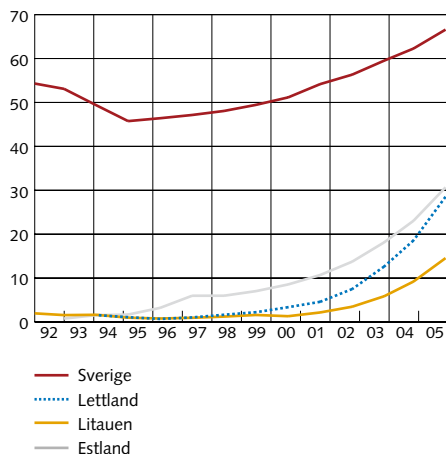
Källor: ABS och Nationwide

Diagram 2:8. Hushållens skuldsättning i de baltiska länderna
Årlig procentuell förändring



Källor: Nationella centralbanker

Diagram 2:9. Hushållens skuldsättning i de baltiska länderna samt i Sverige i förhållande till BNP
Procent



Källor: Nationella centralbanker

ning för bostadsrättsföreningar). Generellt innebär de förändringar som sänker boendekostnaderna att det blir mer attraktivt att köpa en bostad och agerar därmed som en uppåtpress på bostadspriserna.

Riksbanken följer även hushållens skuldsättning på mikronivå med hjälp av SCB:s årliga tvärsnittsundersökning över hushållens ekonomi (HEK). Den senaste undersökningen täcker 2004 och analyserades i Finansiell Stabilitet 2006:1. Då fann Riksbanken att den ökade belåningen inom hushållssektorn inte utgör ett hot mot bankernas solvens. Riksbanken har skrivit fram dessa mikrodata med senare utfall från nationalräkenskaperna och finansräkenskaperna. Resultatet av denna framskrivning indikerar att hushållens marginaler (det vill säga hur mycket hushållen har kvar av sina disponibla inkomster när de betalat nödvändiga levnadsutgifter och ränteutgifter) har ökat under 2005. Exempelvis sjönk andelen skuldsatta hushåll som inte kunde hantera en merkostnad på 1000 kronor i månaden från 7,7 procent 2004 till 7,0 procent vid slutet av 2005. Även om betalningsförmågan i hushållssektorn överlag är god finns det alltid en risk att enskilda hushåll överbelånar sig och hamnar i betalnings-svårigheter. Det är också värt att betona att den rådande situationen där hushållens skulder och huspriserna ökar mer än dubbelt så snabbt som hushållens inkomster inte kan fortsätta på sikt.

Hushållssektorerna i Tyskland, övriga Norden och de baltiska länderna

I övriga Norden ser situationen i stora drag ut som den i Sverige med husprisökningar på runt 10 procent eller högre per år. I Tyskland har utvecklingen varit betydligt svagare.

Ur ett stabilitetsperspektiv är det hushållssektorerna i de baltiska länderna som är mest intressanta att följa i nuläget. Under de senaste fyra åren har hushållens skulder ökat med mer än 50 procent i genomsnitt per år (se diagram 2:8). Under sovjettiden var skuldsättningen artificiellt låg eftersom privat ägande var otillåtet. Efter införandet av marknadsekonomi och avreglerade kreditmarknader har hushållens efterfrågan på krediter ökat kraftigt. En inte obetydlig del av den kraftiga ökningen är därför en "catch-up" effekt. Trots den kraftiga ökningen är hushållens skuldsättning i förhållande till BNP fortfarande låg (se diagram 2:9) jämför med många av de äldre EU-länderna.

Den svenska företagssektorn

Företagens upplåning från kreditinstituten fortsätter att öka i hög takt, drygt 9 procent på årsbasis i september. Det är något lägre än under sommaren, men ungefär på samma nivå som när den förra stabilitetsrapporten publicerades (se diagram 2:10).⁹

Det är främst bankupplåningen som ökar, men även företagens upplåning från övriga kreditmarknadsföretag ökar i hög takt. I denna post ingår även bankernas finansbolag. Att upplåningen från övriga kreditmarknadsföretag har ökat relativt kraftigt senaste året jämfört med ett längre genomsnitt kan indikera att företagen ersätter bankkrediter med factoring och leasing via finansbolagen i allt större utsträckning. Det kan vara en konsekvens av förmånsrättsreglerna i konkurslagstiftningen.¹⁰ Den ökade upplåningen från finansbolagen kan emellertid spegla företagens behov av alternativa finansieringsformer.

Ett viktigt inslag i företagens finansiering är upplåningen från värdepappersmarknaden. Värdepappersupplåningen utgör drygt 20 procent av företagens totala upplåning, en andel som varit relativt konstant de senaste fem åren. Utestående obligationer och certifikat emitterade av icke finansiella företag uppgick i juni till 395 miljarder (se diagram 2:11).

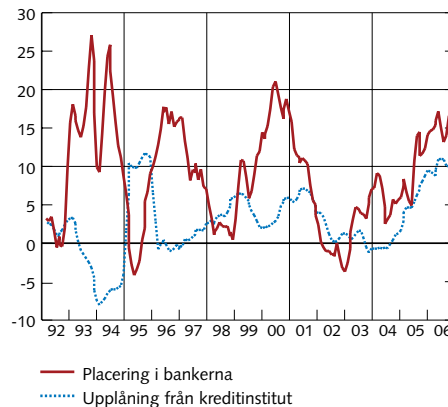
Att företagens totala upplåning fortsätter att öka beror på den fortsatt relativt höga investeringsnivån i ekonomin (se diagram 2:12).

Totalt ökade näringslivets fasta bruttoinvesteringar med 8 procent på årsbasis under andra kvartalet 2006 och har främst varit riktade mot bostäder och transportmedel. I övriga sektorer har investeringsutvecklingen varit relativt svag.

I statistiken för företagens upplåning ingår även krediter till lånefinansierade företagsförvärv via riskkapitalbolag, vilka fortsätter att öka kraftigt. Aktiviteten på riskkapitalmarknaden har varit hög under året, vilket troligtvis också har bidragit till den ökade upplåningen.¹¹

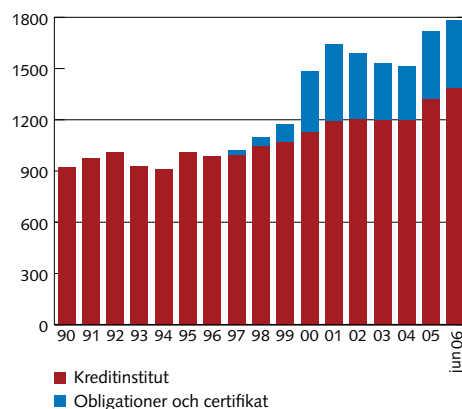
Företagens upplåning förväntas fortsätta att öka under kommande år, men troligtvis inte i samma höga takt som tidigare då investeringstillväxten väntas dämpas framöver allt eftersom räntorna stiger.¹² Samtidigt finns det andra faktorer som kan hålla uppe företagsupplåningen. Det finns tecken på fortsatt hög investeringsvilja bland riskkapitalbolagen då de är oförändrat optimistiska och ser goda investeringsmöjligheter framöver.¹³ En eventuell utförsäljning av statliga bolag kan också skapa en efterfrågan på lån. Även en enkät bland 151 kontorschefer på banker runt om i landet tyder på en viss framtida ökning i företagsupplåningen. Av de tillfrågade spår fyra av fem

Diagram 2:10. Icke-finansiella företags upplåning samt placeringar på inlåningskonton i bank. Årlig procentuell förändring, tre månaders medelvärde



Källa: Riksbanken

Diagram 2:11. Icke-finansiella företags upplåning från värdepappersmarknaden samt kreditmarknadsinstitut. Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

⁹ Det kan jämföras med en genomsnittlig tillväxttakt på drygt 3,5 procent de senaste 10 åren.

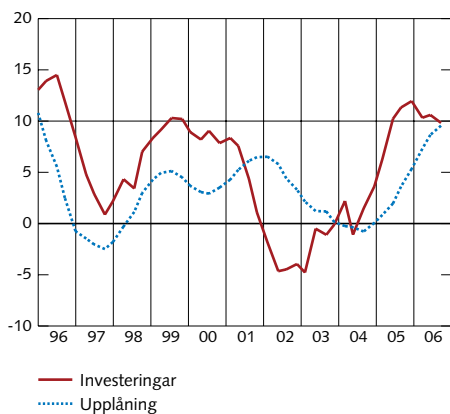
¹⁰ Sedan de nya förmånsrättsreglerna i konkurslagstiftningen infördes fullt ut i januari 2005 har företagens upplåning från finansbolagen och övriga kreditmarknadsföretag ökat med i genomsnitt 11 procent på årsbasis. Den genomsnittliga tillväxttakten de senaste 10 åren var omkring 6 procent. När bankernas förmånsrätt återställs till 100 procent, jämfört med rådande 55 procent är det möjligt att upplåningen från finansbolagen kommer att minska till förmån för bankupplåning.

¹¹ Se vidare i avsnittet om Riskkapitalbolagen.

¹² Riksbankens inflationsrapport 2006:3.

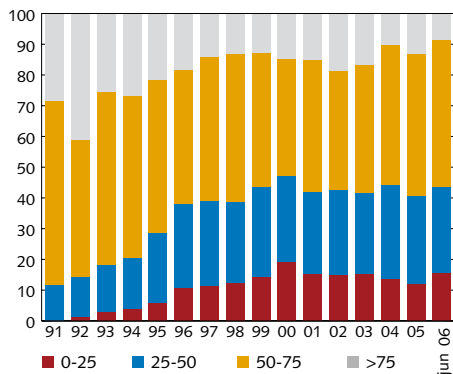
¹³ Se Svenska Riskkapitalföreningens kvartalsrapport 2006 kvartal 2. www.svca.se.

Diagram 2:12. Näringslivets fasta bruttoinvesteringar samt icke-finansiella företags upplåning från kreditinstitut
Årlig procentuell förändring, fyra månaders glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken

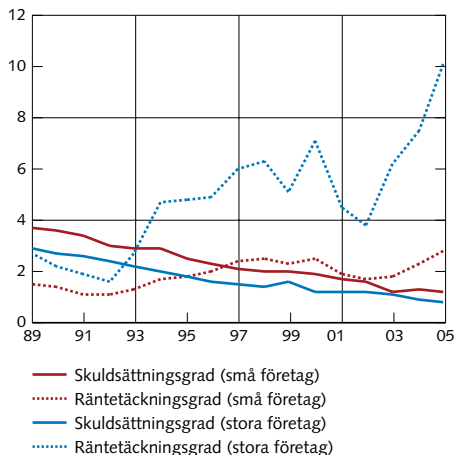
Diagram 2:13. Skulder i relation till totala tillgångar i börsnoterade företag
Andel företag i procent



Anm. Juni avser 80 procent av bolagen noterade på Stockholmsbörsen.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 2:14. Räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad i små och stora företag
Kvot



Anm. Skuldsättningsgraden definieras som skulderna i förhållande till bokfört eget kapital. Räntetäckningsgraden är rörelseresultat plus finansiella intäkter i förhållande till finansiella kostnader.

Källor: UC AB och Riksbanken

att företagens bankupplåning fortsätter att öka under det närmaste året främst till följd av att uppskjutna investeringar och nyinvesteringar nu blir av. Av enkäten framgår också att regeringsskiftet tros bidra till ett ökat lånebehov hos företagen.¹⁴

Tillverkningsindustrin följt av fastighetsförvaltningen är de branscher där efterfrågan på krediter tros vara störst framöver. Tillverkningsindustrin står för omkring 12 procent av bankernas utlåning till företagssektorn. Fastighetsförvaltningen står för omkring 40 procent och är därmed den bransch som bankerna har störst exponeringar mot.¹⁵

Trots att upplåningen har ökat förhållandevis mycket de senaste två åren ökar inte företagens skulder i förhållande till tillgångarna. Den genomsnittliga kvoten av skulder i förhållande till totala tillgångar för bolagen noterade på Stockholmsbörsen ligger på omkring 50 procent i nuläget. 1991 låg den på drygt 70 procent och har sedan dess successivt fallit. I juni 2006 hade drygt 40 procent av bolagen en skuldsättning som understeg 50 procent. Denna andel har varit relativt konstant sedan år 2000 (se diagram 2:13).

Utvecklingen bland de börsnoterade bolagen speglar utvecklingen generellt för samtliga svenska aktieföretag. Skulder i förhållande till eget kapital är låga oavsett företagsstorlek (se diagram 2:14).¹⁶

Företagens betalningsförmåga har stärkts. Delårsrapporterna för 334 börsnoterade bolag visar att 60 procent av bolagen visar resultatförbättringar och 54 procent redovisar både bättre resultat och ökad omsättning. Sammantaget ökade vinsterna med omkring 10 procent under första halvåret 2006 jämfört med samma period året före. Vinsterna förväntas fortsätta att öka under nästa år men i lägre takt än under innevarande år.¹⁷ Den starka vinstutvecklingen speglas i avkastningen på eget kapital som har förbättrats ytterligare under första halvåret i år för bolagen på Stockholmsbörsen (se diagram 2:15).

14 Almis låneindikator i september 2006. Se vidare www.almi.se.

15 Avser utlåning från de fyra storbankerna juni 2006.

16 Företagen klassas som små företag om omsättningen är lägre än 5 miljoner kronor per år.

17 Marknadsaktörernas vinstprognoser som mäts förväntad tillväxttakt i intjäning per aktie för bolagen i OMXS30.

Företagens förbättrade resultat tillsammans med det låga ränteläget har lett till en fortsatt stigande räntetäckningsgrad för stora såväl som för små företag. Det visar att företagens finansiella ställning är god (se diagram 2:14).

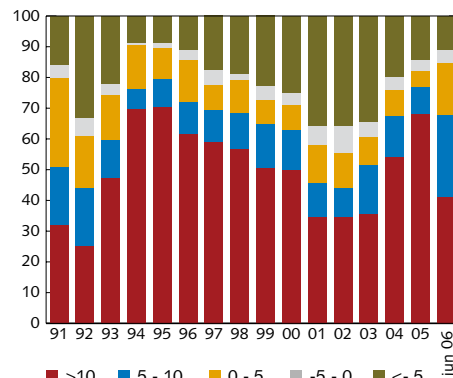
Företagssektorns placeringar på inlåningskonton i bankerna fortsätter att öka i hög takt, även om en viss avmattning skedde i början av sommaren (se diagram 2:10). I september uppgick placeringarna till drygt 570 miljarder kronor, vilket innebär en ökning med omkring 18 procent jämfört med samma månad året före. Den genomsnittliga ökningstakten sedan år 2000 ligger på drygt 8 procent. Att företagens upplåning ökar parallellt med placeringarna på inlåningskonton har pågått sedan 2003 och går mot tidigare trend.

Den starka betalningsförmågan i företagssektorn återspeglas också i konkurserna, som fortsätter att sjunka. Antalet konkurser har i genomsnitt fallit med 5 procent under tolv månadersperioden fram till oktober.¹⁸ De flesta konkurserna sker i små företag, men oavsett storleksklass och bransch är konkurstalen låga (se diagram 2:16).

Förväntade konkurs sannolikheter (EDF) är beräknade på basis av aktiemarknadsinformation och bokslutsdata och ger ett framåtblickande mått på konkursutvecklingen på ett års sikt.¹⁹ Sannolikheten för konkurs på ett års sikt är i stort sett på samma nivå som när den förra stabilitetsrapporten publicerades. En viss ökning av konkurs sannolikheten för företagssektorn och ett flertal branscher skedde i samband med börsnedgången under försommaren. Detta speglar att osäkerheten om företagets framtida intjäning då ökade, vilket medförde ökad volatilitet på aktiemarknaden. Sedan dess har volatiliteten och konkurs sannolikheten minskat igen (se diagram 2:17 och 2:18).

Under de senaste fem åren har sannolikheterna för konkurser på företagsmarknaden gradvis fallit vilket indikerar att kreditkvaliteten överlag har förbättrats under dessa år. Ytterligare en indikation på

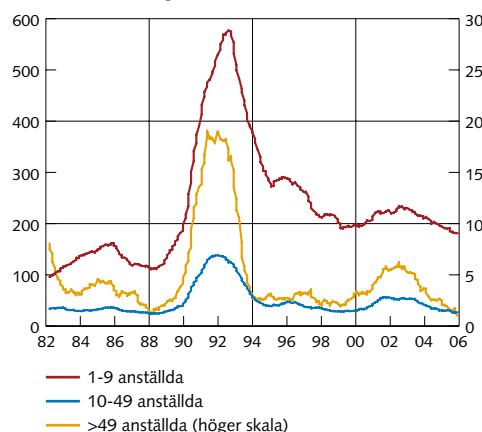
Diagram 2:15. Avkastning på eget kapital i börsnoterade företag
Andel företag i procent



Anm: Juni avser 85 procent av bolagen noterade på Stockholmsbörsen.

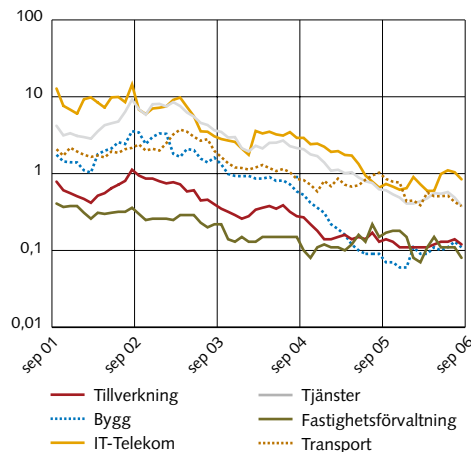
Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 2:16. Antal företagskonkurser fördelat efter företagsstorlek
Tolv månaders glidande medelvärde



Källa: SCB

Diagram 2:17. Förväntade konkurs sannolikheter för börsnoterade icke-finansiella företag, branschvis
Procent



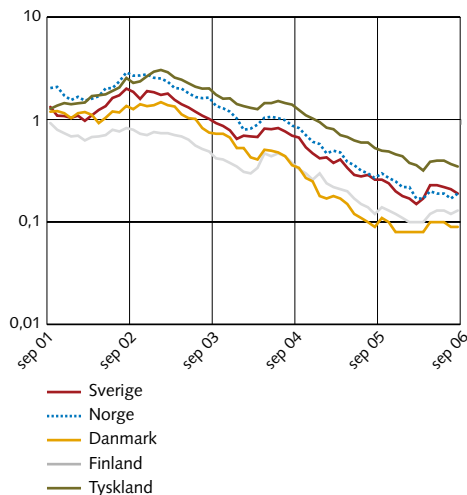
Anm: Förväntade konkurs sannolikheter (Expected Default Frequency, EDF) beräknas utifrån aktiemarknadsinformation och bokslutsdata. Skalan i diagrammet är logaritmisk. Ett värde på 1 procent innebär att sannolikheten för konkurs på ett års sikt är 1 procent.

Källa: Moody's KMV

¹⁸ Antalet konkurser speglar bolag med anställda, och innefattar därmed inte enmansbolag.

¹⁹ 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 konkurs sannolikhet inom den givna tidshorisonten.

Diagram 2:18. Förväntade konkurs sannolikheter för börsnoterade icke-finansiella företag i Norden och Tyskland
Procent



Anm. Skalan är logaritmisk.

Källa: Moody's KMV

Diagram 2:19. Andel börsnoterade företag med en konkurs sannolikhet på 1 procent eller större
Procent



Källor: Moody's KMV och Riksbanken

detta är att andelen företag med en förväntad konkurs sannolikhet på en procent eller mer har fallit till 20 procent, från att ha legat på 45 procent för fem år sedan (se diagram 2:19).

Sammanfattningsvis är företagens finansiella ställning stark. Trots att upplåningen har ökat relativt mycket de senaste två åren är företagens skuldsättning låg. Konkurstalen är på historiskt låga nivåer, vilket tyder på att en vändning av konkurserna troligtvis kommer att ske snart. Men samtidigt visar det mer framåtblickande måttet på förväntade konkurs sannolikheter att konkursrisken är låg på ett års sikt, vilket indikerar att kreditrisken kommer vara låg under denna tidsperiod.

RISKKAPITALBOLAGEN

Krediter till lånefinansierade företagsförvärv via riskkapital (så kallade leveraged buy outs, LBO) har ökat kraftigt under 2005 och 2006. Under det andra kvartalet i år investerade riskkapitalbolagen 17 miljarder kronor genom företagsförvärv vilket är det högsta investerade beloppet som noterats under ett enskilt kvartal sedan Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) och Nutek startade kvartalsundersökningar av riskkapitalmarknaden 2001.²⁰

Hög kapitaltillströmning och stor efterfrågan från framförallt institutionella investerare på kreditinstrument kopplade till LBO:s har skapat en gynnsam situation för riskkapitalbolagen att genomföra företagsförvärv. De institutionella investerarna har visserligen tagit marknadsandelar, men fortfarande växer bankernas utlåning till den här gruppen. Den hårdnande konkurrensen om att finansiera LBO:s har lett till stigande belåningsgrader och överlåtelsepriserna har ökat kraftigt. Det innebär att riskerna på denna del av kapitalmarknaden har ökat.²¹

Riskkapitalbolagens företagsförvärv är förknippade med mycket god information till de parter som är direkt inblandade i affärerna men däremot starkt begränsad till alla externa aktörer som står utanför denna krets. Det försvårar naturligtvis analysen och bedömningen av riskutvecklingen på denna del av kapitalmarknaden. Det ökade inslaget av institutionella investerare innebär dock en ökad transparens och effektivitet i prissättningen av LBO-krediter. Till det positiva hör också att risker förknippade med LBO:s marknadsprissätts och sprids utanför banksystemet, vilket ur ett stabilitetsperspektiv i grunden är positivt.

²⁰ Detta kan jämföras med 14 miljarder samma period 2005 drygt 10,5 miljarder för helåret 2004.

²¹ Se vidare i kapitel 3 för de fyra storbankernas utlåning till riskkapitalbolagen.

Företagssektorerna i Tyskland, övriga Norden och de baltiska länderna

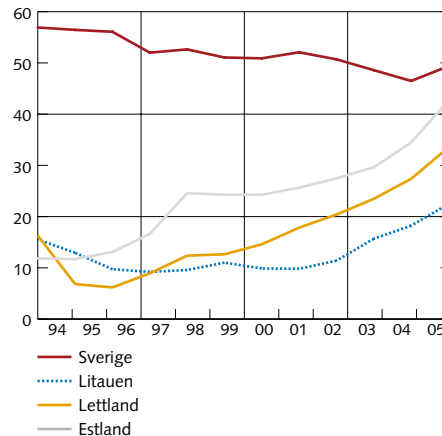
En stor del av de svenska bankernas utlåning sker till företagssektorerna i övriga Norden, Tyskland samt i de baltiska länderna. Riksbanken följer därför även utvecklingen i dessa länder.

När det gäller de tre baltiska länderna finns det skäl att vara uppmärksam på utvecklingen framöver. Länderna har de senaste åren kännetecknats av hög kreditillväxt. Den sker visserligen från låga nivåer men kan inte fortgå hur länge som helst. Den fasta växelkursen förutsätter att finanspolitiken stabiliserar efterfrågan då centralbankernas möjligheter är mycket begränsade i fastkurssystem. En stor del av lånen tas i utländsk valuta, främst i euro. Trots att de baltiska länderna väntas gå med i valutaunionen kvarstår valutarisken till dess att inträdet faktiskt sker. Under tolv månadersperioden fram till juni i år ökade upplåningen från kreditmarknadsinstituten med 50 procent i Estland, Lettland och Litauen. Andelen lån i euro ligger mellan 60 och 70 procent i dessa länder. Utestående kreditvolym i förhållande till BNP har också ökat kraftigt och Estland börjar närma sig samma nivå som Sverige (se diagram 2:20). Samtidigt som skuldsättningen ökar i alla tre länderna uppvisar företagssektorerna god lönsamhet och högre vinster. Vinsterna förväntas fortsätta att öka men möjligtvis inte i samma höga utsträckning som tidigare. I samtliga tre länder är konkurserna få och antalet nystartade företag stort.

Bankernas exponeringar mot fastighetssektorn har ökat i alla de baltiska länderna. Det beror dels på att fastighetsförvaltningsföretagens upplåning ökar, dels på att övriga företagssektorer använder upplånade medel till köp av fastigheter både för eget bruk och för kommersiella syften. I både Estland och Litauen har fastighetspriserna stigit gradvis till följd av fallande vakanser, medan hyresnivån är relativt stabil. I Estland är det främst stor efterfrågan på butikslokaler och shoppingcentra. I Lettland framhäver däremot den lettiska centralbanken att utvecklingen på fastighetsmarknaden utgör en riskfaktor med hänvisning till de senaste fem årens kraftigt stigande priser i kombination med fallande direktavkastningskrav och förväntningar om stigande räntor. Det finns således skäl att vara uppmärksam på utvecklingen framöver.

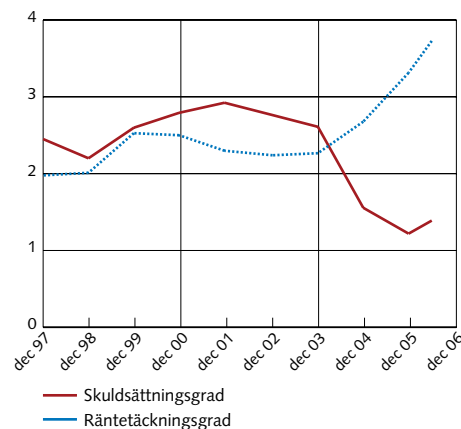
Utvecklingen i övriga Norden följer i stort sett utvecklingen i Sverige. I Danmark och Norge ökade företagens upplåning från kreditmarknadsinstituten med 16 respektive 21 procent i juni på årsbasis till följd av hög investeringsaktivitet. I Finland har upplåningen mattats av under året, den ökade med 5 procent på årsbasis. Den svagare efterfrågan på krediter kan förklaras med god lönsamhet i företagssektorn tillsammans och brist på investeringstillfällen. För företagssektorerna

Diagram 2:20. Företagens utestående kreditvolym i de baltiska länderna samt i Sverige i förhållande till BNP
Procent



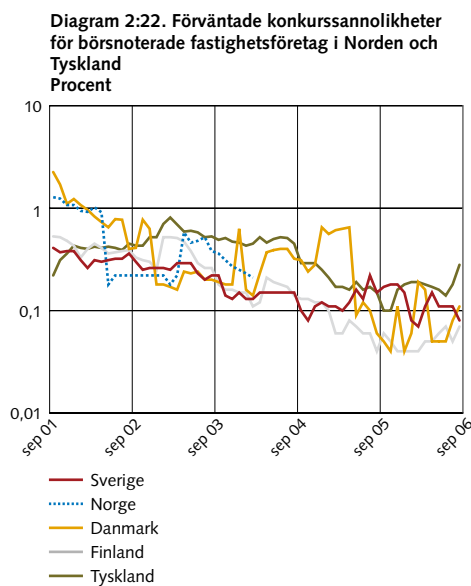
Källor: Nationella centralbanker

Diagram 2:21. Genomsnittlig räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad för börsnoterade fastighetsföretag
Kvot



Anm. Skuldsättningsgraden definieras som skulderna i förhållande till bokfört eget kapital. Räntetäckningsgraden är rörelseresultat plus finansiella intäkter i förhållande till finansiella kostnader.

Källor: Årsredovisningar och Riksbanken



Anm. Skalan är logaritmisk
 Källa: Moody's KMV

som helhet är förväntade konkurs sannolikheter på ett års sikt fortsatt låga i dessa tre länder, även om de har ökat något i Finland (se diagram 2:18). Även bland fastighetsbolagen i Finland samt Danmark förväntas konkurserna öka något (se diagram 2:23).

Den tyska ekonomin fortsätter att stärkas. Den drivs främst av ökad export men i allt högre utsträckning även av ökad inhemsk efterfrågan. Näringslivets investeringar har börjat ta fart, vilket tillsammans med ökad lönsamhet i företagen har lett till att både bankupplåning och marknadsupplåning sakta har börjat öka. Oavsett företagsstorlek så förbättras företagens resultat och konkurserna fortsätter att falla. Konkurserna förväntas fortsätta att falla under närmaste året (se diagram 2:18). Bland de tyska fastighetsförvaltningsföretagen väntas konkurserna emellertid fortsätta att öka (se diagram 2:22).

Fastighetsföretagen

De svenska fastighetsbolagens upplåning från bankerna fortsätter att öka hög takt. Den genomsnittliga skuldsättningsgraden ökade marginellt för de börsnoterade fastighetsbolagen under det första halvåret efter att ha fallit från år 2004 (se diagram 2:21). Detta speglar troligtvis den höga aktiviteten på fastighetsmarknaden de senaste åren.

Intjäningen fortsätter att förbättras. Delårsrapporterna för första halvåret 2006 visar att driftsöverskottet, det vill säga hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader, har förbättrats för 9 av 13 börsnoterade bolag jämfört med samma period föregående år och 10 av 13 bolag visar förbättrat rörelseresultat. Resultatförbättringen har lett till att den genomsnittliga räntetäckningsgraden har stigit något vilket visar på en fortsatt god finansiell ställning hos de börsnoterade fastighetsbolagen.

Konkurserna i sektorn är få och förväntade konkurs sannolikheter visar på i stort sett oförändrat låg konkursrisk jämfört med när den förra stabilitetsrapporten publicerades (se diagram 2:23).

De börsnoterade fastighetsbolagen är till stor del exponerade mot kontorsmarknaden. Kontorsfastigheter utgör nästan 60 procent av fastighetsbeståndets totala värde för dessa bolag. Geografiskt är Stockholm den region som dominerar, följt av Göteborg och Malmö. Exponeringar mot övriga regioner samt utlandet är små. Fastigheter utomlands står för endast två procent av totalt värde. Enskilda bolag kan däremot ha större exponeringar mot andra fastighetslag och geografiska delmarknader.²²

Fastighetsbolagens framtida intjäningsförmåga beror således till stor del på utvecklingen på kontorsmarknaden i de tre storstadsregionerna. I samtliga regioner har efterfrågan på kontorslokaler så sakta börjat öka medan hyrorna är relativt stabila (se avsnitt nedan om den kommersiella fastighetsmarknaden). Det har således inte skett någon riktig vändning på marknaden. Då konjunkturen

²² Som mest har ett enskilt fastighetsbolag 8 procent av beståndet i utlandet. Avser februari 2006 uppgift från Leimdörfer.

förväntas mattas något framöver begränsas utrymmet för framtida hyreshöjningar, vilket således verkar negativt på fastighetsbolagens framtida intäkter. Samtidigt kvarstår risken med att en snabbt stigande ränta kan få effekter på bolagen då deras upplåning ökar samtidigt som räntebindningstiden minskar.

DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

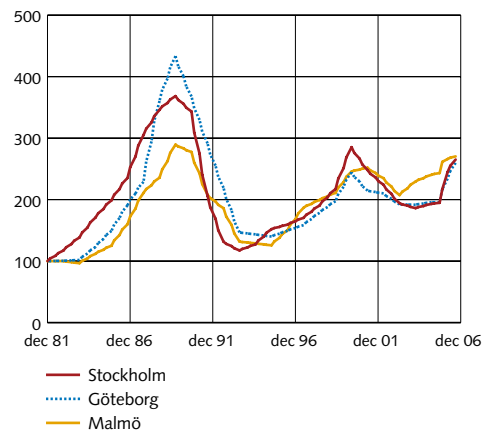
Fastighetsbolagens betalningsförmåga påverkas av utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden. Kontorsfastigheter utgör merparten av de börsnoterade fastighetsbolagens portföljer och står därför i fokus för Riksbankens analys.

Den höga aktiviteten på den svenska fastighetsmarknaden har fortsatt under 2006. Under första halvåret uppgick omsättningen till omkring 70 miljarder kronor vilket kan jämföras med 50 miljarder första halvåret 2005 och 120 miljarder helåret 2005. Omsättningen förväntas vara fortsatt hög resten av året. Intresset från utländska investerare är sedan några år tillbaka stort men på senare tid har konkurrensen från inhemska investerare ökat. Under första halvåret 2006 stod utländska investerare för drygt 40 procent av fastighetsinvesteringarna. Toppåret 2003 stod utländska investerare för 75 procent av transaktionerna. Alla typer av fastigheter är av intresse för investerarna och alla delar av landet, även om fokus ligger på Stockholmsregionen.²³ Ur ett stabilitetsperspektiv är inslaget av internationella investerare positivt då det innebär att risker sprids på fler investerare. Samtidigt kan utländska investerare leda till att spridningsriskerna ökar på fastighetsmarknaden då de skulle kunna representera ett mer lättflyktigt kapital. Falla priserna på fastigheter på en annan marknad än den svenska kan investerarna välja att sälja av tillgångar på den svenska marknaden för att täcka upp för förlusterna utomlands. Detta kan i sin tur påverka de svenska fastighetspriserna.

Priserna på kontorsfastigheter bestäms av hur fastighetens driftnetto, det vill säga hyrorna minus kostnaderna, utvecklas, samt av investerarnas avkastningskrav. Hyresnivåerna bestäms i sin tur av vakanserna och avkastningskravet via den riskfria räntan och en riskpremie. De reala priserna ökade relativt mycket under årets första kvartal, i samtliga tre storstadsområden, trots relativt stabila hyresnivåer och vakanser. Prisuppgången kan därmed i huvudsak förklaras av fallande avkastningskrav. Att den riskfria räntan är fortsatt låg indikerar att riskpremien på fastighetsinvesteringar har minskat. Den utvecklingen ligger i linje med utvecklingen i övrigt då riskpremierna har fallit på en rad tillgångar den senaste tiden.

Sedan förra stabilitetsrapporten publicerades har priserna på kontorsfastigheter fortsatt att öka kraftigt. På årsbasis ökade de reala priserna under tredje kvartalet med 36 procent i Stockholm, 32 procent i Göteborg och 11 procent i Malmö (se diagram 2:24). Under samma period ökade hyrorna med mellan 1 till 1,5 procent i de tre

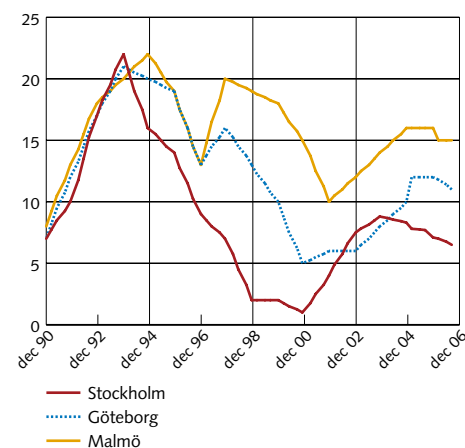
Diagram 2:23. Reala priser för kontorslokaler i citylägen
Index 1981 = 100



Anm. Deflaterat med KPI.

Källor: NewSec AB och Riksbanken

Diagram 2:24. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen
Procent

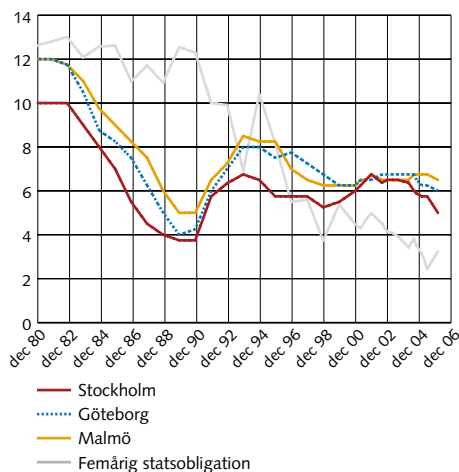


Anm. Deflaterat med KPI.

Källor: NewSec AB och Riksbanken

23 Se Nordic Report RealEstate Autumn 2006 från fastighetskonsultföretaget NewSec AB.

Diagram 2:25. Genomsnittligt direktavkastningskrav på kontorsfastigheter i citylägen
Procent



Källor: Newsec AB och Reuters Ecwin

storstadsområdena. Hyror och priser har åren efter fastighetskrisen i början av 1990-talet i det närmaste gått hand i hand. Det senaste året har priserna däremot ökat betydligt mer än hyrorna, som i stort sett har varit oförändrade.

Att hyresutvecklingen har varit svag beror på att vakansgraden är relativt hög, även om vakanserna nu så sakta har börjat minska. Stockholm haft den mest gynnsamma utvecklingen det senaste året till följd av att sysselsättningen har börjat öka bland små och medelstora företag samt inom kontorsintensiva branscher. Även i Göteborg och Malmö minskade vakanserna något under året (se diagram 2:25). I storstädernas ytterområden samt för äldre kontorslokaler är vakanserna däremot högre.

Vakansgraden förväntas fortsätta att minska i samtliga storstadsområden till följd av den stärkta arbetsmarknaden. Sysselsättningen har ökat relativt mycket under året och förväntas fortsätta att göra det under nästa år. Därefter förväntas ökningen i sysselsättningen mattas något allt eftersom tillväxttakten i BNP dämpas.²⁴ Ytterligare faktorer som påverkar vakansgraden är nytillskottet på kontorsyta. I Stockholm är nybyggnationen låg och den kontorsyta som färdigställs är till stor del redan uthyrd. De nya kontorslokalerna väntas därför inte ha någon större effekt på vakansgraden. I Göteborg avstannade nybyggnationerna av kontorslokaler under 2005 efter att ha ökat relativt kraftigt under 2003. Under det kommande året förväntas nybyggnationerna vara fortsatt låga även om de troligtvis kommer att öka jämfört med innevarande år. Även i Malmö har utbudet av nyproducerad kontorsyta varit lågt under de senaste åren. Under det närmaste året förväntas utbudet öka, men utbudet tros absorberas av den ökade efterfrågan på kontor.²⁵

Vakanserna har alltså minskat något och hyrorna ökat marginellt, men ännu har det inte skett någon riktigt stark återhämtning av kontorsmarknaden. Däremot har avkastningskravet fortsatt att falla i samtliga regioner vilket har bidragit till att priserna har fortsatt att öka (se diagram 2:25). Sedan första kvartalet i år fortsätter avkastningskravet att falla samtidigt som den långa riskfria räntan är högre. Detta tyder på att riskpremien på fastighetsinvesteringar, i likhet med andra riskfyllda placeringar har fortsatt att minska. Men det finns skäl att vara uppmärksam på rimligheten i de förväntningar om framtida intäktsökningar som detta speglar. Trots den starka konjunkturen har det ännu inte skett någon ordentlig vändning på kontorsmarknaden i termer av vakanser och hyror. BNP-tillväxten förväntas bli successivt lägre de närmaste åren, vilket innebär att utrymmet för ökade hyresintäkter kommer att bli begränsat. Detta medför att ett minskat avkastningskrav kan ifrågasättas.

²⁴ Se Riksbankens inflationsrapport 2006:3.

²⁵ Se Nordic Report RealEstate Autumn 2006 från fastighetskonsultföretaget NewSec AB samt Nordic City Report Autumn 2006 från Jones Lang Lasalle.

Sammanfattande bedömning av de svenska bankernas låntagare

- Hushållens skulder fortsätter att öka i hög takt, även om öknings- takten har avtagit något. Riksbanken räknar med att både upplåning och huspriser kommer att dämpas under de kommande tre åren. Den senaste tidens statistik tyder på att marknaden för småhus kan vara på väg in i en lugnare fas, men det är för tidigt att tala om ett trendbrott.
- Betalningsförmågan är överlag stark i hushållssektorn och hushållens skuldsättning utgör i dagsläget inget hot mot den finansiella stabiliteten. Men det finns alltid en risk att enskilda hushåll överbelånar sig och hamnar i betalningssvårigheter.
- Företagens upplåning fortsätter att öka kraftigt, även om ökningstakten har dämpats något. Riksbanken räknar med en svagare upplåningstillväxt framöver till följd av en lägre investeringstillväxt. Samtidigt finns det drivkrafter som verkar i motsatt riktning, lånefinansierade företag är ett sådant exempel. Konkurserna är på historiskt låga nivåer och kan knappast bli lägre. Men statistik över förväntade konkurssannolikheter tyder samtidigt på att konkurserna är fortsatt låga på ett års sikt.
- Ökat intresse för lånefinansierade företagsförvärv via riskkapitalbolag har medfört ökad konkurrens om att finansiera dessa. Det har lett till ökade belåningsgrader och höga överlåtelsepriser. Detta innebär att riskerna ökar på denna del av kapitalmarknaden.
- Hushållen och företagen i de baltiska länderna fortsätter att öka sin upplåning i hög takt. Även om detta sker från låga nivåer kan utvecklingen inte fortsätta på sikt. En stor del av lånen är också i euro vilket medför en valutarisk till dess att länderna faktiskt är med i valutaunionen.
- På marknaden för kontorslokaler fortsätter avkastningskravet på fastighetsinvesteringar att minska samtidigt som räntan stiger. Trots den starka konjunkturen har det inte skett någon ordentlig vändning i termer av hyror och vakanser. Sjunkande avkastningskrav tyder på förväntningar om ökade framtida intäkter, men utrymmet för framtida hyresökningar är sannolikt begränsat.

■ Utvecklingen i bankerna

Storbankernas lönsamhet har fortsatt att öka, även om det fanns vissa tecken på dämpning under det tredje kvartalet. Framför allt ökade värdepappersrelaterade intäkter och värdeförändringar på finansiella instrument. Återvinningar och återföringar från tidigare kreditförluster var större än nya reserveringar, och därför bidrog kreditförlusterna positivt till bankernas resultat. Parallellt med goda vinstökningar är riskerna i banksystemet fortfarande begränsade. Riksbanken bedömer därför att storbankernas motståndskraft mot oväntade förluster har stärkts ytterligare. Två stresstester som Riksbanken har utfört visar också att bankerna kan stå emot plötsliga och relativt oförutsedda händelser med förhållandevis god marginal.

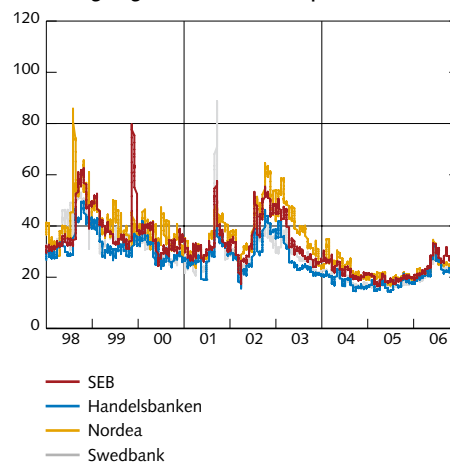
I det här kapitlet görs en närmare genomgång av bankerna. Riksbankens analys koncentreras till de fyra storbankerna – Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank²⁶ – eftersom det i första hand är de som har betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. Storbankerna är idag i olika utsträckning verksamma på andra marknader än den svenska. Eftersom det är banksystemets samlade riskexponering som är relevant för den finansiella stabiliteten, täcker analysen hela bankkoncernerna.²⁷

Lönsamhetsutvecklingen kan ge en indikation på den strategiska risken i bankerna. En utvärdering av kvaliteten i tillgångarna och utvecklingen av det egna kapitalet visar hur kredit- och marknadsriskerna utvecklas. Bankernas finansieringsförmåga ger en bild av de likviditetsriskerna som kan uppstå. Avslutningsvis redovisar Riksbanken resultatet av två så kallade stresstester som visar bankernas motståndskraft vid ett par mindre sannolika, men fullt möjliga scenarier.

Aktiemarknadens osäkerhet om storbankernas framtida intjäning reflekteras i implicita volatiliteter för bankernas aktier.²⁸ Under perioden maj till juni i år steg de implicita volatiliteterna kraftigt för bankaktierna, en uppgång som även kunde ses i aktiemarknaden som helhet (se vidare kapitel 1). Volatiliteterna sjönk visserligen tillbaka igen, men är fortfarande högre än vad de var vid vårens stabilitetsrapport (se diagram 3:1). För SEB steg även de implicita volatiliteterna återigen mot slutet av resultatperioden.

Storbankerna har under senare tid expanderat bland annat genom mindre förvärv samt genom att öppna nya kontor. Expansionen har framför allt skett utomlands, men även i Sverige exempelvis inom sparandeverksamheter. Bankerna har också gjort mindre försäljningar, bland annat av minoritetsposter.

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



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

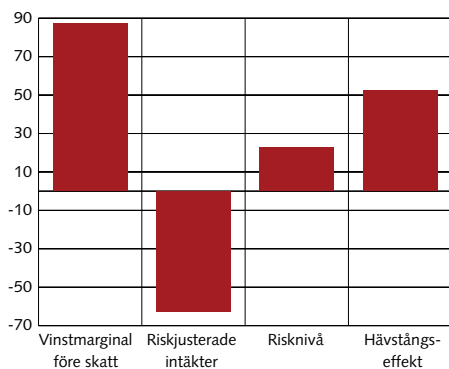
Källor: Bloomberg och Riksbanken

²⁶ Föreningssparbanken bytte namn till Swedbank i september 2006.

²⁷ Med storbankerna avses således i fortsättningen bankkoncernerna som helhet, om inget annat anges.

²⁸ Implicit volatilitet beskriver marknadens förväntningar om den framtida volatiliteten och beräknas ur prissättningen av aktieoptioner.

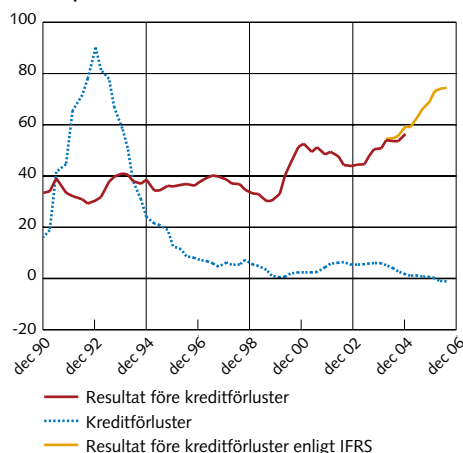
Diagram 3:2. Bidrag till räntabilitet på eget kapital före skatt
Procent



Anm. Avser de senaste fyra kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:3. Resultat före kreditförluster samt kreditförluster, netto, i storbankerna
Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor, 2006 års priser



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Lönsamhet och intjäning – strategisk risk

De fyra storbankernas lönsamhet ökade under resultatperioden och räntabiliteten på det egna kapitalet (ROE) uppgick till drygt 18 procent, vilket är knappt 2 procentenheter högre än föregående resultatperiod.²⁹ Mot slutet av resultatperioden kunde emellertid en viss dämpning i lönsamhetstillväxten ses.

För att ge en bättre bild av vad som ligger bakom utvecklingen av räntabiliteten kan denna delas upp i vinstmarginal, riskjusterade intäkter, risknivå och hävstångseffekt.³⁰ Såväl högre vinstmarginal som ökade riskjusterade intäkter kan antas öka bankens finansiella styrka. En högre vinstmarginal innebär att skillnaden mellan intäkter och kostnader blir större, medan ökade riskjusterade intäkter betyder att intäkterna ökar i relation till de riskvägda tillgångarna. Om däremot risknivån eller hävstångseffekten ökar kan det spegla ett ökat risktagande och behöver därmed inte innebära någon förbättring av den finansiella styrkan i banken.

$$\text{ROE före skatt} = \frac{\text{vinstmarginal}}{\text{vinst före skatt}} \times \frac{\text{riskjusterade intäkter}}{\text{rörelseintäkter}} \times \frac{\text{risknivå}}{\text{riskvägda tillgångar}} \times \frac{\text{hävstångseffekt}}{\text{totala tillgångar eget kapital}}$$

Den högre räntabiliteten under resultatperioden förklaras främst av högre vinstmarginaler (se diagram 3:2). Samtidigt minskade de riskjusterade intäkterna. Även hävstångseffekten och risknivån ökade, vilket kan indikera ett högre risktagande i storbankerna (se även diskussionerna om eget kapital och tillgångar).

Storbankernas underliggande intjäning, definierad som resultat före kreditförluster, har kontinuerligt stigit sedan mitten av 2003 och uppgick till drygt 74 miljarder kronor under resultatperioden, vilket var cirka 13 procent högre än föregående resultatperiod (se diagram 3:3). Samtidigt som bankernas intjäning ökade har kreditförlusterna successivt minskat. Under den här resultatperioden var kreditförlusterna positiva, vilket kan låta motsägelsefullt. Men förklaringen är att återföringar och återvinningar var större än reserveringar för nya och befärade kreditförluster (se vidare under avsnittet om kreditkvalitet).³¹

²⁹ Resultatperioden är de senaste fyra kvartalen fram till och med tredje kvartalet 2006 och jämförelser görs med de fyra föregående kvartalen, om inget annat anges. Alla resultatuppgifter är justerade för större engångseffekter. Från och med januari 2005 redovisar bankerna enligt International Financial Reporting Standards (IFRS) (se ruta i Finansiell stabilitet 2005:1). Bankerna har även redovisat 2004 som om de vore enligt IFRS, vilka används vid jämförelser med föregående resultatperiod i rapporten.

³⁰ Se ruta i Finansiell stabilitet 2004:1 där de olika komponenterna i uppdelningen förklaras mer utförligt.

³¹ Alla fyra storbanker hade emellertid inte positiva kreditförluster.

INTÄKTER OCH KOSTNADER

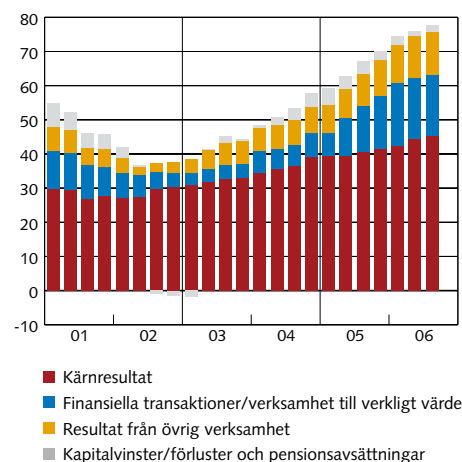
För att hitta förklaringar till de förbättrade vinstmarginalerna är det intressant att se hur storbankernas intäkter och kostnader utvecklades under resultatperioden.

- Den förbättrade lönsamheten kan nästan till hälften förklaras av att kärnresultatet – räntenetto och provisionsnetto minus kostnader och kreditförluster – var högre under resultatperioden (se diagram 3:4).
- Räntenettet ökade med cirka 2 procent under resultatperioden. Utvecklingen förklaras främst av att utlåningsvolymerna, både till hushålls- och företagssektorn, visade hög tillväxt (se vidare under utlåning). Samtidigt påverkades räntenettet negativt av fortsatt pressade utlåningsmarginaler.³²
- Provisionsnettot stod för drygt 60 procent av lönsamhetsförbättringen jämfört med föregående resultatperiod.³³ Betalningsrelaterade provisioner, som är en relativt stabil intäktskälla för bankerna visade en svag ökning, medan övriga provisioner, som bland annat innehåller provisioner för utlåning och garantier, ökade med runt 20 procent. Den största tillväxten stod emellertid värdepappersrelaterade provisioner för, vilka ökade med drygt 22 procent.
- Att bankerna har expanderat bidrog till att personalkostnaderna ökade under resultatperioden. Bankerna har även ofta högre resultatbaserade lönekostnader när aktiemarknadsrelaterade intäkter ökar. Totalt ökade kostnaderna med cirka 5 procent.
- Även finansiella poster till verkligt värde stod för en väsentlig del av lönsamhetsförbättringen. För några av bankerna ökade de aktierelaterade intäkterna. Under större delen av resultatperioden steg de långa räntorna. En högre långränta minskar värdet på bankernas obligationsportföljer, vilket bidrog till lägre ränterelaterade intäkter. Mot slutet av perioden sjönk långräntorna och således ökade de ränterelaterade intäkterna. Även här skilde sig utvecklingen mellan bankerna. Stigande långräntor kan emellertid ha en positiv inverkan på bland annat bankernas försäkringsrörelser då det innebär att försäkringsskulden minskar. Några av bankerna inkluderar intäkter och värdeförändringar från försäkringsrörelsen i denna post och sammantaget ökade dessa under resultatperioden, även då de minskade mot slutet när långräntan sjönk. Utvecklingen förklaras även av förvärv.
- Andra försäkringsintäkter, såsom exempelvis provisioner från försäkringsrörelsen, ökade också under resultatperioden, även det understött av förvärv.

³² För en mer utförlig genomgång av räntenettet och provisionsnettot se rutan Fördjupning – räntenetto och provisionsnetto.

³³ Provisionsnettot för de fyra storbankerna är exklusive Handelsbankens "delpost" försäkringar och Nordeas "delpost" livförsäkring.

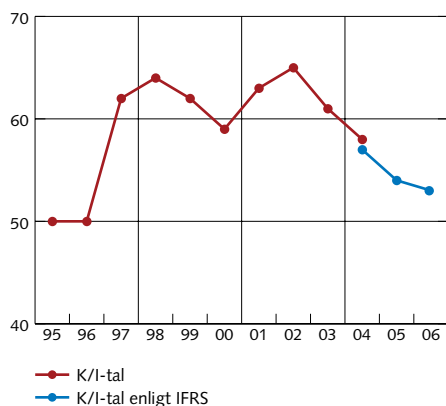
Diagram 3:4. Storbankernas resultat
Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor



Anm. Resultat från kärnverksamhet definieras som resultat från ränte- och provisionsnetto minus totala kostnader och kreditförluster. Resultat från övrig verksamhet består av övriga intäkter, resultat från intresseföretag och försäkringsrörelser.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

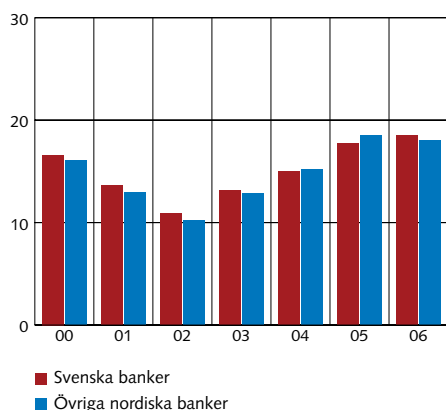
Diagram 3:5. Storbankernas kostnadseffektivitet
Procent



Anm. 2006 avser de senaste fyra kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:6. Räntabilitet på eget kapital efter
skatt
Procent



Anm. 2006 avser de senaste fyra kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Storbankernas kostnadseffektivitet, mätt som kostnader i relation till intäkter (K/I-talet), har sedan 2002 förbättrats (se diagram 3:5). Då intäktsutvecklingen var svag i bankerna kunde förbättringen till en början främst förklaras av minskade kostnader. På senare tid har emellertid det förbättrade K/I-talet varit ett resultat av att bankernas intäkter har ökat mer än vad kostnaderna har gjort.

I vårens stabilitetsrapport konstaterades att fortsatt lönsamhetsförbättring för bankerna sannolikt skulle vara beroende av fortsatt stigande aktiemarknader samt hög utlåningstillväxt. Denna bild kvarstår även i denna rapport. Högre långräntor, i enlighet med marknadens förväntningar, kan emellertid komma att minska värdet på bankernas obligationsportföljer.

Till skillnad från de svenska storbankerna har lönsamheten minskat något i de övriga nordiska bankerna (se diagram 3:6).³⁴ Den genomsnittliga räntabiliteten var dock fortfarande högre under resultatperioden än den som uppnåddes under den senaste lönsamhetstoppen år 2000. Den något lägre räntabiliteten förklaras emellertid av att Jyske Banks lönsamhet minskade. Försämringen i Jyske Bank beror främst på en minskad vinstmarginal vilket i sin tur är en följd av kraftiga kostnadsökningar. DNB NOR och Danske Bank visade en fortsatt marginell lönsamhetstillväxt.

Räntenettot i de övriga nordiska bankerna ökade på grund av kraftigt stigande kreditvolymen men fortsatte att utsättas för marginalpress vilket huvudsakligen beror på den hårda konkurrenssituationen. Det finns emellertid signaler på att pressen på utlåningsmarginalen börjar mattas av även för de övriga nordiska bankerna samtidigt som det stigande ränteläget ger ökade inlåningsmarginaler. Provisionsnettot steg under perioden men vårens tillbakagång på aktiemarknaden märktes då ökningstakten i provisionsintäkterna minskade kraftigt i bankerna de senaste kvartalen. Det stigande ränteläget slog under slutet av resultatperioden på finansiella poster till verkligt värde genom att obligationsportföljerna minskade i värde.

Under de senaste åren har även de övriga nordiska bankerna uppvisat sjunkande K/I-tal. Trenden har varit att intäkterna ökat kraftigt samtidigt som kostnaderna varit relativt stabila. Till skillnad från de svenska storbankerna så ökade emellertid de övriga nordiska bankernas genomsnittliga K/I-tal under resultatperioden. Detta förklaras av kostnadsökningar bestående av provisionsbaserade löner, kostnader relaterade till nyetableringar samt investeringar främst inom IT. Det är dock skillnad i kostnadsnivå mellan de olika bankerna på den nordiska marknaden vilket till viss del förklaras av olika verksamhetsinriktningar. Banker med en stor del investment banking har vanligtvis en relativt högre kostnadsnivå än andra banker. Majoriteten av de nordiska bankerna har K/I-tal som ligger mellan cirka 50 och 60 procent.

³⁴ Vissa jämförelser görs mellan de svenska storbankerna och tre andra nordiska storbanksbanker även då dessa inte betraktas som systemviktiga i Sverige (Danske Bank, DNB NOR och Jyske Bank). Detta motiveras av att de svenska storbankernas utländska verksamheter i stort sett bedrivs på samma marknader där de övriga nordiska storbanksbankerna är verksamma.

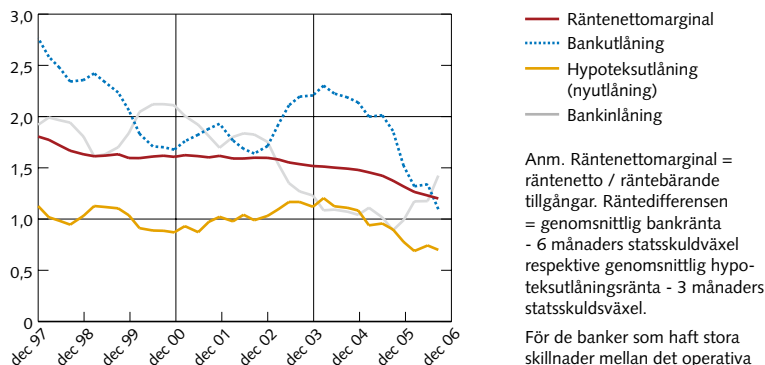
De viktigaste intäktskällorna för bankerna är räntenettet och provisionsnettot. Räntenettet består främst av intäkter från bankernas utlåning minus kostnader för in- och upplåning. Provisionsnettot består främst av provisioner från värdepappersrelaterad handel för kunders räkning och provisioner för betalningar såsom kredit- och betalkortverksamhet minus de kostnader dessa intäkter medför. I den här rutan behandlar avsnittet om provisionsnettot den värdepappersrelaterade delen.

I början av 1990-talet utgjorde räntenettet den klart största intäktskällan för bankerna. Därefter har intäkterna blivit alltmer diversifierade och provisionsintäkter står för en allt större del av bankernas intäkter. Ur ett stabilitetsperspektiv är denna diversifiering positiv eftersom bankernas intjäning blir mindre beroende av en intäktskälla. Samtidigt kan bankernas intäkter bli mer volatila eftersom provisionsintäkterna delvis är beroende av utvecklingen på aktiemarknaderna. Även då det är svårt att se ett exakt samband mellan räntenettet och provisionsnettot har de två intäktslagen till viss del kompletterat varandra. Under senare delen av 1990-talet uppvisade bankerna en låg, stundtals negativ, tillväxt i räntenettet, vilket bland annat berodde på sjunkande utlåningsmarginaler. Men detta kunde kompenseras med stark börsutveckling och större provisionsintäkter. När aktiemarknaderna föll i början av 2000-talet bidrog räntenettet till att stabilisera intäktsfallet i provisionsintäkterna. Men denna trend bröts i slutet av 2003 och sedan dess har provisionsintäkter ökat markant medan räntenettet visat låg tillväxt.

Räntenetto

Tillväxten i räntenettet under resultatperioden förklaras framför allt av fortsatt hög utlånings-tillväxt. Samtidigt fortsatte utlåningsmarginalerna att minska, vilket speglas i en sjunkande räntenettomarginal, det vill säga en minskande relation mellan räntenetto och räntebärande tillgångar (se diagram R1).³⁵ På den svenska

Diagram R1. Storbankernas räntenettomarginal samt räntedifferens på svensk bankinlåning respektive bank- och hypotekslåning
Fyra kvartals glidande medelvärde, procent



— Räntenettomarginal
 Bankutlåning
 — Hypotekslåning (nyutlåning)
 — Bankinlåning

Anm. Räntenettomarginal = räntenetto / räntebärande tillgångar. Räntedifferensen = genomsnittlig bankränta - 6 månaders statsskuldväxel respektive genomsnittlig hypotekslåningsränta - 3 månaders statsskuldväxel.

För de banker som haft stora skillnader mellan det operativa och det legala räntenettet används det operativa.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

marknaden syntes emellertid en viss stabilisering i utlåningsmarginalerna för hypotekslån mot slutet av perioden.³⁶ Stigande marknadsräntor ledde även till att inlåningsmarginalerna ökade.

Ökad konkurrens inom boutlåning till hushåll, i kombination med att nya kapitaltäckningsregler träder i kraft 2007 (se vidare under avsnittet eget kapital), kan ha bidragit till marginalpressen och därmed räntenettots relativt modesta tillväxt under de senare åren. Men på den svenska marknaden har marginalpressen även gällt utlåningen till företag. Att marginalerna på företagsutlåningen minskar samtidigt som utlåningstillväxten tilltar kan indikera ett högre risktagande i bankerna.

Utrymmet för markant förbättrade utlåningsmarginaler är begränsat, inte minst med tanke på den hårda konkurrensen. Dessutom har delar av bankernas bolånestocker högre marginaler än vad nyutlåningen har. När dessa lån omförhandlas kan marginalerna komma att bli lägre än de var tidigare, vilket då innebär att marginalerna fortsätter att pressas även om nyutlåningsmarginalerna stabiliseras. Men inlåningsmarginalerna stiger sannolikt givet fortsatt stigande marknadsräntor.

Tillväxt i räntenettet bör därför främst vara beroende av fortsatt utlåningstillväxt både inom företags- och hushållssektorn. Utlåningstillväxten till båda dessa sektorer på den svenska marknaden förväntas också fortsätta att växa om än i långsammare takt (se kapitel 2).

³⁵ Räntebärande tillgångar definieras som interbankfordringar plus utlåning till allmänheten plus räntebärande värdepapper.

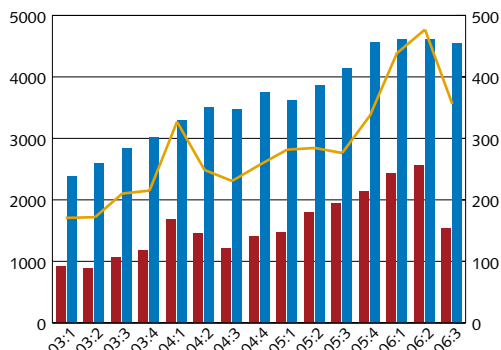
³⁶ Ut- och inlåningsmarginalerna speglas genom räntedifferensen. Räntedifferensen = genomsnittlig bankränta - 6 månaders statsskuldväxel respektive genomsnittlig hypotekslåningsränta - 3 månaders statsskuldväxel.

Diagram R2. Värdepappersrelaterade provisionsintäkter i storbankerna samt omsättning på Stockholmsbörsen
Miljoner kronor och index

■ Courtageintäkter
■ Kapitalförvaltningsrelaterade intäkter
— Omsättning Stockholmsbörsen (index, höger skala)

Anm. Index: 1997=100

Källor: Bankernas resultatrapporter, Reuters EcoWin och Riksbanken



Provisionsnetto

Det temporära fall som aktiemarknaderna visade under en del av resultatperioden kunde bara delvis ses i storbankernas värdepappersrelaterade provisionsintäkter (se diagram R2). Detta beror bland annat på att omsättningen på Stockholmsbörsen till en början var fortsatt hög när aktiemarknaderna började falla, vilket leder till höga courtageintäkter för bankerna. Courtageintäkterna minskade emellertid mot slutet av resultatperioden, en följd av den då lägre omsättningen.

Provisionsnettot utgörs till ungefär hälften av värdepappersrelaterade intäkter. Då dessa är beroende av värdepappersmarknaderna kan de stå för stora delar av bankernas lönsamhetsförbättringar när aktiemarknaderna stiger och har hög omsättning. Samtidigt kan de minska snabbt om omsättningen och kurserna på aktiemarknaderna går ner.

Eftersom aktiemarknaderna visade en avmattning under resultatperioden kan det vara intressant att se hur bankernas provisionsnetton kan påverkas vid ett hastigt fall på Stockholmsbörsen. I ett hypotetiskt exempel där OMXS-index faller med 30 procent skulle storbankernas värdepappersrelaterade provisioner kunna minska inom intervallet 25 – 40 procent under resultatperioden.³⁷ Men bankernas totala provisionsnetton skulle inte påverkas lika negativt eftersom betalningsrelaterade och övriga provisioner antas stabilisera de mer volatila värdepappersrelaterade provisionerna. Den totala minskningen på resultatet skulle ligga inom intervallet 8 – 18 procent.³⁸

37 Här tas bara hänsyn till storbankernas värdepappersrelaterade provisionsnetto. OMXS-index antas falla under ett kvartal och sedan ligga kvar på den nivån, en naturlig drift i de värdepappersrelaterade provisionerna är emellertid inkluderad.

38 I exemplet antas en utveckling för resterande resultatposter i enlighet med den senaste resultatperioden.

Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk

Storbankernas tillgångar ökade med knappt 9 procent på årsbasis. Framför allt ökade bankernas räntebärande värdepapper samt utlåning både till banker och till allmänheten. Samtidigt minskade värdet på bankernas övriga tillgångar som bland annat innehåller derivat och aktier. Som tidigare nämnts ökade relationen mellan riskvägda tillgångar och totala tillgångar något under resultatperioden (se även diagram 3:2). Detta förklaras av att främst riskvägda tillgångar för kreditrisker ökade men även av att riskvägda tillgångar för marknadsrisker ökade.

Att de riskvägda tillgångarna för kreditrisker ökade kan förklaras av den starka utlåningstillväxt som råder både till företagssektorn och till hushållssektorn.

Att de marknadsriskvägda tillgångarna var större under resultatperioden kan betyda att bankernas marknadsrisker har ökat. Några banker redovisar även högre Value at Risk (VaR), vilket dock till viss del kan förklaras av högre volatilitet på marknaderna (se kapitel 1). Men bilden av marknadsriskerna är splittrad då andra marknadsrelaterade riskmått indikerar relativt oförändrad risk.

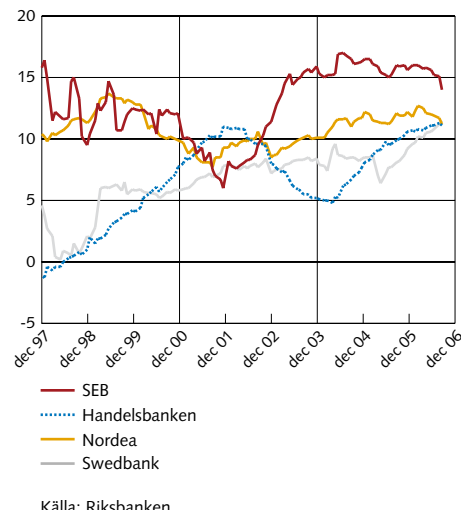
UTLÅNING

Storbankernas totala utlåning ökade med cirka 11 procent på årsbasis, vilket är en något lägre tillväxttakt än tidigare under året.

I Sverige ökade bankernas utlåning till företag med knappt 5 procent på årsbasis under resultatperioden.³⁹ Den här siffran varierade relativt mycket mellan bankerna, från 2 till 6 procent. Utlåningstillväxten till företag har ökat sedan fjolåret efter att ha legat still under ett par år. Utlåningen till den svenska hushållssektorn var fortsatt hög med en årstillväxt på närmare 12 procent under resultatperioden. Här var utvecklingen likartad för tre av bankerna, medan SEB visade en högre tillväxttakt (se diagram 3:7). Den högre tillväxttakten kan emellertid till viss del förklaras av att SEB är något mindre än framför allt Handelsbanken och Swedbank. Som rapporterats i tidigare stabilitetsrapporter ligger tillväxten främst i bankernas bostadsinstitut.

Storbankerna är inte bara verksamma på den svenska marknaden utan har också en hög närvaro i bland annat de övriga nordiska och baltiska länderna, om än i olika utsträckning. De baltiska länderna visar för närvarande en explosionsartad utveckling. Utlåningstillväxten till hushållssektorn låg inom intervallet 60 till 83 procent, medan utlåningstillväxten till företagssektorn var runt 50 procent (läs mer om bankernas låntagare i de baltiska länderna i kapitel 2).⁴⁰ Även den övriga nordiska marknaden kännetecknas av en relativt hög hushållsutlåningstillväxt, 13 till 14 procent. Tillväxten i företagsutlåningen skiljer sig däremot mellan länderna då Finland hade en utlåningstillväxt på cirka 5 procent, medan Danmark och Norge hade

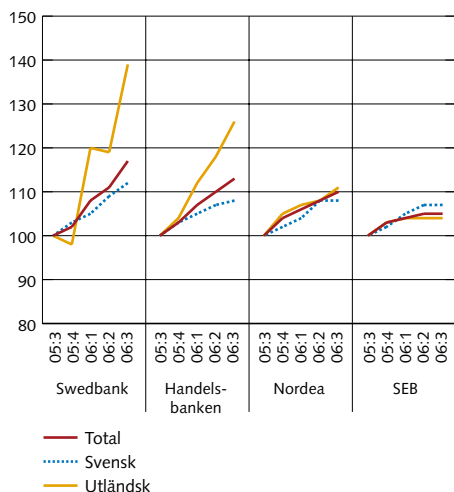
Diagram 3:7. Utlåning till svenska hushåll från kreditinstitut
Årlig procentuell förändring



³⁹ Kvartalsmedel på årlig tillväxttakt.

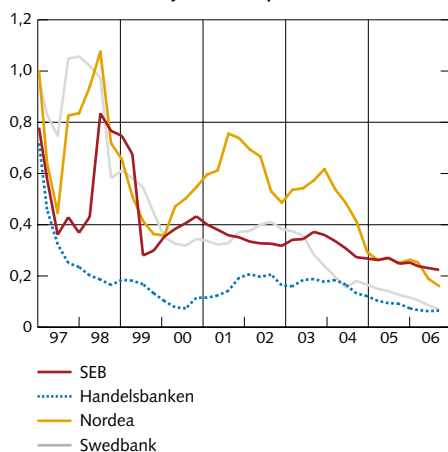
⁴⁰ Utlåningen för de övriga nordiska och baltiska länderna samt Tyskland avser årstillväxten vid halvåret 2006.

Diagram 3:8. Utlåning till svensk och utländsk allmänhet
Indexerad utestående volym, index: 2005:3=100



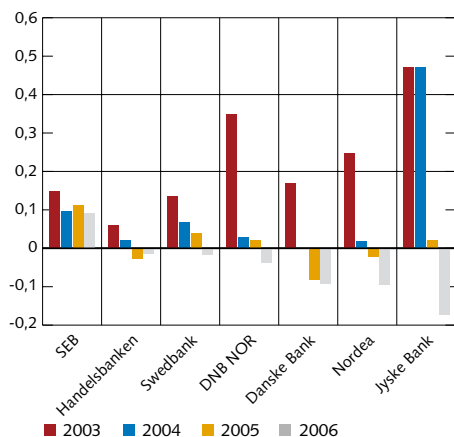
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:9. Reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster som andel av utlåning
Summerat över fyra kvartal, procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:10. Kreditförluster, netto, som andel av utlåning
Procent



Anm. DNB NOR 2003 är pro forma; 2006 avser de senaste fyra kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

tillväxttakter på cirka 16 respektive 21 procent. Den tyska marknaden visade en svag positiv utlåningstillväxt.

Swedbank och Handelsbanken hade en högre utlåningstillväxt i sina utländska verksamheter under resultatperioden (se diagram 3:8). För Swedbank förklaras det av den snabba utlåningstillväxt som råder i de baltiska länderna. Nordea och SEB, som har relativt stora delar av sina verksamheter i utlandet, redovisade ungefär lika hög tillväxt i dessa som i de svenska verksamheterna.

KREDITKVALITET

Andelen osäkra fordringar av storbankernas utlåning har successivt minskat och i slutet av den här resultatperioden uppgick de till 0,6 procent av utlåningen. Andelen osäkra fordringar respektive kreditförluster av den totala utlåningen är indikativa mått på kreditkvaliteten i en bank.⁴¹ Båda måtten avser redan inträffade försämringar i kreditkvaliteten och innehåller således ingen information om sannolikheten för ytterligare förluster.

Tre av de fyra storbankerna har haft två eller flera kvartal då återvinningar och återföringar varit större än reserveringar för nya och befarade kreditförluster. Detta innebar att storbankernas kreditförluster på aggregerad nivå var positiva under resultatperioden. Det positiva bidraget från kreditförlusterna förstärktes även av att reserveringarna för nya och befarade kreditförluster minskade (se diagram 3:9).

Den lägre andelen osäkra fordringar och reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster beror emellertid inte enbart på att dessa har minskat, utan även på att utlåningen har ökat.

Även för de övriga nordiska bankerna fortsatte kreditförlusterna att minska och under resultatperioden visade samtliga positiva bidrag från kreditförlusterna (se diagram 3:10). De låga nivåerna överlag beror på att det ekonomiska kreditklimatet med främst det låga ränteläget bidrar till en bättre finansiell situation för bankernas låntagare. Detta gör att bankerna löser upp gruppreserver, gör återföringar av tidigare reserverade krediter samt att deras återvinningar ökar.

Att utvecklingen i konjunkturen skulle leda till markant ökade kreditförluster den närmaste tiden är knappast troligt.⁴² Men Riksbanken vill återigen uppmärksamma risken med den snabba utlåningstillväxten i de baltiska länderna. Risken förstärks av att en stor del av utlåningen sker i euro vilket medför att vissa låntagare bär en valutarisik. I SEB och Swedbank, som har störst exponering av storbankerna, utgör verksamheterna i de baltiska länderna en allt större del av de totala rörelseresultatet – cirka 14 respektive 16 procent under resultatperioden.⁴³ Konsekvenserna skulle därför kunna bli kännbara, framför allt på intäktsidan, om tillväxten i dessa länder skulle avta eller om

41 Osäkra fordringar är de fordringar där potentiella förluster har identifierats vilka ger upphov till reserveringar av krediterna. Med osäkra fordringar avses här bruttovolymer, det vill säga före ackumulerade reserveringar. Med kreditförluster avses nettot av reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster efter återvinningar och återföringar.

42 Konjunkturscenariot i den här rapporten är baserat på Riksbankens bedömning i Inflationsrapporten 2006:3

43 För Swedbank är även Ryssland inkluderat, vidare används rörelseresultatet efter investeringen för verksamheten. För SEB inkluderas även verksamheter i Ryssland och Polen.

valutorna hastigt skulle försvagas och resultera i betalningssvårigheter för låntagarna. Kreditförlusterna i de baltiska länderna kan emellertid vara 7 till 12 gånger högre än i dagsläget innan verksamheterna i dessa länder skulle visa noll-resultat (läs mer under avsnittet Stresstest av bankernas motståndskraft).⁴⁴

Den höga utlåningstillväxten till fastighetssektorn kan också innebära viss osäkerhet om avkastningskravet fortsätter att falla i kombination med att utlåningstillväxten fortsätter (se vidare kapitel 2).

Tidigare i denna rapport har Riksbanken konstaterat att konkurrensen har ökat när det gäller lånefinansierade företagsförvärv via riskkapitalbolag (LBO:s). Utvecklingen tyder på att riskkapitalbolagen har fått ett starkare förhandlingsläge när låneavtal upprättas. Detta kan leda till att bankerna accepterar mer generösa låneavtal till förmån för riskkapitalbolagen. Intervjuer med de fyra storbankerna visar att de håller drygt 80 miljarder kronor i form av krediter till lånefinansierade förvärv där riskkapitalbolag är inblandade. Det utgör cirka 3 procent av de fyra storbankernas totala företagsutlåning. Storbankerna behåller emellertid nästan uteslutande seniora krediter, det vill säga krediter som kommer först i prioritetsordning vid konkurs. Krediter med sämre prioritetsordning avyttras i regel omedelbart på andrahandsmarknaden, vilket minskar riskerna kopplade med kreditgivningen.

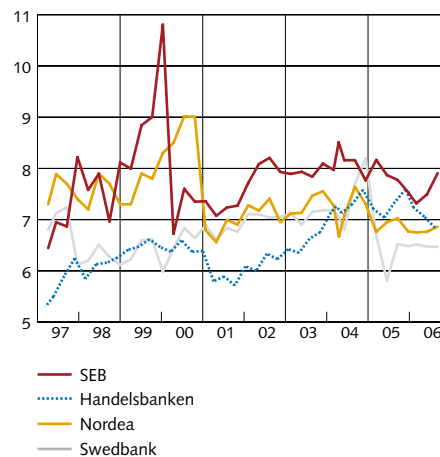
Det finns även tecken på att riskerna på den svenska bolåne-marknaden ökat. Bolåneaktörerna har till synes ökat sin kreditrisk i och med att räntemarginalerna har minskat samtidigt som belåningsgraderna och amorteringstiderna har ökat.⁴⁵ En förklaring kan vara att aktörerna har diskonterat effekterna av de nya kapitälämningsreglerna (se vidare under avsnittet om eget kapital). Utlåningen har varit som mest aggressiv i bostadsrättsportföljen och här kan utvecklingen innebära en förhöjd risk. Samtidigt bedömer dock Riksbanken att betalningsförmågan i hushållssektorn överlag är god (läs vidare om bankernas låntagare i kapitel 2).

I dagsläget verkar utlåningstillväxten samt kreditkvaliteten inte innebära några problem. Men det kan vara i goda lägen som grunden till framtida kreditförluster skapas. Det finns därmed anledning att uppmärksamt följa kreditkvaliteten framöver.

EGET KAPITAL

Storbankernas primärkapitalgrad var 7 procent i slutet av resultatperioden, vilket var något lägre än föregående resultatperiod (se diagram 3:11). Samtidigt var kapitaltäckningsgraden i stort sett oförändrad på 9,9 procent. Den höga lönsamheten bankerna har haft under resultatperioden har inte resulterat i högre primärkapitalgrader för flertalet av bankerna. Tidigare har några av bankerna anpassat kapitalstrukturen genom utdelningar och återköp av aktier, vilket inte varit lika tydligt under den senaste resultatperioden. Den relativt

Diagram 3:11. Primärkapitalrelation
Procent

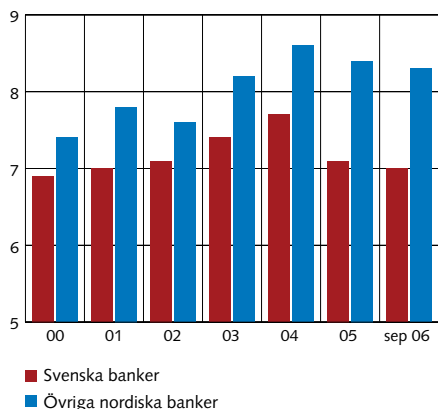


Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁴⁴ Nivån är beräknat på nettot av kreditförlusterna. Hänsyn tas inte till att en ökad kreditförlustnivå innebär minskade ränteintäkter.

⁴⁵ "Utvecklingen på bolåneemarknaden", 2006:9, Finansinspektionen.

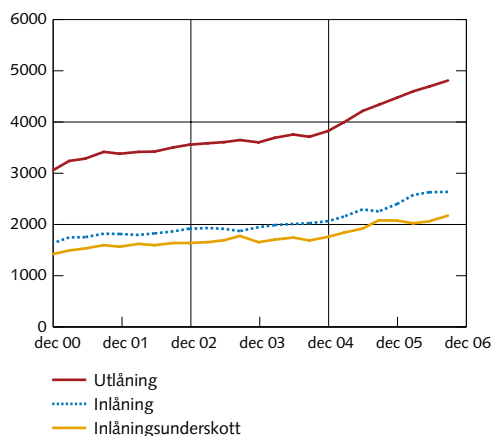
Diagram 3:12. Primärkapitalrelation för de nordiska storbankerna
Procent



Anm. September 2006 är inklusive upparbetade vinstmedel alternativt 50 procent av dessa.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:13. Inlåning respektive utlåning i storbankerna
Miljarder kronor



Anm. Inlåningsunderskott = utlåning - inlåning.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

oförändrade kapitalrelationen kan främst förklaras av att bankerna har expanderat sina verksamheter samt att de behöver kapital till den utlåningstillväxt som råder.

Från och med 2007 kommer nya kapitaltäckningsregler, Basel II, att införas. Syftet med de nya reglerna är att åstadkomma en bättre genomlysning och hantering av risker i bankerna. De förstudier som gjorts visar att de nya reglerna kommer att innebära lägre legala kapitalkrav för de svenska storbankerna. Detta beror främst på att svenska banker har en stor andel hushållsutlåning med låg risk i sina kreditportföljer.⁴⁶ Det råder emellertid delade meningar bland marknadsaktörerna kring huruvida en minskning av kapitalet kan ske samtidigt som den berörda bankens kreditbetyg lämnas oförändrat. Ett sänkt kreditbetyg skulle medföra ökade finansieringskostnader för bankerna. Därmed är det inte självklart att bankerna kommer att sänka kapitalet i samma utsträckning som de legala kraven tillåter.

Den genomsnittliga primärkapitalgraden för de övriga nordiska bankerna är strax över 8 procent (se diagram 3:12). DNB NOR samt Danske Bank ligger i nivå med de svenska storbankerna medan Jyske Bank är den bank som avviker från den allmänna trenden med en primärkapitalgrad på 10,6 procent. Jyske Banks primärkapitalrelation ligger dock över deras mål och en nedjustering borde vara att vänta. Alla de övriga nordiska bankerna har sänkt sina mål för primärkapitalgraden under det första halvåret. Detta kan vara en anpassning till de möjliga sänkningar som de nya kapitaltäckningskraven ger utrymme för samtidigt som den kraftiga ökningen i utlåningstillväxten har bidragit till nedgången.

Finansiering – likviditetsrisk

FINANSIERING

En av banksystemets viktigaste funktioner i samhället är att omvandla likvida skulder i form av in- och upplåning till illikvida tillgångar i form av utlåning. Bankernas speciella natur med kortfristig inlåning och långfristig utlåning gör dem känsliga för finansieringsproblem, vilket medför att deras finansieringsstruktur blir central ur ett stabilitetsperspektiv.

Bankernas utlåning finansieras först och främst med inlåning. Om inlåningen inte är tillräcklig för att täcka utlåningen lånar bankerna upp på marknaden. Inlåningen ses traditionellt sett som en stabil finansieringskälla. Aktörerna på interbank- och värdepappersmarknaderna är däremot mer känsliga för rating och förtroende, vilket ger anledning att anta att dessa finansieringskällor är de som först försvinner om en banks återbetalningsförmåga skulle ifrågasättas.

De svenska storbankerna har sedan tidigt 1980-tal haft ett inlåningsunderskott (se diagram 3:13). Inlåningsunderskottet för storbankerna uppgick den sista september till drygt 2 100 miljarder

⁴⁶ De första tre åren finns emellertid en maximalt tillåten reducering av kapitalkraven i form av en "trappa" vilket innebär att bankerna inte kan sänka kapitalet under en viss nivå även då deras interna modeller tillåter det.

kronor. Finansieringsgapet visar hur stor andel av bankens utlåning som inte går att finansiera via inlåning och därmed måste finansieras via marknaden. Finansieringsgapet har legat relativt konstant under en längre period. Under det senaste året har finansieringsgapet emellertid minskat något.

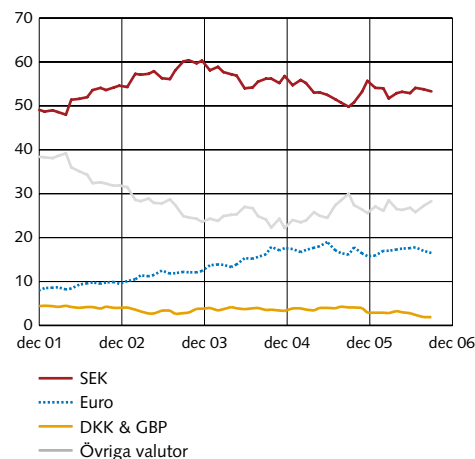
De fyra storbankerna är alla, om än i olika grad, beroende av marknadsfinansiering för att finansiera sina inlåningsunderskott. Handelsbanken och Swedbank finansierar en större del via marknaden än SEB och Nordea. Bankernas olika behov av marknadsfinansiering beror på skillnader i affärsinriktning. Swedbank och Handelsbanken har relativt de andra två en större andel bostadsutlåning vilket medför ett stort behov av marknadsfinansiering.

Storbankernas marknadsfinansiering består till drygt 30 procent av interbankupplåning och nästan 70 procent värdepappersupplåning. Interbankmarknaden är i första hand en marknad för likviditetshandling på kort sikt och inte något som storbankerna utnyttjar för att finansiera sina inlåningsunderskott. För att finansiera den utlåning som inte täcks av inlåning emitterar bankerna värdepapper. Eftersom utlåningen har olika bindningstider emitteras också värdepapperna med olika löptid för att matcha tillgångarna med skulderna. Matchningen kan justeras ytterligare med derivat.

Av samtliga svenska kreditinstituts emitterade värdepapper står storbankerna för cirka 75 procent.⁴⁷ Löptiderna på emitterade värdepapper i storbankerna består idag till cirka 40 respektive 45 procent av korta löptider på upp till ett år och längre löptider på över två år. Resterande 15 procent är värdepapper med medellång löptid på mellan ett till två år. Sedan januari 2002 har det kortaste löptidssegmentet, löptid upp till ett år, minskat medan det längsta löptidssegmentet har varit relativt konstant. Andelen emitterade värdepapper med löptid på mellan ett och två år har varit liten, cirka 5 procent, fram till och med 2004 då den började öka. Under det senaste året har löptidsfördelningen varit relativt konstant.

Storbankerna finansierar sig idag till omkring hälften i svenska kronor som nästan uteslutande är den valuta som används vid emittering av långa löptider (se diagram 3:14). Näst störst bland valutorna är USD (ingår i övriga valutor) som framför allt används vid emittering av kortare värdepapper. Från och med 2002 har andelen upplåning i USD emellertid minskat som andel av den totala värdepappersfinansieringen. Under samma period deprecierade emellertid USD mot den svenska kronan, vilket kan förklara en viss del av minskningen. Euron har istället uppvisat en ökad andel under samma period. Denna ökning kan inte förklaras av växelkursförändringar. Euron används till stor del vid emittering av värdepapper med kort och medellång löptid. Bankerna tar emellertid ingen, eller en mycket liten, valutarisk då valutaswappar eller andra derivat används. Ökad geografisk diversifiering gör bankerna mindre beroende av enskilda räntemarknader, investerare och valutor.

Diagram 3:14. Värdepappersupplåning i storbankernas svenska banker och bostadsinstitut, valutfördelat Procent



Källa: Riksbanken

47 I följande två stycken är definitionen av storbankerna endast de svenska bankerna och bostadsinstitutet.

På den svenska marknaden emitterades i juni i år de första säkerställda obligationerna av SBAB:s helägda dotterbolag AB Sveriges Säkerställda Obligationer och Nordea Hypotek. Även Handelsbankens hypoteksbolag Stadshypotek har sedan dess konverterat sina utestående obligationer till säkerställda obligationer. En säkerställd obligation är en obligation som är emitterad mot öronmärkta tillgångar och där investeraren har förmånsrätt om låntagaren skulle gå i konkurs.⁴⁸ Syftet med konverteringen är till stor del att de säkerställda obligationerna ska erhålla en högre rating än bolåneinstitutet och därmed medföra lägre finansieringskostnader. Även SEB Bolån har erhållit licens från Finansinspektionen att konvertera sina obligationer till säkerställda och Swedbank planerar att ansöka om tillstånd.

Motpartsexponeringar – spridningsrisk

Storbankerna har en central roll i det svenska betalningssystemet och de svenska marknaderna för värdepapper, valuta och derivat. Detta medför att de har betydande fordringar sinsemellan och mot andra aktörer på marknaden (motpartsexponeringar). Exponeringarna är dock främst mot andra finansinstitut och icke-finansiella storföretag med god kreditvärdighet vilket betyder att sannolikheten för en betalningsinställelse som regel är låg.

Om en av storbankerna trots allt förlorar en stor exponering skulle det kunna orsaka solvensproblem. Hur allvarligt solvensproblemet blir vid ett motpartsfallissemang beror inte bara på exponeringens storlek utan också på hur mycket banken lyckas återvinna ur den ursprungliga fordran. Ur ett stabilitetsperspektiv är motparts- och avvecklingsexponeringar av särskilt intresse i de fall motparten är en bank eller ett annat finansinstitut eftersom det medför en risk att problem i en bank kan spridas till andra banker.

De sammantagna motparts- och valutaexponeringarna i de fyra storbankerna ökade under första halvåret 2006 med cirka 12 procent jämfört med samma period föregående år.

Riksbanken har sedan 1999 samlat in data över storbankernas motparts- och avvecklingsexponeringar i syfte att undersöka spridningsrisken till och inom det svenska banksystemet. Sedan 2004 har dessa risker minskat och kan idag anses vara mycket måttliga. Fram till och med år 2001 var valutaavveckling den enskilt största exponeringen. Från och med år 2002 har exponeringar i valuta minskat medan exponeringar i framförallt utlåning utan säkerhet⁴⁹ men också värdepapper ökat. Minskningen i valutaavvecklings- exponeringar efter 2003 beror till största del på kronans medlemskap i Continuous Linked Settlement (CLS).⁵⁰

För att få en uppfattning om spridningsrisken mellan storbankerna testas de interbankeexponeringar som bankerna rapporterar

48 Lagen om utgivning av säkerställda obligationer började tillämpas 1 juli 2004.

49 Exempelvis dagslån, annan utlåning eller åtaganden utanför balansräkningen.

50 CLS Bank erbjuder ett system för avveckling av valutor som markant reducerar de risker som normalt är förenade med valutahandel. För en utförligare beskrivning av CLS se Finansiell stabilitet 2004:2.

vid varje kvartalsslut. Antagandet är att en bank fallerar och att 75 procent av de övriga tre bankernas exponering mot den fallerande banken går förlorad. Eftersom en del av exponeringen motsvaras av säkerheter görs antagandet att 25 procent kan återvinnas.⁵¹ Om en banks primärkapitalrelation underskrider det lagstadgade kravet om fyra procent är den insolvent.

Diagram 3:15 visar den storbank som i varje period har lägst primärkapitalrelation efter testet av interbankeexponeringar. I samtliga tester sedan 1999 har de beräknade primärkapitalrelationerna underskridit det lagstadgade kravet i fem procent av fallen. Sedan september 2004 har endast en interbankeexponering varit så stor att den orsakat insolvens. Av detta drar Riksbanken slutsatsen att spridningsrisken mellan de svenska storbankerna är måttlig.

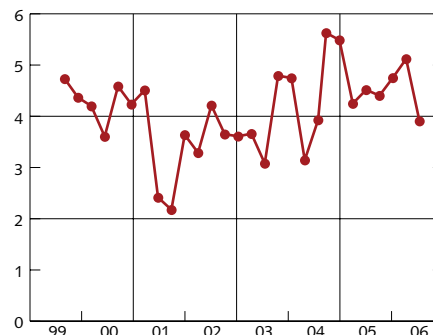
Bankernas största motpartsexponeringar behöver inte nödvändigtvis utgöras av exponeringen mot andra svenska banker. Bankerna riskerar också att drabbas av problem om ett stort företag eller en utländsk bank ställer in sina betalningar. Om den största motparten skulle ställa in sina betalningar, givet samma antaganden som i testet ovan, skulle insolvens inträffa för bankerna i 20 procent av fallen.⁵² I hälften av dessa fall är motparten en annan svensk bank. Efter andra halvåret 2004 fram till första halvåret 2006 skulle endast ett fall av insolvens inträffa vilket återigen tyder på en måttlig spridningsrisk. I diagram 3:16 visas den storbank som har den lägsta primärkapitalrelationen efter att den största motparten har ställt in sina betalningar.

Stresstest av bankernas motståndskraft

Avgörande för finansiell stabilitet är att de systemviktiga bankerna har motståndskraft att klara oväntade chocker. Kreditrisk är den i särklass största risken i de svenska bankerna. Riksbanken har därför utarbetat en metod för att mäta bankernas kreditrisk. Metoden är baserad på en befintlig, och allmänt tillgänglig, portföljmodell samt information från bankernas årsredovisningar (se ruta kreditriskmodellen).⁵³

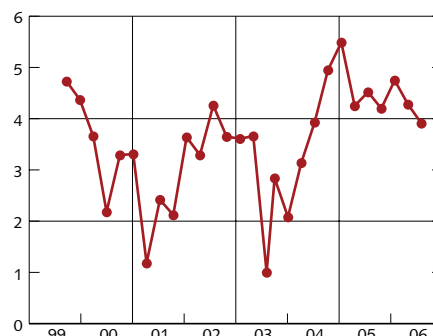
Modellen ger ett mått på hur stort behovet av riskkapital är i den aktuella utlåningsportföljen. Det beräknade riskkapitalbehovet speglar kreditrisken och kan relateras till det kapital banken faktiskt håller i form av primärkapital.⁵⁴ På så sätt får man vad vi kallar kreditrisktäckning.⁵⁵ Att ha en kreditrisktäckning på 100 procent betyder att primärkapitalet precis täcker kreditrisk och inte andra typer av risker som banken har i sin verksamhet. En kreditrisktäckning på över 100 procent innebär att banken har en buffert, dels för täcka andra typer

Diagram 3:15. Den storbank som har lägst primärkapitalrelation efter det att en annan svensk storbank ställt in sina betalningar
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram 3:16. Den storbank som har lägst primärkapitalrelation efter att dess största motpart ställt in sina betalningar
Procent



Källa: Riksbanken

⁵¹ Denna effekt motsvarar en situation där en storbank eller ett storföretag 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.

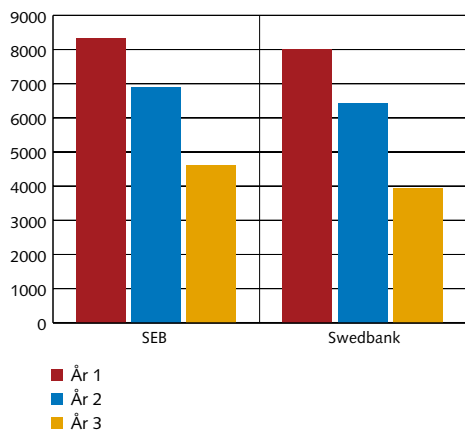
⁵² Beräknat på hela perioden 1999-2006:2.

⁵³ För en mer utförlig beskrivning se artikeln "Att beräkna kreditrisk med extern information", Finansiell Stabilitet 2006:1.

⁵⁴ Det är viktigt att poängtera att det primärkapital banken håller inte enbart styrs av kreditrisken i bankens portfölj, utan ska även täcka marknadsrisk och operationell risk. Därutöver ställer bankens aktieägare krav på hur stort kapital de ska hålla.

⁵⁵ Kreditrisktäckning = primärkapital / riskkapitalbehov.

Diagram 3:17. Bankernas resultat enligt scenariot i de baltiska länderna
Förväntat resultat minus förändringen i förväntad förlust, miljoner kronor



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

av risker och dels för att täcka ökad kreditrisk. Ju större bufferten är desto mer motståndskraft har bankerna att klara av oförutsedda händelser. Idag har bankerna en kreditrisktäckning på mellan 187 och 264 procent.

I detta avsnitt studeras hur bankernas kreditrisktäckning påverkas i två olika scenarier. Scenarierna utgår från den sammansättning av bankernas kreditportföljer som gällde vid utgången av år 2005.

- I scenario 1 inträffar en generell försämring av kreditvärdigheten för låntagarna i de baltiska länderna.
- I scenario 2 sker en konjunkturförsvagning och det leder till en allmän försämring av kreditvärdigheten för samtliga låntagare.

Efter att scenarierna testats har var och en av de fyra storbankerna en buffert kvar som tyder på att deras motståndskraft är god, om än reducerad för ytterligare negativa händelser.

FÖRSÄMRAD KREDITKVALITET I DE BALTISKA LÄNDERNA

Effekten av försämrade kreditvärdighet för låntagare i de baltiska länderna studeras genom ett scenario som varar under tre år. Antagandet är att konkurssannolikheterna i utlåningen i de baltiska länderna successivt ökar. Med ökade konkurssannolikheter följer en försämring av kreditvärdigheten, vilket i sin tur ger ökade förväntade förluster samt ökat riskkapitalbehov hos bankerna. De svenska bankernas utlåning till företag i denna region består främst av krediter till företag inom branscherna handel, fastighetsförvaltning och tillverkning.⁵⁶ Den genomsnittliga konkurssannolikheten för motsvarande branscher i Sverige är drygt 1 procent.⁵⁷ Analysen av bankernas låntagare (se kapitel 2) visar emellertid att det finns anledning att anta att riskerna i utlåningen till låntagare i de baltiska länderna är högre än för motsvarande låntagarkategorier i Sverige. I scenariet antas konkurssannolikheten för utlåningen i denna region öka under första året till 5 procent. Nästkommande år ökas den till 10 och för att slutligen år tre uppgå till 20 procent. Det tredje året speglar en mycket extrem situation. Kreditvärdigheten för övriga låntagare i bankernas kreditportföljer antas vara oförändrade. I scenariot antas även intjäningen från de baltiska länderna avta. Under första året antas att intjäningen halveras, därefter minskar den med ytterligare 25 procent under det efterföljande året, för att under det tredje och sista året utebli helt. Intjäningen från den övriga verksamheten antas vara oförändrad.

Scenariot appliceras på de två banker som har en betydande utlåningsverksamhet i de baltiska länderna, Swedbank och SEB.

Resultatet är positivt för bankerna under alla de tre åren eftersom intjäningen är högre än de nya reserveringarna för kreditförluster (se

⁵⁶ Enligt de baltiska dotterbankernas kvartalsredovisningar.

⁵⁷ För den svenska kreditportföljen är konkurssannolikheten i genomsnitt cirka 2 procent. En konkurssannolikhet på exempelvis 5 procent innebär att sannolikheten är 5 procent att exponeringen kommer att fallera på ett års sikt.

diagram 3:17).⁵⁸ Ett positivt resultat läggs för varje år till primärkapitalet vilket medför att det ökar.

Förutom att scenariet leder till ökade reserveringar så stiger även risken i utlåningsportföljerna och därmed måste bankerna hålla mer kapital. I diagram 3:18 ställs det primärkapital banken håller i relation till det beräknade riskkapitalbehovet för de tre åren. Under samtliga år har båda bankerna en kreditrisktäckning över 100 procent. Under det sista året sjunker dock kreditrisktäckningen med drygt 20 procent för båda bankerna. Detta innebär en lägre motståndskraft hos bankerna och ett minskat utrymme att klara av ytterligare negativa händelser.

FÖRSÄMRAD KREDITKVALITET

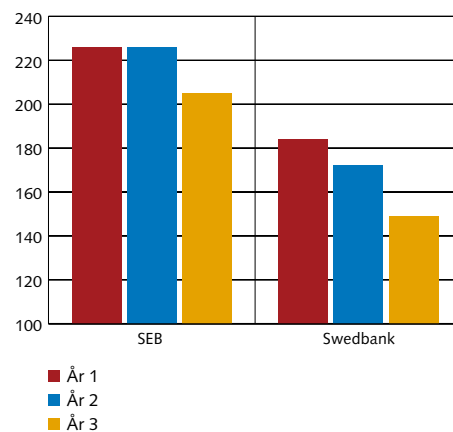
TILL FÖLJD AV VÄNDNING I KREDITCYKELN

Hur en vändning i kreditcykeln och därmed försämrad kreditvärdighet slår på storbankerna illustreras i ett andra scenario. Med hjälp av det historiska sambandet mellan BNP-tillväxt och sannolikheten för konkurs går det att skapa en bild av hur höga konkurs sannolikheterna för bankernas låntagare är i olika konjunkturfaser.⁵⁹ Under perioden juni 2000 och september 2001 minskade BNP-tillväxten från drygt 5 till knappt en halv procent. Den fallande tillväxttakten i BNP hade stor inverkan på den genomsnittliga konkurs sannolikheten för företagen som mer än fördubblades under samma period. I mars 2003 var företagens genomsnittliga konkurs sannolikhet fyra gånger så hög som nivån under 1999. I detta scenario antas konkurs sannolikheterna för samtliga låntagarkategorier fördubblas under första året. Försämringen av kreditvärdigheten fortsätter även andra och tredje året genom en tredubbling respektive fyrdubbling av konkurs sannolikheterna. Scenariots påverkan på intjäningen antas också vara negativ. Under första året minskar den med 25 procent för att fortsätta minska med ytterligare 25 procent andra och tredje året.

För samtliga banker ökar primärkapitalet under de två första åren eftersom intjäningen är högre än reserveringarna (se diagram 3:19). Detta trots att intjäningen minskar kraftigt. För det sista året är dock reserveringarna större än intjäningen för SEB, det vill säga banken går med förlust, vilket minskar primärkapitalet.

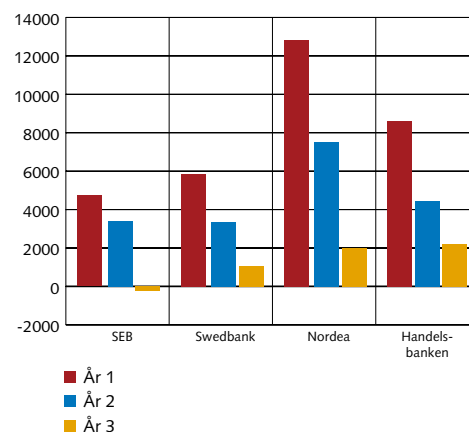
Kreditrisktäckningen visar att samtliga fyra storbanker klarar en fyrdubbling av konkurs sannolikheterna (se diagram 3:20). Kapitalbufferten reduceras emellertid för samtliga av bankerna och därmed är deras motståndskraft mot ytterligare negativa händelser mindre. SEB och Nordea drabbas något mer av högre konkurs sannolikheter relativt de övriga två bankerna. Det beror på att de har större andel företagsutlåning i sina portföljer än de övriga två. Utlåning till företag är generellt sätt förknippad med högre konkurs sannolikhet än utlåning till exempelvis hushåll.

Diagram 3:18. Kreditrisktäckning enligt scenariot i de baltiska länderna
Procent



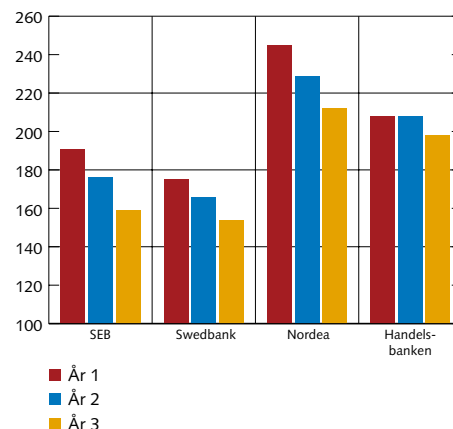
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:19. Bankernas resultat enligt scenariot om vändning i kreditcykeln
Förväntat resultat minus förändringen i förväntad förlust, miljoner kronor



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:20. Kreditrisktäckning enligt scenariot om vändning i kreditcykeln
Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁵⁸ Ökade reserveringar för kreditförluster fås från förändringen i förväntade förluster mellan två år.

⁵⁹ Svensk BNP-tillväxt i jämförelse med den genomsnittliga konkurs sannolikheten i de svenska bankernas utlåningsportföljer.

Riksbanken presenterade i vårens stabilitetsrapport ett analysverktyg för att mäta motståndskraft i de fyra svenska storbankerna.⁶⁰ Med hjälp av information om sammansättningen i bankernas kreditportföljer samt en allmänt tillgänglig portföljmodell är det möjligt att beräkna det riskkapitalbehov som krävs för att täcka kreditrisken i en banks kreditportfölj. Att jämföra det beräknade riskkapitalbehovet med det kapital som banken faktiskt håller i form av primärkapital ger en bild av bankens motståndskraft mot oförutsedda händelser.

Denna metod är helt baserad på allmänt tillgänglig information. Informationen är således grov och tar inte hänsyn till bankernas individuella förmåga att bedöma risk och driva in fordringar. Trots vissa brister och förenklingar blir det med denna metod möjligt att utföra stresstester och scenarioanalyser av olika slag.

För att beräkna kreditförluster med en portföljmodell behövs uppgifter om

- portföljens sammansättning
- sannolikhet för betalningsinställelse
- återvinningar

Riksbanken utgår från de fyra storbankernas årsredovisningar för att få en grov uppfattning om sammansättningen av deras kreditport-

följer. Sannolikheten för betalningsinställelse hämtas från boksluts- och aktiedata.⁶¹ I de fall uppgifter saknas baseras de på branschens praxis. Antaganden om återvinningsgrader för företag utgår från amerikansk data eftersom svensk statistik inte är lika heltäckande på detta område.⁶²

Med hjälp av denna information ger kreditriskmodellen en förlustfördelning för kreditportföljen. Förlustfördelningen visar sannolikheten för olika stora förluster i portföljen, från noll i kreditförluster till att hela portföljen går förlorad. Två mått används för att kvantifiera de kreditförluster en bank kan drabbas av. Det ena måttet är den förväntade förlusten. Denna förlust kan banken, givet sin portfölj, förvänta sig på ett års sikt. Kostnaden för den förväntade förlusten tar banken betalt för när de lånar ut, i form av ränta. Modellen ger också ett mått på den buffert som behövs för att klara eventuella förluster utöver den förväntade, vi kallar det riskkapitalbehov. Även riskkapitalbehovet påverkar priset på krediterna eftersom det kostar att hålla kapital i form av förräntningskrav från aktieägarna. Samtidigt är en hög riskkapitaltäckning en förutsättning för en hög rating. I denna modell beräknas ett riskkapitalbehov som täcker 99,9 procent av alla möjliga förluster i förlustfördelningen.

60 Metoden presenteras mer utförligt i artikeln "Att mäta kreditrisk med extern information", Finansiell stabilitet 2006:1.

61 Konkurs sannolikheterna representeras av förväntade konkurs sannolikheter (Expected Default Frequencies, EDF) och beräknas i Moody's- KMW:s CreditMonitor.

62 Antaganden om återvinningsgrader för företag baseras främst på amerikansk data över branschspecifika återvinningar från obligationsmarknaden.

Sammanfattande bedömning av utvecklingen i bankerna

- Riksbanken bedömer att storbankernas motståndskraft att hantera oväntade förluster har förstärkts ytterligare under resultatperioden. Lönsamheten har ökat samtidigt som riskerna i bankerna är relativt stabila. Mot slutet av resultatperioden dämpades dock tillväxttakten i lönsamhetsförbättringen något.
- Lönsamhetsförbättringen förklaras främst av ett högre provisionsnetto. Framförallt ökade de värdepappersrelaterade intäkterna, ett resultat av stigande nivåer och hög omsättning på aktiemarknaderna. Bankernas största intäktskälla, räntenettet, ökade med ett par procent. Återvinningar och återföringar från tidigare kreditförluster var större än nya reserveringar, varför kreditförlusterna bidrog positivt till bankernas resultat.
- För att bankerna ska fortsätta öka sin lönsamhet i samma takt krävs sannolikt en fortsatt stark utveckling på aktiemarknaden. Räntenettots fortsatta tillväxt bör främst vara beroende av fortsatt hög utlåningstillväxt. Högre långräntor, i enlighet med marknadens förväntningar, kan komma att minska värdet på bankernas obligationsportföljer.
- Utlåningen fortsätter att öka kraftigt, men i dagsläget verkar varken utlåningstillväxten eller kreditkvaliteten innebära några problem. Men det kan vara i goda lägen som grunden till framtida kreditförluster skapas. Hos några specifika låntagargrupper ökar dock riskerna. Det gäller speciellt de baltiska länderna, där utlåningstillväxten är kraftig samtidigt som ekonomierna har problem med obalanser. Fastighetssektorn och den ökande andelen lånefinansierade företagsköp via riskkapitalbolag är andra riskområden.
- Efter att ha testat bankernas interbankexponeringar bedömer Riksbanken att spridningsriskerna mellan bankerna är måttliga.
- Riksbanken har stresstestat storbankernas motståndskraft i två scenarier. Ena scenariot antar en generell försämring av kreditvärdigheten för exponeringar i de baltiska länderna, medan det andra scenariot antar en försämring av kreditvärdigheten för samtliga exponeringar i kreditportföljen. Efter testerna har storbankerna en buffert kvar och det tyder på att deras motståndskraft är god. Men bufferten för ytterligare negativa händelser är reducerad.

■ DEL 2. ARTIKLAR

■ Kan svenska myndigheter hantera probleminstitut?

Nyligen gick det svenska kreditinstitutet Custodia i konkurs. Turerna kring det problemtunga institutet har varit både långdragna och komplicerade. 1 300 sparkunder har fått finna sig i att se sina besparingar låsta, vilket orsakat bekymmer och inte minst stor osäkerhet för många. Händelserna visar tydligt de brister i regelverket som varit kända sedan länge. Dessutom har andra, tidigare mindre väl kända svagheter blivit tydliga. Dessa brister skadar inte bara förtroendet för skyddet av insättare och andra fordringsägare. Allvarigare är att de undergräver förtroendet för statsmakternas förmåga att hantera en framtida större bankkris. Riksbanken ser därför ett stort behov av ny lagstiftning på området.

Inledning

Kreditinstitut svarar för flera centrala funktioner i samhället. De tillhandahåller bland annat spartjänster och omvandlar spararnas medel till utlåning. Det finansierar i sin tur olika slags investeringar som kommer samhället till godo i form av tillväxt och sysselsättning. De hjälper också kunder med att hantera olika finansiella risker. Stabiliteten i enskilda kreditinstitut är därför av betydelse både för samhällsekonomin i stort och för institutets kunder och finansärer. Men verksamheten är förknippad med en inneboende instabilitet. Det beror på att institutens tillgångar i form av utlåning är betydligt mindre likvida än deras finansiering som består av inlåning och lättflyktig upplåning på värdepappersmarknaderna. Det är bland annat därför som kreditinstitutens verksamhet är underkastad tillsyn och en mer omfattande särreglering än många andra verksamheter i samhället. Banker utgör en särskild kategori av kreditinstitut, eftersom de har rätt att även erbjuda betalningstjänster.⁶³ Eftersom all annan ekonomisk aktivitet är beroende av betalningstjänster är det ett viktigt samhällsintresse att kunder har möjlighet att göra betalningar. Bankernas deltagande i olika betalningssystem innebär att de tidvis har mycket stora exponeringar mot varandra. Detta medför spridningsrisker som gör att problem i en bank kan fortplantas till övriga delar av det finansiella systemet. Att de samhällsekonomiska kostnaderna av en sådan systemkris kan vara mycket stora utgör ytterligare ett motiv till att övervaka riskerna i banksektorn. Det är också huvudskälet till att Riksbanken har möjlighet att på särskilda villkor ge nödkrediter till institut som står under Finansinspektionens tillsyn. Men det väsentliga är att upprätthålla samhällsviktiga funktioner, inte att rädda enskilda institut. Det måste därför finnas möjligheter att avveckla kreditinstitut på ett välordnat och effektivt sätt så att de samhällsekonomiska kostnaderna minimeras samtidigt som insättare och andra borgenärer får ett rimligt skydd.

⁶³ I svensk lag definieras två typer av kreditinstitut: banker och kreditmarknadsföretag. Ett kreditmarknadsföretag har tillstånd att bedriva näringsverksamhet som har till ändamål att bland annat ta emot återbetalningspliktiga medel från allmänheten och lämna kredit, medan en bank har tillstånd att bedriva rörelse i vilken det ingår betalningsförmedling via generella betalningssystem samt mottagande av medel som efter uppsägning är tillgängliga för fordringsägaren inom 30 dagar.

För att skydda insättarnas pengar finns det i dag en lagstadgad insättningsgaranti, som aktiveras när ett kreditinstitut går i konkurs. Garantin gäller för insättningar, inklusive upplupen ränta, som vid tidpunkten för konkursbeslutet finns på konton för fritt rörliga medel och medel som är uppsägningsbara inom en månad. Ersättningsbeloppet är begränsat till 250 000 kronor per kund och institut.⁶⁴

Vid sidan av insättningsgarantin är det bara det allmänna regelverket för konkurs och likvidation som reglerar avvecklingen av en bank. Problem i en bank som hotar stabiliteten i det finansiella systemet kräver dock omedelbar hantering. Man kan knappast utgå ifrån att en konkursförvaltare har de insikter i en banks roll i systemet som krävs för att snabbt kunna fatta rätt beslut i ett krisögonblick. Eftersom konkursförvaltarens uppdrag är att se till borgenärernas bästa, är det dessutom osäkert om han eller hon har intresse av, eller ens rätt, att vidta de åtgärder som krävs för att värna systemstabiliteten. Vissa inslag i det allmänna konkursförfarandet kan också vara direkt olämpliga att tillämpa på ett systemviktigt institut. Exempelvis innebär många bankers centrala roll i betalningssystemet att det inte utan vidare går att stoppa betalningarna i en större bank, eftersom detta skulle kunna få oöverblickbara konsekvenser för det finansiella systemet.

Under bankkrisen i början av 1990-talet försattes heller ingen bank i konkurs. I stället ingrep staten med särskilda åtgärder, bland annat genom att utfärda en generell garanti till bankernas fordringsägare. Dessutom skapades en särskild krishanteringsmyndighet, Bankstödsnämnden. I samband med detta infördes även en del bestämmelser av tvångskaraktär för att förhindra att staten genom bankgarantin hamnade i en utpressningssituation. Bland annat infördes en lag som i princip innebar att Bankstödsnämnden kunde ta över beslutsfattandet i banken genom statlig tvångsinlösen om kapitaltäckningen underskred två procent. Dessa temporära bestämmelser, liksom den generella bankgarantin, upphörde att gälla 1996. Bankstödsnämnden omvandlades sedan till Insättningsgarantinämnden, vars uppgift begränsades till att hantera insättningsgarantin och investerarskyddet.

I spåren efter bankkrisen tillsatte regeringen en Banklagskommitté för att utreda behovet av en modernare lagstiftning. Något som tydligt framhölls av kommittén var just att avsaknaden av ett särskilt anpassat regelverk för bankavveckling skulle kunna försvaga statsmakternas förmåga att hantera en framtida finansiell kris. I sitt slutbetänkande, som kom år 2000, la kommittén fram ett förslag till en ny ordning för hantering av banker i kris, kallad *offentlig administration*.⁶⁵ Trots att behovet av ett nytt regelverk länge varit känt har kommitténs förslag ännu inte följts upp med ny lagstiftning. Därmed är det i princip bara det allmänna obeståndsregelverket och systemet

64 För kunder till institut som bedriver värdepappersrörelse finns det ett investerarskydd med motsvarande beloppsbegränsning, men som träder i kraft enbart om investerarna inte kan få ut sina värdepapper eller medel vid en konkurs.

65 Offentlig administration av banker i kris: Slutbetänkande av Banklagskommittén (SOU 2000:66).

för insättningsgaranti som blir styrande vid avveckling av finansiella institut.

På senare tid har ett uppmärksammat fall gett rikliga illustrationer av bristerna i dagens regelverk när det gäller att hantera även jämförelsevis små och för systemet i sin helhet obetydliga probleminstitut. Detta förstärker inte bara de tvivel som finns kring regelverkets förmåga att ta tillvara samhällets intresse av finansiell stabilitet, utan belyser också konkret hur andra intressen kan komma i kläm.

Fallet Custodia

Kreditmarknadsbolaget Custodia fick 1997 Finansinspektionens tillstånd att bedriva finansieringsrörelse. När den nya bank- och finansieringsrörelselagen infördes 2004 fick bolaget dessutom automatiskt rätt att ta emot inlåning från allmänheten. Under hösten samma år började företaget även erbjuda spartjänster med höga inlåningsräntor som lockbete.

Efter att ha funnit en rad allvarliga brister i Custodias rutiner för intern styrning och kontroll samt i bolagets kredithantering beslöt Finansinspektionen den 27 januari 2006 att med omedelbar verkan återkalla bolagets tillstånd att bedriva finansieringsrörelse. Bolaget gavs i beslutet sex månader på sig att avveckla verksamheten. Men Custodia överklagade beslutet hos länsrätten. Samtidigt begärde bolaget så kallad inhibition, vilket innebar att länsrätten tillfälligt hävde återkallelsen. Därigenom var Custodia inte längre bundet av inspektionens beslut och kunde fortsätta att driva rörelsen som tidigare. Bolaget passade till och med på att höja inlåningsräntan, som enligt bolagets hemsida var den högsta i Sverige.

Länsrättens utslag kom att dröja till den 27 april, och innebar ett avslag på Custodias överklagande. Länsrätten meddelade samtidigt att beslutet om inhibition upphörde att gälla. Därmed tilläts Custodia inte längre att ta emot inlåning. Då hade tre månader förflutit sedan inspektionens beslut om återkallande. Custodia begärde ny prövning i juni, denna gång i kammarrätten, vilket också beviljades den 2 juni. Däremot avslog kammarrätten Custodias begäran om inhibition. När företaget slutligen försattes i konkurs, den 28 augusti, hade kammarrätten ännu inte meddelat dom i ärendet.

Under tiden som ärendet handlagts i domstol har osäkerheten om insättarnas pengar varit betydande. Custodias verksamhet var jämförelsevis liten, med cirka 1 300 insättare och en samlad inlåning som uppgick till cirka 250 miljoner kronor i slutet av 2005. Sedan Finansinspektionen återkallade tillståndet har insättare och andra borgenärer begärt återbetalning av belopp om sammanlagt cirka 120 miljoner kronor. Denna anstormning kunde bolaget inte tillmötesgå, utan stoppade istället utbetalningarna. Med sina sparmedel frusna i bolaget riktade insättarna tidigt blickarna mot den offentligt administrerade insättningsgarantin. Men regelverket innebär att Insättningsgarantinämndens handläggning kan ta vid först när bolaget är försatt i kon-

kurs. Detta dröjde dock sju månader efter det att Finansinspektionen ursprungligen beslutat återkalla tillståndet. Ytterligare två månader senare, den 30 oktober, påbörjade Insättningsgarantinämnden de första utbetalningarna av garantiersättningar till Custodias insättare.

VARFÖR DRÖJDE KONKURSBESLUTET I CUSTODIA?

Det är tydligt att domstolens inhibition av Finansinspektionens beslut att återkalla Custodias tillstånd bidrog till att konkursbeslutet dröjde. Men en intressant fråga är varför fordringsägarna dröjde med att få företaget försatt i konkurs. Ett par fordringsägare lade visserligen fram konkursansökan mot företaget i ett tidigt skede. Och ett antal insättare har under resans gång även vänt sig till kronofogdemyndigheten i Malmö om betalningsföreläggande. De som tog till dessa åtgärder fick ganska omgående sina pengar av bolaget. Konkursshotet var därmed tillfälligt undanröjt och något konkursförfarande inleddes heller inte. Men flera insättare förhöll sig passiva, trots att många hade sparmedel som inte nödvändigtvis skulle omfattas av insättningsgarantin. Detta till synes stoiska beteende bland insättarna kan ha flera olika förklaringar.

En viktig omständighet var måhända medvetenheten om att det är ovanligt att svenska sparare förlorar insatta medel; vid 1990-talets massiva bankkris gick insättarna i stort skadeslösa. Begränsningarna i den insättningsgaranti som ersatte bankkrisens tillfälliga men generella bankgaranti var förmodligen inte uppenbara för alla sparare. En överdriven tilltro till det inbyggda konsumentskyddet vid inlåning är därför sannolikt en del av förklaringen.

Från början var det givetvis bara de mest insatta spararna som insåg möjligheten att vända sig till kronofogdemyndigheten för att därigenom skaffa sig en plats längst fram i kön. Först när insikten spritt sig till tillräckligt många sparare blev trycket på bolaget för stort, och dess ägare tvingades kasta in handduken.

Att ägarna (i det här fallet tillika företagsledarna) försökte förhålla konkursbeslutet så länge som möjligt är inte heller svårt att förstå, eftersom deras aktier med all sannolikhet skulle bli värdelösa vid en konkurs. Så länge beslutet kunde skjutas upp skulle de bibehålla kontrollen över företagets resurser. I en situation där aktiernas värde är nära noll, har aktieägarna tyvärr också starka incitament att ta överdrivet stora risker med företagets tillgångar eller på annat sätt missbruka resurserna. För aktieägarna finns det då ingen nedsida av en desperat chanstagnation för att vända företaget på fötter. Däremot är risken stor att en sådan chanstagnation blir ödesdiger för företagets borgenärer. Den revisor som Finansinspektionen tillsatte var i princip den enda kontrollmöjligheten mot detta slags osunda incitament, som i den ekonomiska litteraturen brukar benämnas moral hazard.

Även själva insättningsgarantin bidrog sannolikt till att minska incitamenten för många insättare att få bolaget försatt i konkurs. Till Custodias strategi för att locka kunder hörde ju att erbjuda en

inlåningsränta som var högre än den genomsnittliga inlåningsräntan på marknaden; man erbjöd 4,25 procents ränta på fritt rörliga insättningar och upp till 8 procents ränta på tidsbunden inlåning, vilket med dagens låga inflation får anses högt. Vissa insättare kan ha lockats att behålla medlen på ett relativt högvakastande konto i Custodia så länge som möjligt, eftersom en stor del av inlåningen i slutändan ändå skulle vara garanterad genom insättningsgarantin. För de insättare som haft sina insättningar bundna på längre löptider, ökade chansen att bindningstiden skulle förfalla ju längre tiden gick innan konkursen blev ett faktum. Vissa insättare hade med andra ord motiv att avstå från att begära bolaget i konkurs för att öka chansen att en större del av insättningarna skulle omfattas av insättningsgarantin. Därmed bidrog sannolikt själva insättningsgarantin och dess utformning till att förstärka moral hazard-problemen.

Lärdomar av Custodiefallet

BEHOVET AV SNABBA OCH TROVÄRDIGA INGRIPANDEN MOT PROBLEMINSTITUT

Det har länge stått klart att möjligheter till ett snabbt och beslutsamt myndighetsingripande kan ha stor betydelse vid hanteringen av problem i systemviktiga banker. Genom att bankerna blivit alltmer involverade i ett komplext och omfattande system för hantering av stora betalningar kan de motpartsexponeringar som uppstår dem emellan vid vissa tidpunkter vara avsevärda. Detta kan mycket snabbt leda till betydande problem med finansieringen på interbankmarknaden om förtroendet för en bank skulle vika. Det kan i ett sådant läge vara ytterst svårt att överblicka konsekvenserna för det finansiella systemet som helhet. I värsta fall kan det vara fråga om timmar innan landets betalningssystem lamslås, om inga åtgärder vidtas för att motverka detta. Möjligheten till ett snabbt ingripande är därför avgörande för att säkerställa att viktiga funktioner i betalningssystemet kan upprätthållas. Detta motiv gäller i första hand för större, systemviktiga institut, vilket Custodia inte var.

Custodiefallet illustrerar emellertid varför ett snabbt myndighetsingripande kan vara önskvärt även i mindre institut. Ett särskilt problem är nämligen att skyddsnätet från insättningsgarantin i sig bidrar till att öka moral hazard-problemen. Det kan därför finnas behov av att förhindra att tillgångar undandras eller missbrukas, eller att ägarna/ledningen lockas till överdrivet risktagande på borgenärens, oförsäkrade insättares och insättningsgarantisystemets bekostnad. Åtgärderna är alltså av en annan art än de som krävs för att upprätthålla funktionerna i betalningsväsendet. Exempelvis kan de inbegripa möjligheter att förhindra verkställighet av beslut i företaget eller ett generellt eller partiellt betalningsstopp. För systemviktiga institut är det emellertid viktigt att åtgärder som innebär ett betalningsstopp kombineras med möjligheter att göra undantag från detta.

I Custodiefallet var det omöjligt för myndigheterna att gripa in på ett effektivt sätt. Det berodde bland annat på att länsrätten valde att förhindra att Finansinspektionens beslut verkställdes. Motivet för domstolen att besluta om inhibition var säkert att man vill värna Custodias och dess ägares intressen för det fall att rätten vid den slutliga prövningen hade kommit fram till att Finansinspektionens beslut var fel. Domstolarnas möjligheter till inhibition ger emellertid samtidigt upphov till stor osäkerhet. Om Finansinspektionens ingripanden inte förväntas ha effekt, riskerar det att signalera att bristerna i det svenska regelverket kan utnyttjas. Att insättningsgarantisystemet klarar av några enstaka mindre probleminstitut råder det inget tvivel om. Men blir det många liknande fall kan många av de institut som betalar avgifter till insättningsgarantisystemet komma att känna sig missgynnade. Särskilt om moral hazard-problemen leder till en utarmning av systemets fonderade garantimedel med höjda avgifter som följd.⁶⁶

Det finns givetvis en balansgång mellan samhällets intresse av ett snabbt och effektivt myndighetsingripande vid allvarliga problem i ett institut och rättssäkerheten för ägarna till de finansiella företagen. Här har domstolarna en central roll. Domstolar ska självfallet kunna pröva om en myndighet håller sig inom de formella ramarna för det finansiella regelverket. En myndighet måste också kunna ställas till svars för konsekvenserna av sina beslut om det vid en domstolsprövning i efterhand skulle visa sig att myndigheten kommit till ett materiellt felaktigt ställningstagande och vidtagit en åtgärd som oriktigt skadat institutet. Företagens ägare måste med andra ord kunna kompenseras för eventuella skador till följd av felaktiga myndighetsingripanden. Men för att undvika att brådskande ingripanden i framtiden blockeras eller förhalas i domstolsprocesser måste myndigheternas befogenheter att genomdriva åtgärder mot probleminstitut förbättras. En naturlig lösning vore att sätta institutet under offentlig förvaltning medan domstolsprocessen pågår. En inskränkning av domstolarnas möjlighet till inhibition av tillsynsmyndigheternas beslut, möjligen i kombination med en översyn av reglerna för statens skadeståndsansvar, kan också behöva övervägas. Custodiefallet visar emellertid att inte ens en sådan inskränkning nödvändigtvis är tillräcklig.

Ett särskilt problem är nämligen att det saknas ändamålsenliga former för vad som ska hända efter att ett institut fått sitt verksamhetstillstånd återkallat. Även om inspektionens beslut i det här fallet inte hade inhiberats skulle sannolikt många moral hazard-problem ha kvarstått. I den nuvarande ordningen kan institutet själv få uppgiften avveckla verksamheten inom en viss tid, vilket också Custodia fick. Om avvecklingen tillåts ske utan offentlig kontroll uppstår ett stort utrymme för företagens ägare/ledning att ägna sig åt överdrivet

⁶⁶ Den nya avgiftsmodell som föreslås i Insättningsgarantiutredningens betänkande (SOU 2005:16) skulle delvis kunna motverka, men inte eliminera detta problem. Idag finansieras insättningsgarantin genom avgifter från instituten, och det årliga avgiftsuttaget grundas på institutens insättningar närmast föregående år. Enligt den föreslagna modellen, som bygger på "självkostnadsprincipen", skulle garantiavgifterna spegla de förväntade kostnaderna för att ersätta de garanterade insättningarna för det fall institutet skulle ha satts i konkurs. Beräkningen av ett instituts garantiavgifter skulle då baseras på en bedömning av risken för konkurs i institutet. Genom att ett institut som lockar med höga inlåningsräntor skulle kunna påföras högre avgifter om riskerna samtidigt bedöms öka skulle en del missbruk av systemet eventuellt kunna avskräckas.

risktagande eller annat missbruk av resurserna. Det bör därför istället finnas en särskild ordning, som träder in om det finns grund för att återkalla verksamhetstillståndet eller om det uppstår insolvensproblem. Av vem och på vilket sätt avvecklingen verkställs skulle dock kunna variera beroende på institutets art. Systemviktiga institut kräver en delvis annan hantering och delvis andra åtgärder än icke-systemviktiga institut. I samtliga institut som omfattas av insättningsgarantin eller investerarskyddet är det dock väsentligt att avvecklingsprocessen kan ske under kontrollerade former.

BEHOVET AV ATT SNABBT KUNNA AKTIVERA INSÄTTNINGSGARANTIN

Custodiefallet visar att utbetalningar av garantiersättningar till insättarna kan ta avsevärd tid. I det här fallet dröjde de första utbetalningarna från insättningsgarantin mer än nio månader efter Finansinspektionens beslut att återkalla bolagets tillstånd. Vid problem i en större finanskoncern skulle en så långsam process inte bara innebära stora olägenheter för spararna. Det är lätt att föreställa sig konsekvenserna av att hundratusentals insättare får vänta på att få tillgång till sina besparingar. Bara några dagars fördröjning med garantiersättningarna skulle kunna räcka för att skapa en likviditetsåstramning kraftig nog att ge följdverkningar i hela ekonomin.

Ett problem i det nuvarande systemet är att beslutet om utbetalning är kopplat till beslutet om konkurs. Det är inte sannolikt att konkursförfarandet kommer att tillämpas – åtminstone inte i det initiala skedet av en kris – om en storbank får problem. Trots det kan situationer uppstå då banken tillfälligt tvingas frysa kontomedel. Det måste därför finnas möjligheter att aktivera utbetalningar av garanti-medel som inte är avhängiga konkursbeslutet.

Idag är insättningsgarantin utformad mer som ett förmögenhetsskydd än ett likviditetsskydd. Med en bättre utformning skulle insättningsgarantin både kunna ge ett bättre konsumentskydd och få en mer systemstabiliserande roll. Om insättarna vet att de omedelbart kan få tillgång till sina pengar minskar risken för en uttagsanstormning, vilket annars kan bli följden om det uppstår tvivel kring en banks soliditet.

Ett annat problem med den nuvarande utformningen är att beräkningen av utbetalningsbeloppet är kopplat till kontoställningen på konkursdagen. Detta kan leda till svårigheter i fall där probleminstitutet har en så kraftig oreda i sin dokumentation att det tar tid att få fram de exakta kontoställningarna.⁶⁷ Det finns därför anledning att utreda möjligheterna till att basera utbetalningar på preliminära beräkningar.

67 Detta var exakt vad som nyligen hände i ett annat svenskt probleminstitut, CTA Lind.

BEHOVET AV HELHETSGREPP I LAGSTIFTNINGEN

De problem som vi kunnat observera i fallet med Custodia är bara symtom på en mer grundläggande svaghet i regelverket. Det fundamentala problemet är bristen på ett helhetsgrepp.

När ett aktiebolag råkar i solvensproblem svarar i princip konkursinstitutet för att tillgodose borgenärernas intressen. Konkursförvaltarens huvuduppdrag består av att sälja tillgångarna i konkursboet och fördela likviden mellan borgenärerna i proportion till deras andel av det sammanlagda skuldbeloppet. Särskilda förmånsrättsregler ger dock vissa borgenärer företräde, exempelvis beträffande löner och pantsäkrade fordringar. Aktieägare kan inte få utdelning i konkursen. Men skulle det uppstå ett överskott går konkursförvaltningen över i ett likvidationsförfarande som syftar till att ge utdelning till aktieägarna.

När ett finansiellt institut får problem aktualiseras emellertid ytterligare en rad, ofta motstridiga intressen. Förutom borgenärernas intressen i allmänhet finns även samhällets övergripande intresse av finansiell stabilitet. Dessutom vill insättarna ha ett gott konsumentskydd. Samtidigt har de avgiftsbetalande instituten – och i förlängningen skattebetalarna – intresse av lägsta möjliga kostnader för insättningsgarantisystemet. Givetvis har också ägare och andra intressenter ett berättigat intresse av rättssäkerhet som skydd mot felaktiga myndighetsingripanden. Till det kommer samhällets intresse av fungerande rättsvård på ekobrottsområdet, för att nämna några. Ofta finns det både särskilda regler och speciella myndighetsfunktioner för att tillvarata sådana intressen. Eftersom dessa intressen kan stå i konflikt med varandra, kan olika myndigheter, som Finansinspektionen, Insättningsgarantinämnden, konkursförvaltare, domstolar med flera, ibland tvingas arbeta med motstridiga mål för ögonen.

Men när problem väl uppstår är det viktigt att inte mål- och intressekonflikter kommer i vägen för en effektiv hantering. Regelverket måste därför möjliggöra en övergripande sortering av de olika intressenas relativa betydelse för samhället.

Behovet av finansiell stabilitet borde vara ett överordnat samhällsintresse, med tanke på de sociala och ekonomiska kostnader som kan uppstå om stabiliteten är hotad. Först när dessa hot är avvärdade är det lämpligt att tillgodose andra intressen. Sett från samhällets perspektiv går sannolikt konsumenternas intressen före de övriga borgenärernas intressen. Samtidigt är det viktigt att hålla nere kostnaderna för insättningsgarantisystemet. Samhällets ansvar för skyddet av konsumenter av finansiella tjänster får inte uppfattas som obegränsat, och den enskilde kunden kan inte fråntas ett eget ansvar för att själv bedöma riskerna i de institut där han eller hon väljer att placera sina pengar.

De övriga fordringsägarnas intressen måste självklart tas tillvara i god ordning och på ett sätt som garanterar rättvisa. Liksom i den generella obeståndsordningen bör aktieägarnas intressen ha allra lägst prioritet. Det måste också finnas trovärdiga sanktioner mot aktieägarna för att motverka moral hazard-problem. Precis som andra intressenter ska naturligtvis ägarna kunna få myndighetsbeslutet prövat av högre instans, med möjlighet till kompensation för eventuella felaktiga beslut. Men detta bör ske först i efterhand.

Slutsatsen är att Sverige saknar ett regelverk för avveckling som är tillämpligt på banker. Hur ser det då ut i andra länder? Många länder har valt att särbehandla banker i förhållande till andra, icke-finansiella företag. I länder som haft ett stort antal bankkonkurser, som exempelvis USA, förefaller det som man kommit längst med att ta ett helhetsgrepp i regleringen som styr hanteringen av probleminstitut. Där, liksom i Italien och Kanada, finns särskilda regler för hantering av problembanker. Denna hantering sköts av tillsynsmyndigheten eller insättningsgarantimyndigheten. I stora delar av Europa är det däremot fortfarande vanligast att avvecklingen av en problembank görs med utgångspunkt i det allmänna konkursregelverket. Men ofta finns ett kompletterande regelverk vid sidan av. Även om förfarandet i regel administreras av en konkursdomstol har tillsynsmyndigheten ofta en särskild roll. I rutan intill ges en översiktlig beskrivning av hanteringen av probleminstitut i några olika länder.

I det följande avsnittet redogörs för huvuddragen i den konkreta ordning för hantering av banker i kris som Banklagskommittén föreslog.

I de flesta länder, inklusive *Sverige*, finns ett antal möjligheter att ingripa innan en bank hamnar på obestånd. Det vanliga är att myndigheterna har en räckvidd åtgärder som kan trappas upp i takt med att situationen i institutet förvärras. Åtgärder kan vara i form av förelägganden om att vidta vissa åtgärder, anmärkningar, varningar, förordnande av revisorer, straff- och förseningsavgifter samt, som en yttersta åtgärd, återkallande av tillstånd. I många länder, dock inte i *Sverige*, finns dessutom möjligheter att vidta mer ingripande åtgärder mot en bank redan innan den blir insolvent som inte innebär ett återkallande av verksamhetstillståndet.

Speciella möjligheter att ingripa före en akut solvenskris

Exempelvis i *Kanada* finns ett system där chefen för tillsynsmyndigheten, Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI), kan ta kontroll över såväl bankens egna som av banken förvaltade tillgångar. I de fall där the Superintendent har tagit kontroll över sådana tillgångar, har han eller hon möjlighet att vidta alla nödvändiga åtgärder för att skydda insättarnas och borgenärernas intressen.

I *USA* har Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), som är den myndighet som administrerar det amerikanska insättningsgarantisystemet och även utövar tillsyn över många banker, långtgående möjligheter och i vissa fall skyldigheter att ingripa mot en bank. Dessa regler är utformade som en trappa, där FDIC vid varje trappsteg ska ingripa på vissa angivna sätt. En bank som bedöms vara "critically undercapitalized", det vill säga ha en kapitaltäckning som understiger två procent, ska till exempel sättas under receivership av FDIC inom viss angiven tid, det vill säga redan innan banken tekniskt sett är insolvent.

I *Nederländerna* har De Nederlandsche Bank i egenskap av tillsynsmyndighet möjlighet att utse en förvaltare som måste godkänna alla beslut som bankledningen, styrelsen eller bolags-

stämman tar. I *Belgien* kan tillsynsmyndigheten, Commission Bancaire et Financière, under vissa omständigheter utse en särskild inspektör vars skriftliga godkännande krävs för varje åtgärd som vidtas av en banks beslutande organ, inklusive bolagsstämman. Både utnämningen av den särskilda inspektören och listan av åtgärder och beslut som underställs inspektörens godkännande måste offentliggöras. Även om inspektören alltså inte kan vidta åtgärder på eget initiativ, kan han eller hon lägga in sitt veto mot bankledningens beslut samt föreslå åtgärder.

I *Spanien* kan Banco de España i egenskap av tillsynsmyndighet sätta en problembank under kontroll av särskilt utsedda tjänstemän. Alla beslut som tas utan godkännande i förväg av dessa så kallade interventores är ogiltiga. I *Schweiz* kan en särskild utredare utses i utrednings- och övervakningssyften i en bank, och den federala tillsynsmyndigheten, Eidgenössische Bankenkommision, kan under vissa omständigheter agera i bankledningens ställe. I *Österrike* kan tillsynsmyndigheten, Finanzmarktaufsicht (FMA), utse en jurist eller revisor som särskild övervakare av en bank med befogenhet att förhindra transaktioner som bedöms kunna skada borgenärernas intressen.

Hantering av banker med akuta solvensproblem

I lägen där situationen hunnit bli så allvarlig att faran för insolvens är överhängande – eller redan är ett faktum – uppstår behov av att dels snabbt kunna avvärja hot mot den finansiella stabiliteten, dels omgående skydda insättarnas och de övriga borgenärernas intressen. För att klara den senare uppgiften finns ofta behov av att vidta någon form av betalningsstopp. Men eftersom ett generellt betalningsstopp kan stå i direkt konflikt med behovet av finansiell stabilitet kan det ibland vara direkt olämpligt att tillämpa. Av det skälet finns det i många länder ett regelverk som är specialanpassat för hantering av banker på obestånd. Det antingen ersätter eller uppträder parallellt med det generella konkursregel-

68 Se även Hüpkes (2003), "Insolvency – why a special regime for banks?", Current Developments in Monetary and Financial Law, Vol. 3, International Monetary Fund, 2003.

verket. Genom att exempelvis försätta banken under temporär administration – så att tillsynsmyndigheten eller någon annan krishanterande myndighet tar kontroll över banken med möjlighet att utfärda undantag från betalningsstoppet – kan man kombinera ett moratorium med möjligheter att utöva kontroll över banken och därmed avvärja systemhot.

Formerna för sådan temporär administration varierar mellan länder. Exempelvis i *Frankrike* har tillsynsmyndigheten, Commission Bancaire, möjlighet att utse en administratör med alla befogenheter att förvalta, leda och representera banken, inklusive möjligheten att begära banken i konkurs. På liknande sätt har den *spanska* centralbanken, Banco de España, befogenhet att byta ut ledningen och utse tillfälliga förvaltare (administradores provisionales). Snarlika möjligheter finns i *portugisisk* rätt, men Banco de Portugal har dessutom möjligheten att utfärda moratorium. Även den *tyska* tillsynsmyndigheten, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), har möjligheter att kombinera kontroll över bankens skötsel med ett moratorium. *Banca d'Italia* har möjligheten att i brådskande lägen tillfälligt överta bankens ledning (gestione provvisoria). I andra fall med allvarliga överträdelse av bankregelverket kan Banca d'Italia begära att finansministeriet försätter en bank under särskild administration (amministrazione straordinaria).

Även *Norge* har ett särskilt regelverk⁶⁹ för banker och andra finansiella institut, som ersätter det allmänna konkursregelverket. Enligt det norska regelverket kan regeringen besluta om att en bank ska sättas under offentlig administration. När en bank sätts under offentlig administration träder bankens tidigare organ ur funktion och deras behörighet övertas av en administrationsstyrelse, bestående av minst tre medlemmar utnämnda av den norska tillsynsmyndigheten, Kredittilsynet. Vidare inträder automatiskt ett moratorium.

Avveckling/likvidation av problembanker

När hanteringen av den akuta fasen av en kris i ett institut är avklarad och eventuella stabilitets-hot är avvärjda kan institutets fortsatta öde avgöras. Finns det ekonomiska förutsättningar för fortsatt verksamhet i någon form, exempelvis genom att banken fusioneras med eller förvärvas av en annan bank, eller genom att delar av bankens tillgångar och/eller skulder övertas av en annan bank kan detta vara att föredra. Annars återstår en avveckling under ordnade former.

Både i *Kanada* och *USA* finns det särskilda regler för att sätta banken under administration. Detta sker genom tillsättandet av en så kallad receiver, som har till uppgift att avveckla banken. FDIC har i egenskap av receiver stora möjligheter att välja formerna för avvecklingen. I stället för att likvidera banken kan FDIC till exempel bjuda ut hela eller delar av banken till försäljning. Myndigheten kan välja att låta en bank överta endast de insättningar som omfattas av insättningsgaranti och betala banken för detta. FDIC har också möjlighet att skapa en så kallad bro-bank (bridge bank) för att kunna driva rörelsen vidare i avvaktan på att potentiella köpare kan skaffa sig en bild av värdet på bankens tillgångar. Lösningen innebär att myndigheten bildar en ny, statsägd bank som temporärt övertar och driver vidare den fallerade bankens rörelse.

Om alla ekonomiskt försvarbara möjligheter till alternativa lösningar är uttömda, återstår givetvis inget annat än en mer slutgiltig avveckling av institutet, exempelvis genom konkurs eller likvidation. Ansatserna för detta varierar även de mellan länder. I exempelvis *Luxemburg*, *Nederländerna* och *Österrike* tillhandahålls ett särskilt konkursförfarande under banklagstiftningen. I andra länder, som till exempel *Frankrike*, *Storbritannien* och *Tyskland* är den generella insolvensrätten utgångspunkt för avvecklingen. I Italien överläts åt tillsynsmyndigheten att utse en likvidator att avveckla banken under myndighetens överinsyn.

69 Loven (1996:75) om sikringsordningar för banker og offentlig administrasjon m.v. av finansinstitusjoner.

Aktivering av insättningsgarantin

Det finns olika kriterier för aktivering av insättningsgarantin. I *USA* är det FDIC som beslutar om att aktivera utbetalning av insättningsgarantimedel.

Inom EU är det vanligt att ersättningsrätten knyts till det förhållandet att insättningar är indisponibla för insättarna. Vem som avgör om så är fallet varierar. I vissa medlemsstater gör tillsynsmyndigheten bedömningen, medan det i andra fall krävs domstolsbeslut. I vissa länder, till exempel *Frankrike, Nederländerna, Portugal, Spanien* och *Storbritannien* kan garantin utlösas redan vid konstaterad betalningsinställelse.

I *Finland* kan utbetalningsförfarandet aktiveras om Finansinspektionen (Rahoitustarkastus) gör bedömningen att institutet ifråga har betalningssvårigheter eller andra ekonomiska problem som inte är tillfälliga och institutet därför inte betalat förfallna och ostridiga fordringar (till exempel insättningar), samt i vissa fall vid återkallelse av tillstånd.

I *Norge* kan garantin aktiveras om Kredittilsynet gör bedömningen att institutet varken kan eller kommer att kunna återbetala insättningar som omfattas av garantin, samt vid beslut om att sätta institutet under offentlig administration.

I *Danmark* kan insättningsgarantin aktiveras vid betalningsinställelse eller konkurs.

Banklagskommitténs förslag⁷⁰

Banklagskommitténs arbete fokuserade på systemhoten. Utgångspunkten var att det saknades sätt att hantera systemviktiga banker med finansiella problem. Eftersom man ansåg att det i första hand var bankerna som hade en sådan kritisk roll för systemet inskränktes kommitténs förslag till att omfatta bankaktiebolag. Huvudkomponenterna i förslaget var dels en särskild ordning för rekonstruktion och avveckling av banker, kallad *offentlig administration*, dels inrättandet av en särskild *krishanteringsmyndighet*. Dess främsta, men inte enda, uppgift skulle vara att handha banker under offentlig administration.

Enligt förslaget ska en bank kunna sättas under offentlig administration antingen om den inte kan eller inte förväntas kunna fullgöra sina åtaganden i tid (och att denna oförmåga inte bedöms vara tillfällig), eller om det finns grund för återkallande av bankens verksamhetstillstånd. Enligt förslaget ska beslut om offentlig administration fattas av Stockholms tingsrätt efter ansökan från krishanteringsmyndigheten. Krishanteringsmyndigheten ska samråda med Riksbanken och Finansinspektionen innan en ansökan görs. Finansinspektionen ska också samråda med krishanteringsmyndigheten innan bankens verksamhetstillstånd återkallas.

Krishanteringsmyndigheten ska överta kontrollen över bankens rörelse när den sätts under offentlig administration, enligt förslaget. Däremot ska inte det formella ägandet övertas. En viktig uppgift blir att besätta styrelsen och de ledande befattningarna med lämpliga personer. Till skillnad från vid en konkurs ska de normala bolagsorganen fungera enligt aktiebolagslagens regler. Men krishanteringsmyndigheten ska tillfälligt ta över rösträtten för samtliga aktier och kan därmed kontrollera både stämma och styrelse. Därigenom skulle en banks verksamhet kunna fortsätta under administrationen. Om det visade sig att problemen i banken kunde åtgärdas och att banken skulle kunna rekonstrueras och leva vidare, innebär administration att den smidigt skulle kunna återgå till normal verksamhet. I annat fall skulle banken kunna avvecklas genom konkurs. Detta är tänkt att ske på vanligt sätt när väl krishanteringsmyndigheten gjort bedömningen att det inte skulle medföra negativa konsekvenser för stabiliteten i det finansiella systemet.

Den föreslagna myndigheten är också tänkt att ha en aktiv roll som samordnare av de förhandlingar som kan tänkas äga rum före en eventuell ansökan om offentlig administration. Risken för en framtida konkurs är ett hot som skulle minska risken för en utdragen förhandlingsprocess och underlätta uppgörelser med bankens ägare om eventuell omstrukturering och rekapitalisering. Under den svenska bankkrisen hade nämligen konkurs knappast uppfattats som ett trovärdigt hot av de banker som ansökte om stöd hos Bankstödsnämnden. Ett nytt regelverk kan därför också förväntas påverka beteendet i banker-

70 För en utförligare presentation av förslaget, se Viotti (2000), "Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk", Penning- & valutapolitik, 3:2000, Sveriges riksbank.

na under normala förhållanden. Det faktum att aktieägarna inte skulle kunna räkna med att få ut så mycket för egen del i en krissituation och att långgivare skulle kunna drabbas av förluster bör, allt annat lika, leda till bättre riskkontroll och mindre riskexponeringar i bankerna.

Krishanteringsmyndigheten ska tillåta de betalningar som den anser nödvändiga för att inte riskera att banken skapar allvarliga störningar i det finansiella systemet. Först när det bedöms möjligt av systemskäl skulle ett generellt betalningsstopp införas i banken. Borgenärerna ska sedan kunna kompenseras i den mån det fördröjda betalningsstoppet förorsakat dem (ytterligare) förluster.

Kommitténs förslag innebär också att krishanteringsmyndigheten i samband med ett betalningsstopp för en bank under offentlig administration, efter medgivande av regeringen, skall kunna ställa ut en statlig garanti. Men för att reducera moral hazard-problemen skulle denna begränsas till att endast gälla fordringar som uppkommit efter det att garantin utfärdats.

Under normala förhållanden är tanken att endast myndighetens styrelse skall vara i funktion, eventuellt med ett begränsat kansli till sitt förfogande. Vid en krissituation kan det dock bli aktuellt att anlita konsulter och eventuellt anställa personal för att sköta beredning, administration och analys.

Slutsatser

Custodiafallet har tydligt illustrerat bristerna i regelverket för hantering av probleminstitut. Det i särklass allvarigaste problemet är att dagens regelverk försvårar för svenska myndigheter att hantera akuta problem av systemhotande karaktär. Risken är att det uppstår problem i större och betydligt mer systemkritiska institut än fallet Custodia. Med det regelverk vi har idag är statsmakterna i praktiken hänvisade till att improvisera fram extraordinära åtgärder om en större bankkris skulle inträffa. Även om det vid 1990-talets bankkris gick att uppbåda politisk enighet kring de nödvändiga åtgärderna, är det inte säkert att samma förutsättningar finns nästa gång en kris uppstår eller att utfallet blir lika lyckosamt. Det vore därför riskabelt att förlita sig på att hantering av en systemhotande kris även fortsättningsvis kan improviseras fram med kort varsel.

Nästa bit att fundera över är utformningen av ett nytt regelverk. Här är det viktigt att ta ett helhetsgrepp. När ett institut får problem aktualiseras ett antal olika, ofta motstridiga intressen. Det är viktigt att dessa intressen sorteras efter sina relativa betydelser för samhället. Det är en grundförutsättning för att uppnå en lämplig rollfördelning mellan olika myndighetsfunktioner vid hantering av probleminstitut.

Händelserna i Custodia har tydligt visat att den nuvarande ordningen också är illa anpassad för att hantera problem i mindre institut. Det talar för att en ny ordning bör omfatta mer än de systemviktiga bankerna, även om det underliggande motivet för det inte i första hand är stabilitetsskäl. Under den givna förutsättningen att det finns

ett skyddsnet i form av en insättningsgaranti och ett investerarskydd, som också omfattar kunder till kreditmarknadsbolag och värdepappersinstitut, är det viktigt att detta skyddsnet fungerar. Detta kräver att det finns en välfungerande ordning för att avveckla även kreditmarknadsföretag och värdepappersinstitut. Det är viktigt både för att garantisystemen ska medföra det konsumentskydd som de är avsedda för och för att minimera kostnaderna för dessa system. Inte minst är det angeläget att begränsa problemen med moral hazard. Annars finns en risk för att förtroendet för det finansiella systemet urholkas.

Olika grader av systemhot ställer givetvis olika krav på insatser från statsmakternas sida. Exempelvis finns det knappast behov av möjligheten till generella garantier för de icke-systemviktiga instituten. För att begränsa moral hazard-problemen är det angeläget att de mest långtgående åtgärderna förbehålls de systemviktiga instituten. Därför måste en ny ordning vara flexibel nog att hantera probleminstitut på olika sätt, beroende på en bedömning av systemriskerna. Det är också rimligt att tillsynsinsatsernas tyngdpunkt läggs på de systemviktiga instituten. Det bör dock påpekas att en uppdelning mellan systemviktiga och icke-systemviktiga institut i praktiken kan vara svår eller rent av omöjlig att göra på förhand, eftersom denna gräns är flytande och kan växla över tiden. Det är också svårt förutspå den fortsatta utvecklingen när man befinner sig i början av en kris. Det kan ju tänkas att även ett litet instituts affärer har förgreningar som ingen kunde ana till en början. Ju längre tiden tillåts gå innan probleminstitutet avvecklas, desto större risk att krisen växer och blir systemhotande. Också detta talar för att även andra institut än bankaktiebolag skall omfattas av en ny ordning. Om avvecklingen av systemviktiga respektive icke-systemviktiga institut regleras i en och samma lag eller inte är mindre viktigt. Det väsentliga är att regleringen blir robust mot strukturella förändringar i den finansiella sektorn och att inte krishantering försvåras genom att vissa institut faller mellan stolarna. Det är också angeläget ur konkurrenssynpunkt att inte en viss typ av institut otillbörligt gynnas eller missgynnas av de nya reglerna.

Femton år har snart förflutit sedan Sverige senast upplevde en allvarligare bankkris. Under den tiden har mycket hänt på krisberedskapsområdet: analysenheter och krisorganisationer har inrättats, gemensamma överenskommelser mellan myndigheter – så kallade *Memoranda of Understanding* – har ingåtts, krisövningar har utförts med mera. Sverige har tagit många initiativ på den europeiska och internationella arenan för att förbättra regelverk och arrangemang för att hantera finansiella kriser. På så sätt kan man säga att vi idag i många avseenden är bättre förberedda på hantering av en finansiell kris än vad vi var i början av 1990-talet. Men en avgörande pusselbit, nämligen en välfungerande ordning för att avveckla probleminstitut, saknas alltså fortfarande. Det har förvånat inte minst många utländska bedömare, som annars placerat de svenska insatserna på krishanteringsområdet högt.

■ Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet

Den explosionsartade tillväxten i handeln med kreditderivat har skapat en internationell debatt om tänkbara risker för det finansiella systemet. Den här artikeln beskriver utvecklingen på kreditderivatmarknaden och dess betydelse för den finansiella stabiliteten. Ökad användning av kreditderivat bör i princip förstärka motståndskraften i det globala finansiella systemet och riskerna för den finansiella stabiliteten förefaller för närvarande vara små. De svenska bankernas användning av kreditderivat är än så länge begränsad, men mycket talar för att den kommer öka i framtiden.

Bakgrund

Handeln med kreditrisk har genomgått en revolutionerande utveckling sedan slutet av 1990-talet när kreditderivat och andra kreditrelaterade instrument började handlas i större skala. Intresset för kreditderivat ökar snabbt internationellt och sedan 1999 har de globalt utestående volymerna vuxit från cirka 180 miljarder US dollar till att idag omfatta mer än 12 000 miljarder US dollar.⁷¹ Även om kreditderivaten fortfarande utgör en relativt liten del av den totala derivatmarknaden, har den snabba volymtillväxten rest frågan om eventuella effekter på stabiliteten i det finansiella systemet.⁷²

Kreditderivaten har gjort det enkelt och billigt att handla med kreditrisk och har bidragit till ett ökat intresse från institutionella placerare som försäkringsbolag, hedgefonder och pensionsfonder. Ett första syfte med den här artikeln är att övergripande beskriva kreditderivatens roll i det globala finansiella systemet. Ett andra syfte är att bedöma de risker som förknippas med handeln i kreditderivat. Artikeln inleder med att förklara hur ett kreditderivat fungerar. Därefter redovisas utvecklingen av den internationella marknaden de senaste åren och vilka aktörer som är aktiva i handeln internationellt. I samband med detta belyses också de svenska storbankernas aktivitet och handel med kreditderivat. Avslutningsvis diskuteras potentiella risker för stabiliteten i det globala finansiella systemet.

Vad är ett kreditderivat?

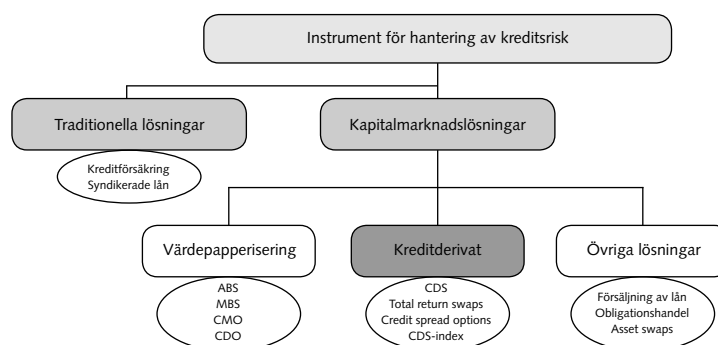
På 1980-talet dominerade traditionella lösningar handel med kreditrisk. Vanligast var kreditförsäkringar, där en tredje part garanterar att ett lån återbetalas, och syndikerade lån, där ett antal banker gemensamt finansierar en större kredit. Framväxten av en utbredd marknad för företagsobligationer i USA banade väg för nya, standardiserade kreditinstrument som hade fördelen att kunna handlas på kapitalmarknaderna. Viktigast bland dessa var olika former av värdepapperi-

71 Fitch Ratings (2006), "Global Credit Derivatives Survey", September.

72 Kreditderivatens implikationer för det globala finansiella systemets funktionsätt har analyserats och debatterats ingående i en rad internationella fora under senare år, både från ett marknads- och tillsynsperspektiv. Se exempelvis ECB (2004), "Credit Risk Transfer by EU Banks: Activities, Risks and Risk Management", May; The Joint Forum (2005), "Credit Risk Transfer", BIS Report, March; CRMPG II (2005), "Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective", July; CGFS (2005), "The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications", BIS Report, January; IMF (2006), "The Influence of Credit Derivative and Structured Credit Markets on Financial Stability", Global Financial Stability

serade produkter och kreditderivat, se Figur 1.⁷³ Värdepapperisering innebär något förenklat att man tar ett antal krediter och lägger dessa i ett fristående bolag, som sedan finansieras genom att emittera obligationer. Illikvida krediter omvandlas på detta sätt till likvida obligationer.⁷⁴ En specifik form av värdepapperiseringar är så kallade strukturerade produkter, där de emitterade obligationerna indelas (struktureras) i olika riskklasser. Strukturerade produkter för fastighetslån, så kallade Collateralised Mortgage Obligations (CMO), och företagskrediter, benämnda Collateralised Debt Obligations (CDO), har successivt etablerat sig och är idag standard på den internationella kreditmarknaden.

Figur 1. Översikt av marknaden för hantering av kreditrisk



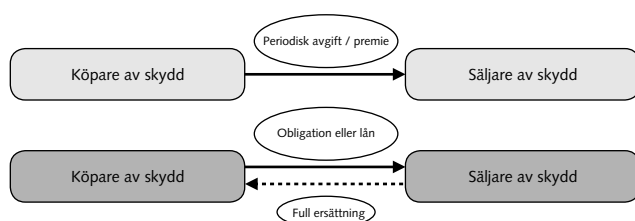
Kreditderivat är knutna till kreditrisken i underliggande tillgångar, i första hand företagsobligationer. För köparen av kreditskydd fungerar kreditderivatet ungefär som en vanlig försäkring. Säljaren av kreditskyddet förbinder sig att ersätta köparen om den underliggande obligationen drabbas av en kredithändelse under kontraktets löptid. I kompensation för detta betalar köparen en löpande premie som speglar kreditrisken i tillgången. Vad en kredithändelse innebär definieras i kontrakten och omfattar bland annat konkurs och inställda betalningar på utestående skuld.

73 En rad produkter överlappar de definitioner som anges i Figur 1. Ett exempel är så kallade syntetiska strukturerade produkter, vilka bygger på kreditderivat.

74 Ett tidigt exempel på detta är så kallade Asset-Backed securities (ABS) som introducerades i USA i slutet av 1980-talet.

Det vanligaste instrumentet inom gruppen kreditderivat är Credit Default Swaps (CDS). Figur 2 illustrerar kassaflödena i ett typiskt CDS-kontrakt. Köparen av kreditskydd (det vill säga köparen av ett CDS-kontrakt) betalar löpande en premie till säljaren (översta delen av figur 2). Om en kredithändelse inträffar så innebär kontraktet att säljaren övertar företagsobligationen till dess nominella belopp – trots att kredithändelsen kanske gjort obligationen värdelös (nedersta delen av figur 2).⁷⁵

Figur 2. Likviditetsflöden i ett CDS-kontrakt



Premien på ett CDS-kontrakt följer räntedifferensen mellan den underliggande företagsobligationen och en riskfri obligation med motsvarande löptid, eftersom båda speglar marknadens uppfattning av den underliggande konkursrisken. Marknadsvärdet på ett CDS kontrakt varierar således, precis som räntedifferensen, med marknadens uppskattning av sannolikheten för olika kredithändelser.

De viktigaste köparna av kreditrisk på marknaden för kreditderivat är stora institutionella placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder. De vill ofta ha en viss mängd kreditrisk i sina portföljer eftersom detta hjälper till att höja avkastningen samtidigt som portföljen blir mer diversifierad och den samlade portföljrisken mindre. Huvudsakliga nettosäljare av kreditrisk är banker, bostadsinstitut och andra kreditinstitut som vill avlasta delar av sin kreditrisk, exempelvis för att klara kapitalkrav från myndigheterna eller bara effektivisera sin kapitalanvändning. Handeln sköts i huvudsak av ett fåtal globalt aktiva banker. De tio största "primary dealers" på marknaden står för omkring 85 procent av de totalt omsatta volymerna. Till dessa hör stora investmentbanker som Morgan Stanley, Goldman Sachs och UBS. Även hedgefonderna är betydande aktörer. Uppskattningar baserade på enkätsvar tyder på att hedgefonderna i dagsläget står för omkring 25 procent av handeln med de största "primary dealers". När det gäller marknaden för CDO tenderar hedgefonderna att dominera i de mest riskfyllda segmenten.

75 Vid kontant avveckling sker ett auktionsförfarande och säljaren av kreditskydd ersätter köparen när återvinningsvärdet av obligationen har fastställts.

CDS-kontrakt utställda mot enskilda företagsobligationer är det vanligaste kreditderivatet men tillväxten är störst i andra produktslag, däribland indexbaserade produkter och så kallade syntetiska CDO. CDS-indexen speglar utvecklingen i en portfölj av CDS-kontrakt, alltså en portfölj av kreditrisk i olika företag. CDS-indexen fungerar i princip som individuella CDS-kontrakt. Till exempel består iTRAXX Europe av de 125 mest likvida företagsnamnen ("investment grade") på CDS-marknaden i Europa. De 125 CDS-kontrakten viktas lika i indexet, vilket betyder att om en bank köper kreditskydd motsvarande 125 miljoner kronor i iTRAXX har den en miljon i skydd för vart och ett av företagen i indexet. Om en kredithändelse inträffar i ett företag avvecklas CDS-kontraktet i det företagsnamnet (fysiskt eller kontant) och

de löpande indexpremierna reduceras. Indexen har bestämda löptider, typiskt sett 5 eller 10 år.⁷⁶ Fördelen med indexprodukter är att de ökar investerarnas möjligheter att göra diversifierade investeringar på kreditmarknaden. Likviditeten är hög i indexen med standardiserade kontraktsstrukturer.

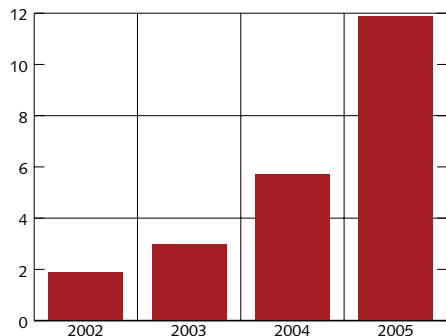
Den underliggande portföljen i en syntetisk CDO består även den av CDS kontrakt vilka delas upp i ett antal riskklasser – så kallade trancher – som speglar olika grad av kreditrisk. Köparen av en tranch, erhåller periodiska premiebetalningar som står i proportion till kreditrisken i just den tranchen. På samma sätt som indexprodukter har syntetiska CDO fördelen att de möjliggör diversifierade investeringar. Men de ger dessutom investeraren en valfrihet beträffande risknivån.

76 Två gånger om året "släpps" nya index men de gamla indexen fortsätter att handlas under hela sin löptid. Efterhand som löptiden i ett index minskar avtar handeln i dem successivt (så kallade off-the-run indices). Motsvarande index på den amerikanska marknaden går under namnet CDX och dessa fungerar enligt samma princip.

Kreditderivaten erbjuder betydande fördelar för dem som handlar i kreditrisk. För det första ger de möjlighet att köpa och sälja kreditrisk utan att samtidigt köpa och sälja motsvarande underliggande värdepapper. Köparna, exempelvis pensionsfonder och försäkringsbolag, behöver binda väsentligt mindre kapital för att investera i en viss kreditrisk än tidigare när de tvingades köpa motsvarande underliggande obligationer. Både kapitalkostnaden och transaktionskostnaden för att investera i en given mängd kreditrisk blir på detta sätt mindre. Säljarna av kreditrisk (i första hand banker och andra kreditgivare) drar på samma sätt fördel av de låga kostnaderna och kan dessutom ha de ursprungliga lånen eller obligationerna kvar i den egna balansräkningen. Det är en fördel när det gäller kundkontakterna, till exempel vid förlängning av lånen eller omförhandling av lånevillkoren. De kan också dra fördel av möjligheten att sälja kreditrisken, men behålla ränterisken i de underliggande obligationerna.

Kreditderivaten underlättar dessutom, i likhet med andra derivat, möjligheterna att gå kort i de underliggande värdepapperen, det vill säga att sälja kreditrisk för obligationer som man inte äger. Detta (och de begränsade kapitalbehoven) gör marknaden intressant också för andra marknadsdeltagare än de som naturligen vill avhända sig eller investera i kreditrisk. Hedgefonder och andra finansiella institut arbetar för att utnyttja vad de ser som felprissättningar i marknaden. Det gör i sin tur marknaden mer likvid och prisbildningen bättre. Därmed har prissättningen på risken i ett företag (spreaden mot en riskfri obligation eller premien för kreditderivatet) i många fall förflyttats från obligationsmarknaden till kreditderivatmarknaden.

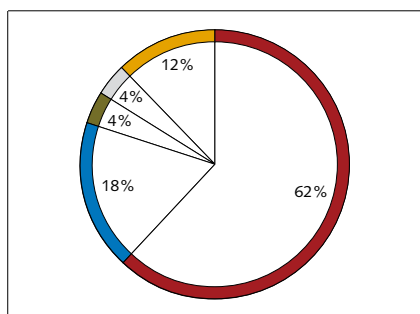
Diagram 1. Globalt utestående volymer på kreditderivatmarknaden
Tusentals miljarder USD, utestående stock, slutet av respektive period



Anm. Volymerna avser utestående belopp i sålda derivatkontrakt. Instrumenten omfattar CDS mot enskilda underliggande tillgångar, indexprodukter, portföljprodukter (bland annat syntetiska CDO) och övriga instrument.

Källa: Fitch Ratings

Diagram 2. Underliggande referenstillgångar i CDS-kontrakt 2005



- Obligationer i icke-finansiella företag
- Obligationer i finansiella företag
- Övriga tillgångar
- Asset-backed securities
- Statsobligationer

Källa: Fitch Ratings

Marknadsutvecklingen internationellt

Handeln med kreditderivat har som tidigare nämnts vuxit dramatiskt under de senaste åren, och den globalt utestående volymen uppgick i slutet av 2005 till cirka 12 000 miljarder US dollar (se Diagram 1).⁷⁷ Med utestående volym avses här det totala utestående beloppet i de underliggande tillgångar som kontrakten hänvisar till och siffran omfattar samtliga olika instrument inom familjen kreditderivat. Man bör dock känna till att uppgifterna om marknadens storlek och omfattning varierar mellan olika källor. Det tillgängliga statistikunderlaget över kreditderivatmarknaden beskrivs därför i en egen fördjupningsruta.

De underliggande tillgångarna på kreditderivatmarknaden domineras fortfarande av företagsobligationer, men omfattar också traditionella banklån och olika former av statsupplåning (för stater med kreditrisk). Diagram 2 visar att cirka 80 procent av samtliga utestående derivatkontrakt 2005 var ställda mot företagsobligationer. Kreditderivat handlas på cirka 2500 företagsnamn, men handeln är fortfarande koncentrerad till ett mindre antal. Antalet aktivt handlade företagsnamn har ökat från omkring 200 vid början av 2002 till idag omfatta cirka 700 stycken. Några av de mest handlade sektorerna är bilindustrin, finanssektorn och telekommunikationssektorn. Kreditkvaliteten i de underliggande obligationerna är generellt sett mycket hög men marknadstrenden pekar mot ett allt större intresse för mer riskfyllda, högvakastande obligationer. Sedan 2002 har andelen av kreditderivatmarknaden som riktar sig mot underliggande tillgångar med kreditbetyg under "investment grade", ökat från cirka 10 procent till över 30 procent.⁷⁸ De dominerande löptiderna bland kreditderivaten ligger i intervallet mellan 1 och 5 år men längre löptider, runt 10 år, handlas i allt större utsträckning.

⁷⁷ Det är inte bara kreditderivat som ökat i volym. Det totala utestående beloppet i ränterelaterade derivat (exklusive kreditderivat) på OTC-marknaden ökade från cirka 77 000 miljarder US dollar vid slutet av 2001 till 215 000 miljarder US dollar vid utgången av förra året. Under samma tidsperiod ökade det utestående beloppet i valutaderivat från cirka 17 000 till 32 000 miljarder US dollar. Jämfört med handeln i ränte- och valutaderivat är alltså handeln med kreditderivat fortfarande liten.

⁷⁸ Investment grade representerar företag med kreditbetyg Baa eller högre (enligt Moody's skala).

En rad källor tillhandahåller information om utvecklingen på kreditderivatmarknaden. Dessa källor skiljer sig åt både när det gäller hur ofta statistiken publiceras och vilka kreditderivat som inkluderas. Dessutom redovisas statistiken på olika sätt. Nedan diskuteras tre av de mest citerade källorna till information om kreditderivatmarknaden, både med avseende på dokumenterade skillnader och inbördes konsistens.

Kreditderivaten handlas på OTC-marknaden, det vill säga via handlarnätverk utanför en organiserad börs. En viktig konsekvens av detta är att detaljer om handeln inte blir offentliga. Därför måste all statistikinsamling ske genom enkäter och aktörerna deltar på frivillig basis. Detta gör att statistikunderlaget kan variera avsevärt. Dessutom presenteras enkätresultaten av anonymitetsskäl endast på aggregerad nivå. Därmed är det omöjligt att urskilja enskilda positioner och löpande följa hur specifika riskexponeringar utvecklas.

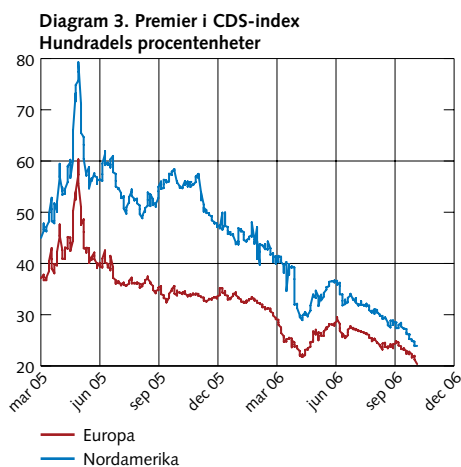
International Swaps and Derivatives Association (ISDA) publicerar halvårsvis en Market Survey som redovisar det totala utestående beloppet i CDS-kontrakt på den internationella marknaden. Enligt denna källa uppgick CDS exponeringarna till cirka 26.000 miljarder US dollar för första halvåret 2006. Den här siffran

inkluderar dock både köpta och sålda kontrakt, vilket innebär att många positioner uppträder två gånger i statistiken.

Sedan två år tillbaka redovisar Bank for International Settlements (BIS) också statistik över utestående belopp i CDS-kontrakt, både mot enskilda och flera underliggande tillgångar. Detta gör BIS inom ramen för sin Semiannual OTC Derivatives Statistics. Till skillnad från ISDA redovisar BIS volymer i köpta och sålda kontrakt separat. Dessutom rapporteras materialet nedbrutet på instituttyp. Om man tar hänsyn till skillnader i redovisningsmetodik överensstämmer den aggregerade statistiken från BIS och ISDA förhållandevis väl.

Den statistik som redovisas i den här artikeln baseras i stor utsträckning på Fitch Ratings årliga Credit Derivative Survey, vilken bedöms ge mest utförlig information om kreditderivatmarknaden. Statistik över utestående volymer redovisas på basis av sålda kontrakt och det är exempelvis möjligt att identifiera nettosäljare bland olika instituttyper. Förutom att ge en mer nyanserad bild av den totala kreditderivatmarknaden är Fitch's enkätundersökning rik på kvalitativ information som lämnats i anslutning till de kvantitativa uppgifterna. Urvalet av aktörer har god täckning och kvaliteten i svaren bedöms överlag som tillförlitliga.⁷⁹

79 För en beskrivning av undersökningens innehåll, se Fitch Ratings (2006), "Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts", Special Report, September.



Anm. Index för Nordamerika och Europa representeras av CDX respektive iTRAXX med 5 års löptid.

Källa: Bloomberg

I nuläget utgör CDS-kontrakten drygt hälften av den totala kreditderivatmarknaden och den utestående volymen sålda kontrakt uppgick vid slutet av 2005 till cirka 6.000 miljarder US dollar. Det här beloppet kan ställas i relation till den samlade stocken av företagsobligationer på den internationella marknaden som uppgår till någonstans mellan 5.000 och 7.000 miljarder US dollar. Volymen i CDS-kontrakt är alltså ungefär lika stor som hela den befintliga stocken av företagsobligationer, och volymerna relaterade till vissa enskilda tillgångar är flera gånger större än den befintliga obligationsstocken. Förklaringen till detta är att samma underliggande obligation kan ge upphov till ett stort antal utestående CDS-kontrakt, och det är den utestående volymen brutto som registreras i statistiken.

När det gäller att bedöma den risk som kreditderivat representerar är inte utestående belopp en rättvisande indikator. Det är mycket osannolikt att säljarna av kreditskydd skulle behöva ersätta hela det utestående beloppet, då detta innebär att samtliga underliggande företag fallerar och att återvinningen dessutom är noll. Marknadsvärdet vid en viss tidpunkt ger en mer rättvisande bild av risken i kreditderivaten. Det visar vilka belopp som kontrakten är värda med hänsyn till sannolikheten för olika kredithändelser (som de uppskattas av marknaden). Enligt BIS uppgick det totala marknadsvärdet av samtliga öppna CDS-kontrakt (gross market value) vid utgången av 2005 till cirka 350 miljarder US dollar. Det motsvarade cirka 6 procent av den globala kontraktsvolymen.

Medan ökningstakten i CDS-volymer visat tecken på att mattas av har marknaden för syntetiska CDO:s och indexbaserade produkter utvecklats kraftigt under de senaste två åren. Vid slutet av 2005 svarade dessa instrumenttyper för runt 40 procent av den totala kreditderivatmarknaden (varav 10 procent i syntetiska CDO och drygt 30 procent i indexform).

Premien för CDS-kontrakten har fallit under det senaste året, vilket speglar de fallande spreadarna på marknaden för företagsobligationer. Diagram 3 illustrerar utvecklingen av premierna för två breda CDS-index mellan mars 2005 och november 2006.

Av intervjuer med de fyra stora svenska bankkoncernerna framgår att deras handel med kreditderivat är mycket begränsad. Antalet genomförda affärer har ökat under senare år men de totala exponeringarna är överlag små. Handel sker främst för stora institutionella investerares räkning, inte för att hantera kreditrisken i den egna balansräkningen.

Den viktigaste förklaringen till den begränsade användningen är att den svenska marknaden för företagsobligationer är liten. Det påverkar handeln med kreditderivat, eftersom dessa i huvudsak har företagsobligationer som underliggande tillgång. Det sparsamma utbudet av företagsobligationer, tillsammans med en svag efterfrågan från kundledet, har medfört att de svenska bankerna inte haft anledning att utveckla någon marknad för kreditderivat i svenska kronor.

De svenska storbankerna har i stort en kärnverksamhet som bygger på långvariga kundrelationer och där man huvudsakligen riktar sig till små och medelstora lokalt baserade företag. De svenska bankerna har endast i begränsad utsträckning exponeringar mot kunders obligations har kreditderivat som handlas

på marknaden. Situationen är annorlunda för stora internationella banker, vilka har kommit att utgöra centrala spelare på kreditderivatmarknaden, bland annat i egenskap av primary dealers. Dessa bankers affärsstrategi har delvis har glidit från traditionell kreditförvaltning till att ta upp krediter som sedan förmedlas vidare, en process där kreditderivaten spelar en nyckelroll.

Av intervjuerna framgår dock att användningen av kreditderivat på sikt kommer att få ökad betydelse för de svenska storbankerna. Det beror till stor del på de nya kapitaltäckningsreglerna, som följer med det nya EU-direktivet (baserat på Basel II). De nuvarande Baselreglerna tillåter bara en viss kapitalreduktion för exponeringar som säkrats genom kreditderivat, och endast i de fall där creditskyddet sålts av ett annat finansiellt institut. Med de nya reglerna kommer kapitalkravet bättre spegla uppmätt risknivå och göra kreditderivat till ett mer effektivt riskhantlingsinstrument. Det är också möjligt att marknaden för kreditderivat kommer att utvecklas till att omfatta traditionella lån via värdepapperisering eller i tydligt strukturerade kreditportföljer och öka möjligheterna för de svenska bankerna att sälja kreditrisk.

Potentiella risker i handeln med kreditderivat

Parallellt med utvecklingen av kreditderivatmarknaden har en debatt om möjliga risker för det globala finansiella systemet tagit fart bland marknadsaktörer, centralbanker och tillsynsmyndigheter. Farhågorna kring kreditderivatens tillväxt gäller inte volymerna i första hand, de är fortfarande små i förhållande till annan derivathandel. Det handlar snarare om att marknaden är ny och relativt oprövad. "Barnsjukdomar" i form av institutionella svagheter och oprövade system för riskkontroll kan inte uteslutas. I detta avsnitt diskuteras de huvudsakliga risker som tagits upp i debatten: legal risk, motparts- och koncentrationsrisk, likviditetsrisk samt risken för felprissättningar.

LEGALA RISKER

Ett problem som drabbade kreditderivatmarknaden i inledningskedet var avsaknaden av tydliga marknadskonventioner. Definitionerna av kredithändelser varierade och kontraktsstrukturerna var otydliga. Detta skapade osäkerhet och riskerade att leda till kontraktstvister. Under de senaste åren har de här problemen till stor del undanröjts, bland annat genom ett aktivt arbete av International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Standardiserade kontrakt har införts och dessa tillämpas nu i stor utsträckning på marknaden. Under 2005 utarbetades en standard (Novation Protocol) i syfte att skapa bättre genomlysning av motpartsrisker och i september 2006 lanserade ISDA en standard för att möjliggöra kontantavslut av kreditderivatkontrakt. Den stora mängden av olika kreditderivat begränsar emellertid möjligheterna att nå fullständigt standardiserade lösningar, och de legala riskerna i handeln med kreditderivat är, enligt marknadsaktörerna själva, ingalunda helt undanröjda.⁸⁰

Till följd av den explosionsartade ökningen av antalet kontrakt har rutiner och hanteringsprocesser tenderat att släpa efter. Intermediärernas backoffice-funktioner hade till att börja med inte kapacitet att verifiera alla affärer i tid och detta ökade risken för problem om en kredithändelse plötsligt skulle inträffa. "Primary dealers" har emellertid gjort stora investeringar för att minska antalet kontraktsbekräftelser som hamnar i kö (så kallade backlogs). I samråd med berörda myndigheter har system upprättats för att automatisera bekräftelser, och dessa system hanterar nu cirka 80 procent av alla kreditderivatkontrakt.

Det stora antalet utestående kontrakt gör också avvecklingsprocessen känslig. Om många kontrakt måste avvecklas samtidigt, exempelvis till följd av en kredithändelse i ett företag med stora volymer utestående kreditderivat, kan man inte utesluta störningar i processen. Kreditrisken i en obligation kan ha sålts vidare genom ett flertal CDS-kontrakt, och i sådana kedjor kan problem lätt uppstå, särskilt om de underliggande obligationerna måste levereras fysiskt.

80 För en beskrivning av undersökningens innehåll, se Fitch Ratings (2006), "Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts", Special Report, September

MOTPARTS- OCH KONCENTRATIONSRISK

En bank som köper kreditskydd via kreditderivat blir av med en kreditrisk, men utsätter sig istället för en motpartsrisk, det vill säga risken att den som sålt kreditskyddet inte kan betala om en kredithändelse inträffar. Motpartsrisiker finns i de flesta finansiella avtal, men eftersom marknaden i kreditderivat är ung och tillväxten snabb finns det särskild anledning att uppmärksamma dem. I en intervjustudie från ECB ifrågasätter de tillfrågade bankerna om alla institut som säljer kreditskydd verkligen är införstådda med sina åtaganden vid en kredithändelse.

Riskkontrollen inom bankväsendet har emellertid utvecklats avsevärt sedan mitten av 1990-talet. Banker som handlar med kreditderivat har normalt rutiner för att granska och utvärdera sina motparter och begär också i allmänhet kontanta säkerheter i samband med affär, precis som i fallet med övriga derivat. Dessutom är säljarna av kreditderivat i stor utsträckning försäkringsbolag och pensionsfonder, vilka har ett stort eget kapital att möta eventuella kreditförluster med.

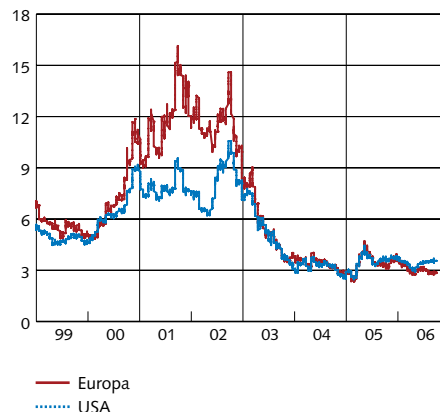
Det nuvarande Baselregelverket (Basel I) tillåter i de flesta fall inte att kreditexponeringar säkrade med kreditderivat minskar kapitalbasen för den bank som köper kreditskydd. Därför tenderar bankerna att betrakta kreditderivaten som en extra säkerhet snarare än som en fullgod säkerhet för en kredit. Om motparten i en kreditderivataffär skulle falla är detta därför inte nödvändigtvis ett allvarligt problem för en bank.

En central fråga relaterad till motpartsrisk är koncentrationsrisk. Det är tänkbart att den omfattande handeln med kreditderivat kan åstadkomma riskkoncentrationer där grupper av aktörer, exempelvis de "primary dealers" som dominerar marknaden, blir mycket sårbara för marknadsstörningar. Eftersom det statistiska underlaget om OTC-marknaden är bristfälligt är denna risk svår att bedöma. "Primary dealers" håller dock sällan stora nettopositioner, de är i regel neutrala i sina exponeringar. De har också stora likvida balansräkningar och därmed hög kapacitet att absorbera förluster.

LIKVIDITETSRISKER

Att kreditrisk nu handlas mer aktivt på kapitalmarknaden och sprids över fler aktörer underlättar som påpekats en diversifiering av de underliggande riskerna. Men det kan uppstå problem om aktörerna litar på att marknaden alltid är likvid och utgår från detta när de tar sina positioner. Yttre händelser kan göra att det plötsligt bara finns säljare och inga köpare på en marknad. Så var exempelvis fallet under den ryska skuldkrisen, då bland annat hedgefonden LTCM fick problem. Sådana situationer brukar inte vara så länge, eftersom köpare så småningom alltid uppenbarar sig när priserna faller. Men de kan vara tillräckligt länge för att de lån som finansierar positionerna hos många marknadsdeltagare ska förfalla till betalning. Går det då inte att realisera tillgångar i tillräcklig utsträckning återstår bara betalnings-

Diagram 4. Kreditspreadar för högavkastande obligationer utgivna i Europa och USA
Procentenheter



Källa: Reuters EcoWin

inställelse. En kris av detta slag riskerar att snabbt spridas till andra marknader och eventuellt hota även de långgivande bankerna.

Likviditetskriser kan alltså få allvarliga konsekvenser och miss-tanken att ovana placerare i kreditderivat kan komma på tanken att sälja samtidigt är oroande. Man ska dock komma ihåg att marknaden för kreditderivat och marknaden för de underliggande obligationerna är tätt sammanflätade. Om priset på ett kreditderivat faller innebär detta att priset på den underliggande obligationen också faller (det vill säga att avkastningen ökar). Om inget väsentligt har hänt som påverkat kreditvärdigheten i det företag som givit ut obligationerna blir det förr eller senare lönsamt att köpa dessa – eller att köpa kreditderivaten. Flera omfattande kredithändelser under senare år tyder också på att kreditderivatmarknaden har kapacitet att absorbera större marknadschocker. Nedgraderingen av Ford och GMs kreditbetyg förra året och även en rad omfattande konkurser utgör tydliga exempel där problem av mer eller mindre allvarlig karaktär har kunnat lösas utan att likviditeten på marknaden drabbats i någon allvarlig utsträckning.

RISKEN FÖR FELPRISSÄTTNINGAR

En risk besläktad med likviditetsrisken är risken för felprissättningar. Under den period då volymtillväxten i kreditderivaten varit som störst har marknaderna präglats av successivt fallande räntor och hög kredit-tillväxt. Den ovanligt låga konkursgraden bland företag har resulterat i att ränteskillnaderna mellan obligationer med hög respektive låg risk har minskat, det vill säga att kreditspreadarna har krympt (se diagram 4). Priset på kreditderivat har fallit i motsvarande omfattning och ersättningen för risk har hamnat på en nivå under det historiska genomsnittet.

Frågan är vad som händer när konjunkturen planar ut eller vänder nedåt och konkurserna börjar öka igen. Om investerare generellt har underskattat kreditrisken kan vi komma att få se en kraftig korrigerande av riskpremierna och ett motsvarande fall i priset på företagsobligationer och kreditderivat. Skulle detta inträffa kan enskilda aktörer med stora nettoexponeringar i kreditrisk drabbas av betydande förluster. Om riskpremierna stiger får det emellertid effekter på de flesta finansiella marknaderna och det finns ingen anledning att anta att marknaden för kreditderivat skulle drabbas hårdare än andra.

Avslutning

Kreditderivaten har visat sig fylla flera funktioner som är värdefulla för samhället. De har medfört att kreditrisk lättare kan omfördelas från bankerna till andra finansiella aktörer, vilket rimligen medverkat till att göra det finansiella systemet mer motståndskraftigt mot störningar. De har bidragit till en bättre prissättning på kreditrisker och därmed ökat effektiviteten i kreditmarknaden. De har också gjort det möjligt för en större krets av institutionella placerare att enkelt och kostnads-effektivt handla med kreditrisk i sina portföljer. Det har i sin tur gjort det möjligt för dem att öka sin avkastning för en given risk eller minska risken vid en given avkastning.

Men den dramatiska tillväxten i handeln med kreditderivat har även väckt en internationell debatt om riskerna. Det finns inget tillfredsställande statistiskt underlag som belyser var och i vilka institut kreditriskerna hamnat. Det finns en oro för att de nya investerarna inte till fullo värderar riskerna i de derivat de köper. Dagens premier för kreditrisk är låga – alltför låga enligt flera bedömare – och det kan inte uteslutas att en abrupt priskorrigerings kan ske när konjunkturen vänder. Om de internationella investmentbanker som dominerar marknaden förmår upprätthålla likviditeten i ett sådant läge är även det oprövat, och likviditetsproblemen kan snabbt spridas till andra marknadsdeltagande. Men på ett mer fundamentalt plan medför bankernas ökade marknadsfinansiering att systemrisken delvis ändrar natur. LTCM-episoden 1998 och avvecklingsproblemen som uppstod efter 9/11 har det gemensamt att likviditetsproblemen inte begränsades till ett enskilt, systemviktigt institut, utan drabbade marknaden som helhet.

Eftersom handeln med kreditderivat fortfarande utgör ett mycket begränsat inslag i de svenska bankernas verksamhet är risken för det finansiella systemet i första hand en omvärldsfråga. För svensk del är kreditderivatens direkta inverkan på bankernas riskposition i dagsläget liten. Det är emellertid sannolikt att bankerna kommer att öka sitt engagemang i kreditderivatmarknaden, både för att kunderna efterfrågar det och för att hantera risker i den egna balansräkningen. Inte minst de nya kapitaltäckningsreglerna (Basel II) kan komma att bidra till det. I detta sammanhang är det angeläget att bankerna redovisar sin hantering av kreditderivat på ett sådant sätt att såväl handeln som den samlade kreditrisken blir väl genomlyst. Huruvida detta ger anledning till en utökad rapportering till myndigheterna får framtiden utvisa.

■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

■ 2006:1

Att mäta kreditrisk med extern information

Riksbanken har utvecklat en modell för att mäta och bedöma motståndskraften i banksystemet, med hjälp av information från bankernas årsredovisningar och en allmänt tillgänglig portföljmodell. I den här artikeln presenteras modellen, som möjliggör så kallade stress-tester och scenarioanalyser av olika slag.

Hedgefonder och det finansiella systemet

Hedgefondernas kraftiga tillväxt på senare år har väckt en internationell debatt om tänkbara risker för det finansiella systemet och behovet av eventuella regleringar. Den här artikeln beskriver utvecklingen av hedgefonder i Sverige och internationellt samt tänkbara konsekvenser för det finansiella systemet.

■ 2005:2

Vägen mot en inre marknad för finansiella tjänster

I syfte att förbättra marknaden för gränsöverskridande finansiella tjänster tog EU fram en handlingsplan för ett antal år sedan. För att möta kraven på en mer flexibel lagstiftning har dessutom en ny lagstiftningsmodell tagits fram, Lamfalussyprocessen. I dag har handlingsplanen till stora delar genomförts. Lamfalussyprocessen har också börjat tillämpas på ett antal områden, men den innehåller fortfarande brister som måste rättas till.

Husprisutvecklingen i Sverige och omvärlden

Priserna på bostäder har stigit snabbt i många länder under det senaste decenniet, däribland Sverige. I denna artikel prövar Riksbanken hur ett antal förklaringsfaktorer har bidragit till den svenska husprisutvecklingen. Modellerna visar att utvecklingen i huvudsak kan förklaras med låga räntor, stigande disponibla inkomster och ett lågt nybyggande.

Läs mer om ovanstående artiklar på Riksbankens hemsida: www.riksbank.se. Här finns också äldre artiklar som är publicerade i tidigare utgåvor av Finansiell Stabilitet

