

Anförande

Vice riksbankschef Stefan Ingves

TORS DAG DEN 27 AUGUSTI 1998

Eurons roll för bostadsfinansieringen

Konferensen ByggaBo inför 2000-talet

Till att börja med vill jag tacka för att jag fått komma hit och tala om EMU och bostadsfinansiering. Jag tänkte börja med att visa på några trender för hur svensk bostadsfinansiering utvecklats det senare åren. Sen vill jag försöka sätta in svensk bostadsfinansiering i ett europeiskt sammanhang och diskutera hur svenska bostadsinstitut och det system för bostadsfinansiering som de representerar står sig i förhållande till sina europeiska konkurrenter. Med denna beskrivning hoppas jag att kunna ge en bild av var vi står idag, inför att EMU kommer igång 1999.

Jag kommer sedan att beskriva vilka konsekvenser EMU kan få för bostadsfinansieringen. Mitt fokus kommer då att vara utvecklingstendenser som har betydelse framför allt för marknaden för bostadsobligationer. Jag kommer också att säga något om hur EMU kan påverka bankverksamhet generellt, och fastighetsutlåning mer specifikt.

Jag vill redan nu peka på något som är viktigt att tänka på när Sverige inte är medlem i EMU från starten. Detta är att eurons införande bara är ett steg, i och för sig ett mycket viktigt steg, i utvecklingen mot att skapa en gemensam marknad i Europa. Integrationen mellan ländernas marknader har pågått under lång tid och den är inte slut i och med att EMU bildas. De finansiella företagen och marknaderna har kommit jämförelsevis långt i integrationsprocessen. Även om Sverige inte inför euro 1999 är svenska företag och marknader en del av den pågående integrationen. Den ökade konkurrens och integration mellan marknader som EMU förväntas bidra till påverkar Sverige, trots utanförskapet. Effekterna för

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

svenska finansiella företag kommer i många fall inte att vara annorlunda än för deras konkurrenter som tillhör euroområdet.

Utvecklingstendenser inom svensk bostadsfinansiering

Jag kommer att uppehålla mig vid svenska bostadsinstitut när jag diskuterar svensk bostadsfinansiering, eftersom dessa svarar för den övervägande delen av privat bostadsfinansiering.

Som figuren visar har bostadsinstitutens utlåning totalt sett minskat under de senaste fem åren. Vid en närmare anblick är det dock utlåningen till finansinstitut som minskat. Eftersom sådana lån inte tillhör bostadsinstitutens kärnverksamhet och marginalerna på denna utlåning normalt är låga, är detta knappast något större problem. Sett till kärnverksamheten, utlåning till hushåll och icke-finansiella företag eller vad som brukar kallas utlåningen till allmänheten, har utlåningen varit förhållandevis stabil under senare delen av 1990-talet. Utlåningen till hushåll har ökat något, medan utlåningen till företag har minskat. Den minskade utlåningen till företag kan förklaras av det låga bostadsbyggandet. Om nybyggnationen börjar öka från dagens låga nivåer och fastighetspriserna fortsätter att stiga finns det anledning att tro att utlåningen kan komma att öka de närmaste åren. Detta är naturligtvis vad de flesta här i lokalen hoppas på. För min del kommer jag mest att ägna mig åt att försöka bedöma om en sådan utveckling är motiverad utifrån vad som är en stabil långsiktig utveckling, eller om det finns risk att utlåningsbubblor liknande de som uppstod i slutet på 80-talet är på väg att uppstå. Analyser kring utlåningstillväxten i bankerna och bostadsinstitutet är en viktig del i Riksbankens arbete med att verka för ett stabilt finansiellt system.

[Diagram 1]

Bostadsinstitutet finansierar sig som bekant framför allt genom att emittera bostadscertifikat och bostadsobligationer. Dessa värdepapper utgör ca. 70 procent av bostadsinstitutets finansiering. Marknaden för bostadspapper är den klart dominerande marknaden för räntebärande värdepapper som är emitterade av svenska privata institutioner. Den utestående stocken av bostadspapper uppgår till ca. 730 miljarder kr och den är mer än 13 gånger så stor som den totala stocken av räntebärande värdepapper som är emitterade av andra privata institutioner i Sverige. Den är idag ett par hundra miljarder mindre än volymen statspapper. Denna kommer dock att minska i och med att staten löser in en del av AP-fondens innehav av statspapper och efter detta kommer stocken av bostadspapper att vara väsentligen större.

Under 1997 har annan typ av finansiering fått större betydelse i bostadsinstitutet. Bostadsinstitutet finansierar sig mer via andra finansinstitut, framför allt svenska banker och bostadsinstitut. Bostadsinstitutets självständighet bygger på att egen finansiering uppnås genom att obligationer emitteras, obligationer som framför allt köps av olika institutionella investerare. Om det ömsesidiga beroendet ökar mellan svenska banker och bostadsinstitut ökar risken för att finansiella problem i ett företag sprids till andra. Denna risk brukar benämnas systemrisk. Att försöka minska denna är viktigt för att kunna stärka stabiliteten i det finansiella systemet.

[Diagram 2]

Svensk bostadsfinansiering i ett europeiskt perspektiv

Det finns många olika sätt i Europa att finansiera bostäder på. Att låna pengar mot pant i fastigheten är för oss det självklara sättet att finansiera den övervägande delen av kostnaden för att bygga eller köpa en fastighet. Utlåning mot pant i fastighet förekommer i alla EU-länder, men de har mycket olika omfattning i förhållande till övrig ekonomisk verksamhet. Utlåning mot pant i fastighet uppgår till 65 procent av BNP i Danmark, medan motsvarande siffra bara är 6 procent i Grekland. Sverige ligger förhållandevis högt med 51 procent, jämfört med EU-genomsnittet på 36 procent.

[Diagram 3]

Även när bostäder finansieras genom lån mot pant i fastighet kan detta ske på många olika sätt. Det svenska systemet med särskilda bostadsinstitut som är specialiserade på att ge bottenlån och som finansierar denna utlåning genom att ge ut obligationer eller certifikat är bara en variant. I flera länder sker utlåningen till bostäder genom det vanliga banksystemet. De länder där bostadsinstitut liknande de svenska har en betydande roll på marknaden är Danmark och Tyskland. Marknaden för bostadsobligationer är i nominella termer större i båda dessa länder, men det är bara i Danmark som bostadsinstituten är så dominerande som i Sverige, sett i relation till landets storlek. I Sverige står bostadsinstituten för ungefär hälften av all utlåning från finansiella företag.

[Diagram 4]

I en del länder har bostadsfinansieringen särskilt stöd av staten. I Frankrike finns exempelvis en institution som upprättats av staten och som finansierar bostadslån som beviljats av banker genom att ge ut obligationer. Bostadsfinansiering präglas ofta av en specifik nationell struktur, där det inte är ovanligt med institutioner som har ett visst stöd av staten. Vi har sett jämförelsevis lite europeisk konkurrens i form av att låneinstitut försöker slå sig in på nya nationella marknader i Europa när det gäller marknaden för bostadslån, åtminstone i förhållande till hur konkurrensen utvecklats på andra delar av finansmarknaden. Det förhåller sig så trots att bostadslån, åtminstone till konsumenter, är en förhållandevis standardiserad produkt, vilket normalt medför att inträdesbarriärerna blir lägre för nya aktörer. De institutionella skillnaderna, såväl de som styrs av regleringar som de som styrs av traditioner, kan vara en bidragande orsak till att gränsöverskridande konkurrens inte kunnat observeras i någon större utsträckning på europeiska bolånemarknader. Att bidra till att minska de institutionella skillnader som uppkommer genom att myndigheter i de europeiska länderna särbehandlar olika typer av institutionella lösningar, bör vara en huvuduppgift i arbetet med att förbättra konkurrensen inom EU, efter att EMU kommit igång.

Aktuella frågor avseende bostadsfinansiering

Jag vill här uppehålla mig något vid en fråga som varit aktuell när det gäller svensk bostadsfinansiering det senaste året – förslaget om att införa så kallade guldkantade obligationer i Sverige. Förslaget presenterades av en statlig utredning under andra halvan av 1997. Ett av de huvudsakliga argumenten i utredningen var att det skulle bidra till en harmonisering av marknaderna för bostadsobligationer i Europa. Min

åsikt är att de snarast skulle motverka en verklig integration av de europeiska bolånemarknaderna. Förslaget förutsatte en ganska långtgående detaljreglering från myndigheternas sida av bostadsinstitutens verksamhet. Den formulering i ett EU-direktiv som förslaget grundade sig på var inte avsett som ett försök till harmonisering och det var otydligt formulerat. Resultatet av en så kallad harmonisering utifrån detta direktiv är att de inhemska myndigheterna kommer att fylla detaljregleringen med olika innehåll, åtminstone skiljer sig de befintliga systemen som uppfyller direktiven åt i väsentlig utsträckning. Därmed skapas skillnader mellan olika länders bostadsinstitut som kan medföra konkurrenshinder.

Enligt min åsikt är det bättre om myndigheterna nöjer sig med de regler som är nödvändiga för att upprätthålla finansiell stabilitet och avstår från onödiga detaljregleringar. Därmed får olika institutionella varianter prövas mot varandra och det uppstår en konkurrenssituation mellan olika länders system, där det system som i längden bäst kan åstadkomma en billig bostadsfinansiering sannolikt kommer att dominera marknaden med tiden. Jag ser ingen anledning till att svenska bostadsinstitut inte kommer att stå sig väl i denna konkurrens mellan institutionsformer.

En konkurrerande institutionell form för bostadsfinansiering som har diskuterats mycket på senare år är värdepapperisering. Värdepapperisering innebär att banker eller andra företag lyfter av tillgångar, i första hand lån, från sin balansräkning och finansierar dessa genom att ge ut obligationer. Fastighetslån har visat sig lämpliga att värdepapperisera och denna finansieringsform kan få ökad betydelse på en europeisk bolånemarknad som präglas av hård konkurrens. Tidigare har det framför allt varit i USA som värdepapperisering förekommit i någon större omfattning. Under 1997 gjordes värdepapperiseringar utanför USA av tillgångar som ungefär motsvarade värdet av Sveriges BNP. Det finns anledning för svenska myndigheter att fundera på vad värdepapperisering innebär för riskerna i det finansiella systemet och om det föranleder något särskilt lagstiftningsbehov.

Europeisk bostadsfinansierings effektivitet

I detta sammanhang finns det anledning att på något sätt försöka jämföra olika länders bostadsfinansiering. Jämförelser försvåras dock av att de nationella särarterna är många vad gäller europeiska system för bostadsfinansiering. Jag har här gjort ett försök att ge någon slags indikation på effektiviteten i de olika systemen genom att jämföra hur räntorna på bostadslån i olika länder förhåller sig till statsräntorna i det egna landet. Avsikten är att visa vad bostadslån kostar i förhållande till det allmänna ränteläget i landet. Genom att visa spreaden mellan räntor på bostadslån och statslåneräntor med samma löptid kan man åtminstone få bort de skillnader som beror på valutor och de skillnader som beror på att man i olika länder traditionellt använder sig av olika lång räntebindningstid för bostadslån. Ändå blir jämförelsen med nödvändighet osäker, bland annat med hänsyn till att villkoren kan skilja sig åt för de lån som räntenoteringarna grundar sig på.

[Diagram 5]

Av bilden framgår att nederländska och tyska bostadsräntor ligger på ungefär samma nivå som de svenska. Norska och belgiska bostadsräntor är dyrare. I denna jämförelse ser således svensk bostadsfinansiering konkurrenskraftig ut.

En mer likvid och effektiv värdepappersmarknad

Jag tänkte nu gå in lite mer på vilka effekter EMU kan komma att få på den europeiska värdepappersmarknaden. Eftersom svenska bostadsinstitut kommer att kunna emittera sina obligationer på denna marknad kommer denna utveckling att vara betydelsefull för svensk bostadsfinansiering.

Liksom alla tillgångar har obligationer ett inslag av likviditetsaspekter vid prissättningen. Graden av likviditet i en obligation brukar mätas i hur lätt det är att omvandla den till kontanta medel. Placerare som investerar i obligationer brukar därför kräva en likviditetspremie som motsvaras av kostnaden som krävs för att omvandla en obligation till kontanter. Av detta följer naturligtvis att lånekostnaderna blir relativt höga för låntagare som finansierar sig genom obligationer som emitteras på marknader där likviditeten är låg. Introduktionen av den gemensamma valutan kommer att skapa en större och mera likvid obligationsmarknad för potentiella investerare. Omvandlingen av obligationer denominerade i ett antal olika lokala valutor till euro-denominerade obligationer, kommer att skapa en gemensam obligationsmarknad av imponerande storlek. Denna marknad kommer troligtvis att karaktäriseras av god likviditet och effektiv prissättning vilket i kombination med hårdare konkurrens på kreditmarknaden, bland annat kan leda till lägre lånekostnader.

Valutaunionen kommer generellt sett - genom att en inflationsbekämpande penningpolitik är det gemensamma fundamentet - att leda till att räntenivåerna i högränteländerna och lågränteländerna konvergerar. För detta talar även att valutariskpremien på obligationer emitterade i olika länder helt försvinner, eftersom det i EMU endast finns en valuta. Det som kommer att finnas kvar, även efter övergångsprocessen är helt genomförd, är framför allt kreditrisker och legala risker förknippade med olika typer av värdepapper.

I och med att valutarisken försvinner och placeringsbesluten mera kommer att handla om kreditrisker, talar mycket för att det kan komma att bildas väl utvecklade europeiska marknader över landgränserna för olika typer av obligationer som exempelvis företags-, bostads- och kommunobligationer. Till detta bidrar sannolikt ett intresse från placerarnas sida att sprida sina risker genom att diversifiera sina portföljer till flera länder för att begränsa förlustriskerna i händelse av asymmetriska chocker i något land. Den hårdare budgetdisciplinen i europeiska stater kommer sannolikt att leda till att den utestående stocken av de olika ländernas statspapper kommer att minska. Detta innebär att det finns ett ökat behov av säkra, likvida obligationer för investerare. Svenska bostadsobligationer har förutsättningar att utgöra ett sådant alternativ.

För att fullt ut bli en del av den gemensamma europeiska värdepappersmarknaden krävs sannolikt att bostadsinstituten emitterar obligationer i euro. Så länge utlåningen till övervägande del sker i svenska kronor uppstår en valutarisk i bostadsinstituten om upplåningen skall ske i euro. Denna risk kommer att finnas

om inte de svenska låntagarna börjar ta lån i euro istället för i kronor. Att detta skulle ske i större omfattning förefaller dock inte troligt.

Även svenska bostadsobligationer som är denominerade i kronor kommer säkert att påverkas positivt om en gemensam europeisk värdepappersmarknad utvecklas. Europiska investerare kommer som jag nämnde tidigare att bli mer inriktade på att handla obligationer som inte är emitterade av stater. Valutarisken behöver då inte vara ett oöverstigligt hinder.

Även om det är få som förnekar att värdepappersmarknaderna inom EMU kommer att bli stora och effektiva, kan dock harmoniseringen komma att fördröjas som ett resultat av olika skatteregler, redovisningspraxis och investeringsregler i olika länder. Det är dock sannolikt att konkurrenstrycket kommer att resultera i att dessa skillnader raderas ut relativt snabbt i den mån de hämmar enskilda marknadens konkurrenskraft.

Harmonisering av marknadsstrukturer inom EMU

För att denna positiva utvecklingen som kan förknippas med större och effektivare kapitalmarknad skall var möjlig, krävs dock en välutvecklad finansiell infrastruktur där affärer kan avvecklas säkert och effektivt. Infrastrukturen gör det möjligt för köpare och säljare att mötas på ett enkelt sätt. Infrastrukturen omfattar ett antal sammanlänkade delar som på olika sätt är beroende av varandra. Ur svenskt perspektiv är det naturligtvis viktigt att den svenska marknaden framstår som attraktiv i jämförelse med konkurrenterna, speciellt som den svenska marknaden framstår som relativt liten i ett europeiskt perspektiv. Marknaden skall ha en hög likviditet och en väl fungerande infrastruktur.

Den svenska marknaden måste framstå som lättillgänglig och effektiv. Om det är tekniskt besvärligt och dyrt att utnyttja den svenska marknaden är det tämligen enkelt för såväl utländska som svenska aktörer att hitta en alternativ marknad eller för utländska placerare att hitta substitut för svenska placeringar i sina portföljer.

Om man ser till de fyra centrala infrastruktursystemen på den svenska marknaden, Fondbörsen, OM, VPC och RIX, ligger de var för sig i ett internationellt perspektiv relativt väl framme. Vad som är viktigt enligt min mening är att förbättra *integrationen* mellan systemen. En teknisk integration av hela transaktionskedjan - avslut, clearing, avveckling och kontoföring - skulle förenkla tillgången till den svenska marknaden och därmed stärka dess konkurrenskraft samt också bidra till en välkommen riskreducering i det finansiella systemet. Hög säkerhet är en konkurrensfaktor i sig. En lyckosam integration handlar givetvis inte bara om att "koppla ihop" några tekniska system. Det handlar också om regelsystem, tillträdesfrågor och tillsynsaspekter där det grundläggande syftet är att säkerställa en god och transparent riskhantering.

Vad gäller möjligheterna till sammankoppling av datasystem och regelverk mellan olika länder skulle jag också vilja nämna de unika juridiska förutsättningar som existerar att länka ihop de nordiska ländernas finansiella infrastrukturer. Ett hinder som man ofta stöter på vid internationella sammanlänkningar av den här typen är nämligen att regelverken som omger finansiell handel i olika länder är baserade på olika civilrättsliga grunder. Det faktum att de nordiska ländernas

regelverk vilar på likvärdiga civilrättsliga grunder öppnar stora möjligheter att knyta samman värdepappersmarknaderna och därmed skapa en marknad som kan vara konkurrenskraftig i fråga om storlek och djup även i ett framtida EMU. En integration av de nordiska finansiella infrastrukturerna skulle på det här sättet kunna fungera som en förebild för andra regioner inom EU. Självklart skulle vi på Riksbanken gärna vilja medverka till att en sådan integration genomfördes.

Inte minst som ett litet land är det viktigt att vi aktivt arbetar för öppenhet och frihandel. Det är en god svensk handelspolitisk tradition som vi bör tillämpa också här.

Jag ska nämna två, delvis sammanhängande områden, där vi från Riksbankens sida varit aktiva. Det ena gäller centralbankernas kreditgivning mot säkerhet i utländska värdepapper och det andra berör det kommande EU-betalningssystemet Target.

Frågan om "utländska säkerheter" har diskuterats både i ett nordiskt sammanhang och i EU-kretsen; i det senare fallet är det ju i ett EMU-perspektiv uppenbart nödvändigt att kunna använda papper som finns i en del av unionen, säg Tyskland, för att få kredit i exempelvis den franska centralbanken. Frånsett de rent tekniska problemen med en sådan hantering, som naturligtvis finns i betydande mått, är det enligt min uppfattning svårt att se några grundläggande principiella problem med sådana arrangemang - med eller utan valutaunion.

Likväl har detta ansetts väldigt problematiskt på vissa håll. När det gäller arrangemangen inom EMU ska exempelvis gälla att papperen som ett absolut minimikrav måste vara emitterade inom EES-området. Den fråga man då kan ställa är vad som är intressant när man tar säkerhet för ett lån. Rimligen måste väl detta vara emittentens kreditvärdighet, snarare än i vilket land vederbörande råkar ha sina bopålar eller var han valt att genomföra en emission. Men ett sådant synsätt möter, har vi märkt, ofta på ett intensivt motstånd.

När det gäller Target-systemet har ECB beslutat att bankerna i de EU-länder som står utanför EMU visserligen skall få delta i systemet, men att tillgången till s.k. intradagskredit i systemet kommer att begränsas. Eftersom intradagskredit från centralbankerna är "smörjmedlet" för betalningsflödena i den här typen av system, kommer detta i så fall att försvåra och fördyra de svenska bankernas utnyttjande av systemet. Det officiella argumentet för detta är att intradagskredit till "outs" i vissa lägen skulle kunna försvåra penningpolitiken inom EMU.

För vår del tycker vi oss ha kunnat visa att detta argument inte är hållbart - sådana penningpolitiska effekter är för det första osannolika, för det andra är de fullt möjliga att hantera om de trots allt skulle uppstå. Men likafullt har man hållit fast vid detta, något som innebär en de-facto protektionism som det finns anledning att beklaga.

Om vår analys av de penningpolitiska aspekterna när det gäller intradagskrediter håller, finns egentligen ur denna aspekt inga principiella skäl att begränsa utländskt deltagande i ett nationellt betalningssystem. Som jag nämnde tidigare ser jag heller inga principiella problem med att använda värdepapper från olika länder och i olika valutor som säkerhet för sådana krediter. Som ett exempel på

Riksbankens öppenhet i frågan kan nämnas att vi valt att acceptera t.ex. finska statspapper som säkerheter vid kreditgivning i RIX-systemet. Det är bara att beklaga att denna öppenhet än så länge inte föranlett några motsvarande åtgärder från våra finska kollegor.

Ökad konkurrens mellan långgivare

Det är också troligt att EMU inte bara kommer att påverka de finansiella marknaderna utan också förutsättningarna för att bedriva traditionell bankrörelse, till exempel utlåning för bostadsfinansiering. Den avreglerings- och internationaliseringsprocess vi varit uppe i det senaste decenniet är ett globalt fenomen snarare än ett europeiskt. Ändå är det uppenbart att integrationen inom EU i allmänhet och EMU i synnerhet accentuerar de här tendenserna.

Tendenserna pekar mot en fortsatt snabb utveckling av de finansiella marknaderna, med nya instrument, branschglidning och koncentration av vissa specialistfunktioner. Konkurrenstrycket inom den traditionella bankverksamheten lär fortsätta att skärpas samtidigt som den långsiktiga efterfrågan på finansiella tjänster ökar och kunderna - vare sig vi talar om företag, kommuner eller hushåll - blir alltmer krävande. Antalet "full-service" banker har redan minskat samtidigt som deras storlek ökar. Tendensen att traditionell inlåning och utlåning i bank minskar, samtidigt som utbudet och efterfrågan på marknadsbaserade instrument ökar förväntas fortsätta.

Som ett resultat av dessa utvecklingstendenser har lönsamheten inom kreditgivning på den svenska marknaden under senare tid kommit att sjunka. Vad gäller bostadsfinansiering kan man konstatera att utlåning inom detta segment är speciellt utsatt för hård konkurrens och medföljande prispress. Detta beror troligtvis på att de stora bankernas specialistkunskaper om låntagarnas kreditituation här är en mindre betydande konkurrensfördel beroende på att utlåningen sker mot säkerhet, vars värde kan fastställas med hjälp av relativt objektiva kriterier. En traditionell banks etablerade kundkontakter, lokalkännedom och därmed ett kontorsnät i traditionell mening, får därmed mindre betydelse. Detta gör att inträdesbarriärerna för företag som vill in på marknaden är relativt låga, vilket också manifesterar sig i ett relativt stort antal aktörer på bolånemarknaden.

Troligtvis kommer EMU och teknikutvecklingen att samverka för att förstärka dessa tendenser ytterligare, genom att tekniken ökar tillgången till kunderna samt marknadens genomlysning och den gemensamma valutan underlättar prisjämförelser mellan aktörer från olika länder. Man kan därför förvänta sig att bolånemarknaden blir en av konsumentmarknaderna på det finansiella området som påverkas mest av EMU. Med dessa avslutande ord vill jag tacka för mig.