



# Finansiell stabilitet

2005:1



# ■ Innehåll

- SAMMANFATTANDE STABILITETSBEDÖMNING 7
  - Riksbankens roll i arbetet med finansiell stabilitet* 12
  
- FINANSIELLA MARKNADER 17
  - Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna 17
  - Risker för svenska banker och låntagare 19
  
- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 21
  - Den svenska företagssektorn 21
  - Företagssektorn i Norden, Tyskland samt de baltiska länderna 23
  - Den svenska hushållssektorn 24
  - De svenska hushållens betalningsförmåga mellan 1997 och 2003* 27
  - Hushållssektorerna i Tyskland, de övriga nordiska samt de baltiska länderna 30
  - Fastighetsmarknaden 30
  - Sammanfattning 33
  
- UTVECKLINGEN I BANKERNA 35
  - Lönsamhet – strategisk risk 35
  - En jämförelse av räntabilitet på eget kapital mellan nordiska storbanker* 40
  - Tillgångar – kreditrisk 42
  - Finansiering – likviditetsrisk och kapital 45
  - Sammanfattande bedömning 48
  - Nya redovisningsregler i bankerna* 49
  
- RISKKAPITALBOLAGEN I SVERIGE 55
  - Generell struktur för handel med onoterade bolag 56
  - Handeln med onoterade bolag i Sverige 63
  - De svenska bankernas roll i handeln med onoterade bolag 67
  - Sammanfattning 69

■ EKONOMISKA MOTIV FÖR	
REGLERING AV DEN FINANSIELLA SEKTORN	71
Generella motiv för reglering	72
Motiv för reglering av den finansiella sektorn	75
Behov av systemskydd i den finansiella sektorn	77
Behov av konsumentskydd i den finansiella sektorn	84
Avvägningar mellan regleringarnas nytta och kostnader	86
Några implikationer för den finansiella regleringen i Sverige	90
Avslutande kommentarer	91
■ ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER	93

## Förord

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

Analysen av den finansiella stabiliteten avser motståndskraften mot oväntade störningar i såväl de finansiella företagen som den finansiella infrastrukturen, det vill säga de system som behövs för att möjliggöra betalningar samt handel med och leverans av finansiella produkter. Analysen av företagen koncentreras främst på utvecklingen i de fyra största bankkoncernerna, eftersom dessa har avgörande betydelse för stabiliteten i betalningssystemet.

Utgångspunkten för bedömningen är de omvärldsfaktorer som kan påverka aktörerna i det svenska betalningsväsendet. Rapporten inleds därför med ett kapitel som diskuterar utvecklingen på de finansiella marknaderna och eventuella risker förknippade med denna.

I det följande kapitlet görs en genomgång av hur bankernas låntagare har påverkats och om dessa kan komma att agera på ett sådant sätt att bankernas sårbarhet ökar. I slutet av kapitlet behandlas priserna på fastigheter såväl på småhusmarknaden som på marknaden för kommersiella fastigheter. Dessa tillgångar utgör säkerheter för de lån som hushåll respektive fastighetsbolag tar och påverkar även deras betalningsförmåga.

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

Denna stabilitetsrapport avslutas med två artiklar. I den första kartlägger Riksbanken de svenska riskkapitalbolagen och deras kopplingar till de svenska storbankerna. I den andra artikeln diskuterar Riksbanken motiv för särreglering av finanssektorn.

Rapporten har behandlats i Riksbankens direktion den 21 april och 12 maj.

*Stockholm i maj 2005*

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF



# ■ Sammanfattande stabilitetsbedömning

*Riskerna för störningar i det svenska finansiella systemet framstår för närvarande som begränsade. Det finns inget i konjunkturbilden som tyder på att stora kreditförluster skulle uppstå i bankerna under det kommande året. Hushållens skuldsättning kan dock skapa problem i enskilda hushåll, eftersom en del av dem har små marginaler för stigande räntor eller försämrade betalningsförmåga. Hushållskrediterna är emellertid inte ett problem för bankerna som har god motståndskraft mot oväntade förluster.*

## GOD TILLVÄXT, MEN LÄGRE RÄNTOR ÄN NORMALT

Världsekonomin har fortsatt att visa god tillväxt sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades, även om skillnader förekommit mellan olika regioner. I inflationsrapporten som publicerades i mars bedömde Riksbanken att den globala konjunkturuppgången skulle fortsätta de kommande två åren, om än i lugnare takt. Vid det penningpolitiska mötet den 28 april konstaterade Riksbanken att denna bild i stora drag består, men att den statistik som inkommit tyder på att utvecklingen sannolikt blir något svagare än tidigare beräknat.

Uppgången på de internationella aktiemarknaderna under 2004 fortsatte på de flesta börser efter årsskiftet, även om kurserna sedan en tid fallit tillbaka något. Parallellt med börsuppgången minskade marknadsaktörernas osäkerhet, mätt som implicit volatilitet, fram till och med februari i år. Trots att volatiliteten ökat något den senaste tiden ligger den betydligt under den genomsnittliga nivå som rått sedan mitten av 1990-talet. Att volatiliteten ökat något under den senaste tiden kan tolkas som att osäkerheten om den framtida vinstutvecklingen i företagen ökat. Detta får emellertid inte något klart stöd i de delårsrapporter som publicerats.

De långa räntorna har, med kortare avbrott, fortsatt att falla sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades. De ligger därmed på en klart lägre nivå än vad som tidigare varit fallet i motsvarande fas av konjunkturen. Samtidigt har också räntedifferenser mellan statsobligationer och mer riskfyllda typer av långa obligationer minskat. Det gäller såväl företagsobligationer som obligationer utgivna av tillväxtekonomier. Den senaste tiden har emellertid dessa räntedifferenser ökat något igen, även om de fortfarande är små i förhållande till det genomsnitt som rått de senaste tio åren.

## GOD BETALNINGSFÖRMÅGA I FÖRETAGSSEKTORN

För första gången sedan 2001 ökar de svenska företagen sin upplåning igen. Under 2004 växte upplåningen från kreditinstituten, främst bankerna, medan den minskade från värdepappersmarknaden. Riksbanken bedömde i den senaste inflationsrapporten att företagets investeringar kommer att öka de kommande åren, vilket rimligen medför ett fortsatt växande upplåningsbehov i företagssektorn. Prognoser om ökad upplåning från företagets sida får också stöd i en enkät som gjorts bland kontorschefer i de svenska bankerna.

Under 2004 stärktes företagens finansiella ställning. Andelen företag med positiv avkastning på eget kapital ökade samtidigt som soliditeten förbättrades i de flesta branscher. Den förbättrade finansiella ställningen beror i merparten av företagen på ökad omsättning och inte som tidigare huvudsakligen på kostnadsnedskärningar. Antalet konkurser minskar i allt snabbare takt, vilket förstärker bilden av att företagssektorn har god betalningsförmåga. Minskningen sker bland samtliga företag, med undantag för mindre företag inom hotell- och restaurang samt transportbranschen. Framåtblickande mått visar att konkurserna förväntas fortsätta att minska under det närmaste året.

Fastighetsbolagen är bankernas enskilt största branschexponering. Denna bransch är för närvarande en av de starkare med hög lönsamhet och måttlig skuldsättning.

Företagen i de övriga nordiska och de baltiska länderna samt i Tyskland är också av intresse för de svenska bankerna, eftersom en betydande andel av de svenska bankernas totala företagsutlåning går till dessa länder. Situationen ser olika ut i dessa tre områden. Utvecklingen i de övriga nordiska länderna påminner mycket om den svenska med ökad upplåning till följd av ökade investeringar. Betalningsförmågan är god till följd av förbättrad finansiell ställning och lägre antal konkurser. De tyska företagen uppvisar en svagare utveckling. Konkurserna ökar fortfarande och kreditefterfrågan är låg. Företagen i de baltiska länderna möter stark efterfrågan och har under en rad av år ökat sin upplåning för att finansiera sina investeringar. Deras finansiella ställning är samtidigt god; skuldsättningsgraden har i stort sett varit konstant eller endast ökat marginellt under den period som företagen ökat sin upplåning. Konkurserna ökar dock i vissa branscher. Sammantaget förefaller även företagen i dessa länder ha god förmåga att betala sina lån.

#### SNABB SKULDÖKNING I HUSHÅLLSSEKTORN

De svenska hushållen fortsätter att öka sin upplåning i hög takt. Den totala upplåningen växte med nära 12 procent mätt i årstakt fram till och med mars, vilket är den snabbaste ökningen sedan slutet av 1980-talet. Att hushållens skuldsättning ökat kraftigt under en rad av år har bland annat berott på fallande räntor och stigande reala disponibla inkomster. Riksbanken bedömer att hushållens kreditefterfrågan blir fortsatt stark i år. Om räntorna stiger i linje med marknadsaktörernas förväntningar antas dock takten i hushållsupplåningen dämpas något under de kommande åren.

Även om skulderna ökat snabbare än de disponibla inkomsterna och nu utgör nästan 125 procent av dessa, så har hushållens skuldsättning i förhållande till deras finansiella tillgångar varit konstant sedan slutet av 2002.

Hushållens betalningsförmåga mätt som ränteutgifter i förhållande till inkomster har också varit stabil. Under det senaste året har denna kvot förblivit under historiskt låga 4 procent. Om räntorna



stiger i den takt som marknadsaktörerna förväntar sig kommer räntekvoten att stiga. Hushållen fortsätter samtidigt att bli allt känsligare för ränteförändringar, eftersom de i ökad utsträckning tar nya lån till rörlig ränta. Den genomsnittliga räntebindningstiden har under de senaste fem åren fallit från 19 till 12 månader.

I de senaste två stabilitetsrapporterna har Riksbanken presenterat skuldsättning och betalningsförmåga i olika inkomstklasser för hushållen under perioden 2000 till 2002. Siffrorna har visat att merparten av skulderna finns i de hushåll där också merparten av tillgångarna finns. I denna rapport läggs nu tillgänglig statistik för 2003 till serien samtidigt som den förlängs bakåt till 1997. Som tidigare visar statistiken för 2003 att huvuddelen av skulderna finns i hushåll med god betalningsförmåga. Undersökningen på inkomstklassnivå ger därmed ingen anledning till ökad oro för stabiliteten i banksystemet.

Det faktum att hushållssektorns skulder fortsatt att växa i snabb takt sedan 2003 ger emellertid anledning att misstänka att andelen hushåll med mycket stora räntebetalningar kan komma att öka om räntorna åter stiger. Även om analysen tyder på fortsatt god ekonomi i den svenska hushållssektorn överlag, med tillfredsställande marginaler för att kunna möta stigande utlåningsräntor eller tillfälliga inkomstbortfall, riskerar utvecklingen att skapa ekonomiska problem för enskilda hushåll. Stora räntebetalningar behöver inte i sig innebära att hushållen är finansiellt sårbara, men kan påverka deras framtida konsumtionsutrymme.

#### BANKERNAS MOTSTÅNDSKRAFT ALLT STÖRRE

Bankernas lönsamhet fortsätter att öka. Räntenettet är fortfarande den största intäktskällan, men under de senaste fyra kvartalen till och med mars i år ökade lönsamheten främst till följd av att provisioner på värdepappershandel ökade samt att kreditförlusterna minskade.

Normalt används bankernas lönsamhet som ett direkt mått på vilken motståndskraft de har mot oförutsedda händelser. Men ökad lönsamhet kan också bero på ökat risktagande. En bank som ökat sin lönsamhet till följd av ökade vinstmarginaler eller ökade riskjusterade intäkter har ett helt annat utgångsläge om problem skulle uppstå, än en bank vars lönsamhet ökat till följd av att den har lite eget kapital eller hög andel riskvägda tillgångar i förhållande till de totala tillgångarna. Lönsamhetsökningen i de fyra svenska storbankerna sedan den förra stabilitetsrapporten beror snarast på växande vinstmarginaler, varför den ökade lönsamheten i det svenska banksystemet i dagsläget också innebär ökad finansiell styrka.

De fyra storbankernas totala utlåning växte med omkring 10 procent under de senaste fyra kvartalen. Även om företagsutlåningen ökar något, är det främst krediterna till hushållen – framförallt till bostäder – som ökar på den svenska marknaden. Utlåningstakten till hushållen var under de senaste fyra kvartalen den högsta sedan tidigt 1990-tal för de fyra bankerna sammantaget. Utvecklingen skiljer sig dock något åt mellan bankerna.

Totalt sett utgör nu bostadskrediter omkring 35 procent av den samlade kreditportföljen i storbankerna. Dessa krediter tillmäts – både av banker och av reglerare – lägre risk än lån till företag, bland annat på grund av att dessa ges mot bostäder som säkerhet. Av detta skäl bör den allt större andelen bostadslån leda till lägre risknivå i bankernas kreditportföljer. Alltmer förmånliga lånevillkor som lockbete i den hårdnande konkurrensen – till exempel högre belåningsgrader och lägre amorteringskrav – kan dock verka i motsatt riktning. Samtidigt bör det påpekas att bankernas kreditprövning numera huvudsakligen fokuseras på låntagarnas betalningsförmåga. Detta är en skillnad mot tiden före 1990-talets bankkris, då bankerna lade större vikt vid säkerheternas värde. Det finns emellertid anledning att noga följa utvecklingen av hushållens skuldsättning ur ett kreditriskperspektiv, men även ur ett mer långsiktigt realekonomiskt perspektiv.

Kreditförlusterna minskar i samtliga banker. Riksbankens huvudscenariot i den senaste inflationsrapporten, med stabil tillväxt under de kommande åren, ger idag inte skäl att tro att kreditförlusterna från företagssektorn kommer att öka påtagligt det närmaste året.

Valutaavveckling har utgjort en förhållandevis stor del av bankernas motparts- och avvecklingsexponeringar. Den svenska kronans medlemskap i valutaavvecklingssystemet CLS i september 2003 har inneburit en möjlighet för bankerna att reducera dessa. Deras egna uppgifter om i vilken grad de använder CLS tyder på att så också är fallet. Användandet av CLS indikerar att spridningsrisken minskat betydligt både inom och till det svenska banksystemet.

Bankernas finansieringsstruktur är också väsentlig i stabilitetsbedömningen. De svenska storbankerna har sedan tidigt 1980-tal haft ett inlåningsunderskott, det vill säga deras inlåning från allmänheten har inte räckt till för att finansiera deras utlåning. Vid årsskiftet var detta underskott 1 700 miljarder kronor. Storbankerna är därmed i olika grad beroende av värdepappersmarknaderna och interbankmarknaderna för att finansiera sig. Hur de väljer att agera – vilken marknad och i vilken valuta – beror på var de har sin verksamhet och var finansieringen är mest förmånlig. Omkring hälften av bankernas marknadsfinansiering är i utländsk valuta. Upplåningen matchas mot tillgångarnas valutafördelning via swappavtal och ger därmed ingen valutarisk. I takt med att marknadsupplåningen har ökat har bankernas finansieringsstruktur blivit allt mer diversifierad. Samtidigt är de nu mer känsliga för problem på de finansiella marknaderna i Sverige och omvärlden.

Bankernas förbättrade lönsamhet de senaste två åren har lett till att deras kapital ökat. Deras primärkapital uppgick vid slutet av mars till 7,1 procent. De svenska storbankernas primärkapitalgrader är något lägre än för flertalet europeiska storbanker.

## RISKER FÖR BANKERNA OCH DERAS LÅNTAGARE

Riskerna på de finansiella marknaderna är främst knutna till snabba anpassningar i långa räntor, räntedifferenser och växelkurser.

Att de långa räntorna förblivit låga kan bero på förväntningar om låg och stabil inflation. Men andra, mer tillfälliga, faktorer kan också påverka ränteutvecklingen. Onormalt hög efterfrågan på amerikanska statsobligationer från pensionsförvaltare och asiatiska centralbanker är en sådan faktor som sannolikt drivit ned de långa räntorna. Den låga avkastningen på statsobligationer kan också ha bidragit till att investerare i högre grad efterfrågat mer riskfyllda placeringar – till exempel i form av högriskobligationer. Räntedifferenserna har därmed pressats ned, vilket kan vara ett tecken på att investerare valt att öka risken i sina portföljer utan att kräva den ersättning de normalt skulle göra.

Om förväntningarna bland placerarna drastiskt skulle ändras i detta läge finns risken att det skulle leda till snabba anpassningar av räntor och räntedifferenser. I ett sådant läge riskerar också korrelationen mellan olika tillgångsslag öka. Att många investerare gått in i nya tillgångsslag kan i ett sådant läge leda till minskat intresse för dessa tillgångar och till att likviditeten helt eller delvis försvinner från vissa marknader.

Den nuvarande kopplingen mellan asiatiska valutor och den amerikanska dollarn förutsätter bland annat att asiatiska centralbanker är villiga att fortsätta att köpa amerikanska statspapper. Genom detta agerande förhindras att de asiatiska valutorna stärks mot US-dollar samtidigt som det underlättat finansieringen av det växande amerikanska bytesbalansunderskottet. Minskad efterfrågan från Asien på dollartillgångar kan bidra till en svagare US-dollar och högre räntor. Detta skulle kunna underlätta en bytesbalanskorrigering men samtidigt finns det risker, dels i form av en svagare inhemsk amerikansk efterfrågan, dels i form av realekonomiska effekter globalt. Exempelvis skulle det medföra en förstärkning av euron mot US-dollar med risk för en svagare ekonomisk tillväxt i euroområdet.

Förutom dessa risker i vår omvärld, som endast indirekt skulle påverka det svenska finansiella systemet, finns även den inhemska risken förknippad med att hushållens skuldsättning fortsätter att öka i snabb takt. Om de långa räntorna blir lägre än nuvarande bedömning och bidrar till att hushållens skulder ökar mer än väntat kan det leda till att vissa hushåll får en skuldbörda som växer mer än vad som är hållbart på längre sikt.

Inga av dessa scenarier skulle emellertid väsentligt påverka det svenska finansiella systemet. Riskerna ligger snarare i snabba pris-anpassningar och vad de kan medföra i form av förmögenhetsomfördelningar, tillfälliga likviditetsstörningar i marknaden och eventuella realekonomiska effekter. För bankernas del skulle det bli dyrare att finansiera sig på marknaderna samtidigt som minskad tillväxt skulle kunna minska deras lönsamhet och öka deras kreditrisker. Det krävs emellertid betydande försämringar innan de svenska storbankerna noterar förluster. Motståndskraften mot oväntade störningar är i dagsläget god.

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

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

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

Bankernas centrala roll i betalningssystemet gör att de står i centrum för samhällets intresse att övervaka den finansiella stabiliteten. Riksbanken och Finansinspektionen har båda viktiga roller i denna övervakning och myndigheternas uppgifter har ofrånkomligen många beröringspunkter.<sup>1</sup> En kris i banksystemet skulle kunna drabba betalningsväsendet på ett allvarigt sätt.

Övervakningen av bankerna är extra komplicerad till följd av att bankverksamhet i sig är mer riskfylld än verksamhet i de flesta andra företag. Bankernas skulder – inlåning eller lån från andra banker – är till största delen kortfristiga, medan deras tillgångar ofta är långfristiga.

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

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

Det är emellertid inte enbart förtroende för de enskilda bankerna som är väsentligt för att det finansiella systemet ska fungera väl. Aktörerna i systemet måste ha förtroende för alla dess delar. Detta innebär att övervakningsrollen i praktiken täcker mer än bara det självklara att

<sup>1</sup> De båda myndigheterna har i en gemensam överenskommelse tydliggjort arbetsfördelningen och samarbetet med stabilitetsarbetet. Se "Överenskommelse mellan Finansinspektionen och Sveriges riksbank om arbetsfördelning och samarbete rörande finansiell stabilitet och effektivitet", [www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_AFS/overenskommelse.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_AFS/overenskommelse.pdf).

övervaka bankerna i betalningssystemet. Riksbanken måste även analysera utvecklingen på de finansiella marknaderna och de utvecklingstendenser på dessa som kan tänkas leda till hot mot stabiliteten. Detta är i växande utsträckning också en internationell fråga.

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

Det förebyggande stabilitetsarbetet består också av utformning av regelverk. Lagar och föreskrifter sätter de ramar inom vilka de finansiella företagen ska verka. Riksbanken bidrar i detta arbete med att svara på remisser och delta i det internationella arbetet med att utveckla regelverket vidare. Regelverket utvecklas till stor del inom Baselkommittén och EU.

I rapporten Finansiell stabilitet publicerar Riksbanken två gånger per år sin syn på riskerna i det finansiella systemet och banker-

nas motståndskraft mot eventuella störningar. Eftersom de fyra stora bankkoncernerna svarar för omkring 80 procent av den svenska bankmarknaden koncentreras analysen av bankernas motståndskraft på dessa.

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

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

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



## ■ DEL 1. STABILITETSBEDÖMNING





## Finansiella marknader

Sedan en tid tillbaka har såväl makroekonomiska bedömare som investerare gjort vissa nedrevideringar av förväntningarna om den ekonomiska tillväxten framöver. På de finansiella marknaderna har detta lett till att många börser utvecklats sämre samt att räntedifferenser och volatilitet har ökat något. Prissättningen av risk på kreditmarknaden är dock fortfarande historiskt låg. De risker som finns för utvecklingen framöver är i huvudsak förknippade med händelser som kan leda till snabba anpassningar av långa räntor, växelkurser och räntedifferenser.

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

### Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna

Sedan förra stabilitetsrapporten har konjunktoren utvecklats starkt i många regioner med undantag för euroområdet och Japan. I den inflationsrapport som publicerades i mars bedömde Riksbanken att den globala tillväxten skulle fortsätta, om än i något svagare takt. I USA förväntades tillväxten uppgå till knappt 4 procent under 2005 för att därefter mattas något under 2006. BNP-tillväxten i euroområdet antogs bli knappt 2 procent under 2005 och något högre 2006.

I Sverige förväntades BNP öka med cirka 3 procent årligen de närmaste två åren enligt Riksbankens huvudscenari i inflationsrapporten, främst till följd av ökad inhemsk efterfrågan.

I de baltiska länderna, vilka under de senaste åren har tillhört de snabbast växande ekonomierna i Europa, har tillväxten förblivit hög. I dessa länder består tillväxten framförallt av inhemsk efterfrågan.

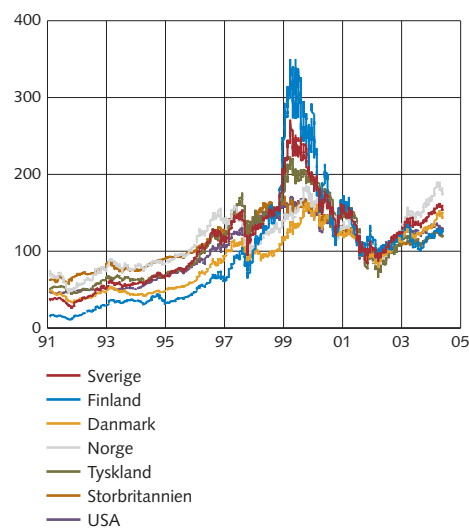
Vid det penningpolitiska mötet den 28 april konstaterade Riksbanken att bilden av den globala tillväxten i stora drag består, men att nyinkommen statistik visar på en något svagare utveckling än väntat i världsekonomin.

### AKTIEMARKNADEN

God tillväxt liksom den positiva utvecklingen i företagssektorn med stärkta balansräkningar och höga vinster framförallt under 2004 har lett till att aktiemarknaderna världen över har stärkts sedan den förra stabilitetsrapporten (se diagram 1:1). Detta har också fått till följd att marknadens osäkerhet om den framtida utvecklingen i företagssektorn – mätt som implicit volatilitet – är historiskt låg.

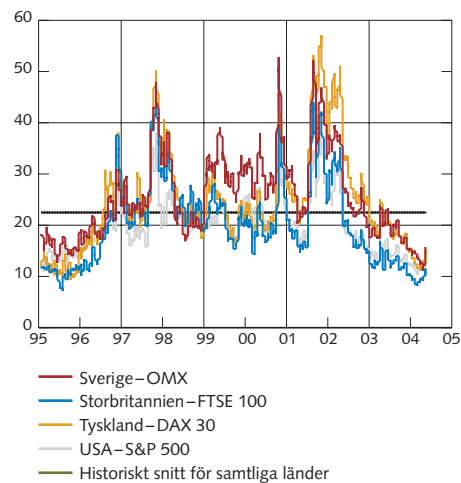
Sedan en tid har emellertid kurserna fallit tillbaka något på de internationella börserna och volatiliteten åter ökat, vilket troligen

Diagram 1:1. Utvecklingen på aktiemarknaden.  
Index: september 2002 = 100



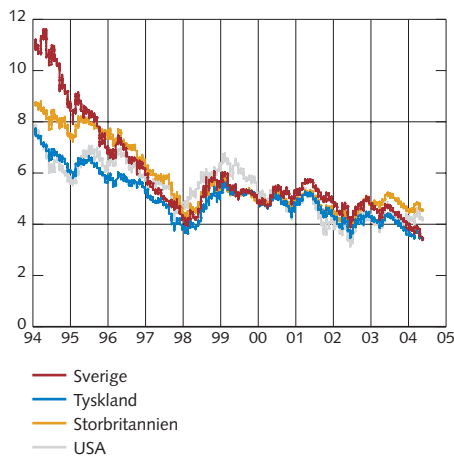
Källa: EcoWin.

Diagram 1:2. Implicit volatilitet för aktiemarknaderna.  
Index



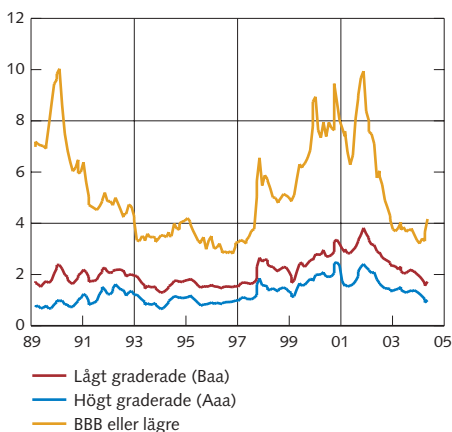
Källa: Bloomberg.

**Diagram 1:3. Tioårig statsobligationsränta. Procent**



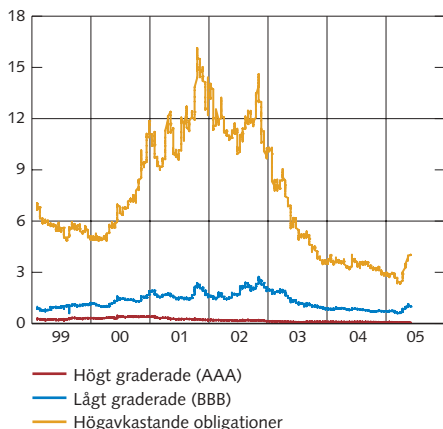
Källa: EcoWin.

**Diagram 1:4. Räntedifferenser gentemot statsobligationer för högt respektive lågt graderade företag i USA. Procentenheter**



Källor: Federal Reserve Board och Merrill Lynch.

**Diagram 1:5. Räntedifferenser gentemot statsobligationer för högt respektive lågt graderade företag i Europa. Procentenheter**



Källor: J.P Morgan och Merrill Lynch.

reflekterar tilltagande osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen framöver. Delårsrapporter för första kvartalet i år har dock överraskat positivt snarare än negativt och volatiliteten ligger fortfarande betydligt under den genomsnittliga nivån för en längre period (se diagram 1:2).

Vinstutvecklingen förväntas vara fortsatt förhållandevis god och värderingen i termer av P/E-tal ligger på nivåer nära genomsnittet för en längre period.<sup>2</sup>

#### RÄNTEMARKNADEN

Trots upprepade höjningar av styrräntan, liksom god tillväxt, har de långa räntorna i USA fallit sedan förra rapporten. De långa räntorna har även fallit i många andra länder, däribland Sverige, och anses generellt vara låga givet konjunkurläget (se diagram 1:3).

På kreditmarknaden har räntedifferenserna i USA mellan företagsobligationer och statsobligationer ökat något den senaste tiden, delvis till följd av att ett par stora företags obligationsutgåvor nedgraderats till så kallade högriskobligationer. Differenserna är emellertid fortfarande förhållandevis små i ett historiskt perspektiv (se diagram 1:4). En liknande utveckling kan noteras för obligationer utgivna i euro (se diagram 1:5). I Europa, liksom i USA, har nedgraderingarna av företag fram till och med första kvartalet i år fortfarande varit fler än uppgraderingarna, men uppgraderingarna har under en tid ökat i andel (se diagram 1:6).

Små räntedifferenser innebär att kompensationen för risk är låg. Mot bakgrund av nedreviderade förväntningar om tillväxten är det således rimligt att räntedifferenserna har ökat något.

Även räntedifferenser för obligationer utgivna av tillväxtekonominer gentemot amerikanska statsobligationer är små i förhållande till ett genomsnitt sedan mitten av 1990-talet. En förklaring till mindre räntedifferenser är att flera av tillväxtekonomierna fått högre betyg av kreditbedömningsföretagen. Dessa differenser har dock också ökat den senaste tiden (se diagram 1:7).

Sammantaget har prissättningen på de finansiella marknaderna sedan en tid reflekterat nedreviderade förväntningar om den ekonomiska tillväxten hos såväl investerare som makroekonomiska bedömare. Detta har lett till anpassningar i form av något sämre aktiemarknadsutveckling, något ökad volatilitet och något stigande räntedifferenser. En möjlig tolkning av utvecklingen är att den representerar en naturlig anpassning från historiskt låga till mer normala nivåer. Räntedifferenser och volatilitet är dock fortfarande på låga nivåer.

<sup>2</sup> Avser P/E-tal baserade på prognostiserad intjänning för OMX30 (Sverige), S&P 500 (USA) och DJ EURO STOXX (EU).

## Risker för svenska banker och låntagare

Riskerna på de finansiella marknaderna är främst knutna till snabba anpassningar i långa räntor, räntedifferenser och växelkurser.

Det faktum att framförallt de amerikanska långa räntorna är ovanligt låga i detta skede av konjunkturen kan bero på andra faktorer än förväntningar om låg och stabil inflation. Efterfrågan på långa obligationer har under en tid varit onormalt hög. Ett antal asiatiska centralbanker köper amerikanska statspapper av valutapolitiska, snarare än kommersiella, skäl. Förändrade regelsystem för pensionsförvaltare, som syftar till att förbättra bolagens matchning mellan åtaganden och tillgångar, kan också ha tvingat dem att köpa långa amerikanska statspapper utöver vad de normalt skulle ha valt att göra. Detta kan ha medverkat till att hålla de långa räntorna under en marknadsbestämd jämviktsränta.

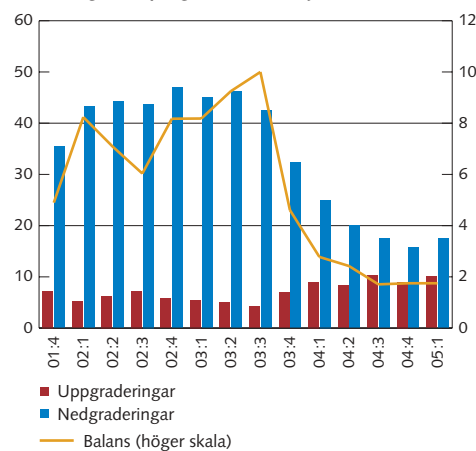
Låga obligationsräntor och låg volatilitet har drivit ned investerarnas risk, mätt som value-at-risk. Detta har gjort det möjligt för dem att öka sina exponeringar i mer riskfyllda placeringar och andra tillgångsslag, utan att den totala uppmätta risken ökat. Finansiella institutioner har också ökat sina investeringar i högriskobligationer, i olika råvaror och mer komplexa kredit tillgångar. Flera stora internationella banker har dessutom ökat sina value-at-risk-värden, vilket indikerar att riskexponeringen vuxit icke oväsentligt.

Att räntedifferenserna samtidigt pressats ned behöver således inte uteslutande bero på att riskerna verkligen minskat till följd av ökade vinster i företagen och högre kreditbetyg i tillväxtländerna. De kan också vara ett uttryck för att placerarna valt att öka risken i sina portföljer, utan att kräva den ersättning de normalt skulle göra.

Om förväntningarna bland placerarna drastiskt skulle ändras i detta läge finns risken att det skulle leda till instabilitet på de finansiella marknaderna. Räntenivåer och differenser skulle då öka. Prisrörelserna skulle kunna bli stora och likviditeten minska på de finansiella marknaderna. Detta skulle också kunna öka korrelationen mellan olika tillgångar och marknader. Prisutvecklingen kan då, på samma sätt som under LTCM-krisen 1998, bli densamma på ett antal marknader. De finansiella institutionernas value-at-risk-värden skulle snabbt kunna öka. Om investerarna försöker vika om sina portföljer kan det spå på utvecklingen ytterligare. Att många investerare gått in i nya tillgångsslag kan i ett sådant läge leda till minskat intresse för dessa tillgångar och att likviditeten helt eller delvis försvinner från vissa marknader.

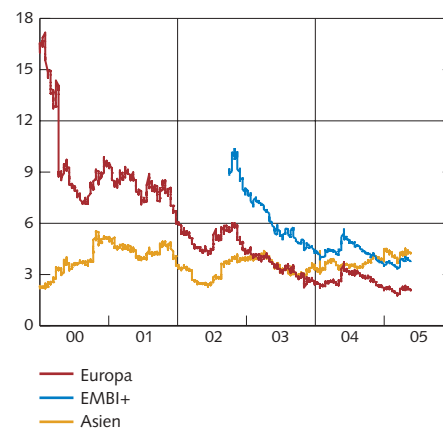
Den nuvarande kopplingen mellan asiatiska valutor och den amerikanska dollarn bygger bland annat på att asiatiska centralbanker är villiga att fortsätta att köpa amerikanska statspapper. Genom detta agerande förhindras att de asiatiska valutorna stärks mot den amerikanska dollarn samtidigt som det underlättat finansieringen av det växande amerikanska bytesbalansunderskottet. Minskad efterfrågan från Asien på dollartillgångar kan bidra till en svagare dollar och högre räntor. Detta skulle kunna underlätta en bytesbalanskorrigering, men

Diagram 1:6. Upp- respektive nedgraderingar av företag i Europa, genomsnitt av fyra kvartal.



Källa: Standard and Poors.

Diagram 1:7. Räntedifferens gentemot amerikanska statsobligationer för obligationer emitterade av tillväxtekonominer. Procentenheter



Källa: Bloomberg.

samtidigt finns det risker, dels i form av en svagare inhemsk amerikansk efterfrågan, dels i form av realekonomiska effekter globalt. Exempelvis skulle det medföra en förstärkning av euron mot US-dollar med risk för en svagare ekonomisk tillväxt i euroområdet.

Förutom dessa risker i vår omvärld, som endast indirekt skulle påverka det svenska finansiella systemet, finns även den inhemska risken förknippad med att hushållens skuldsättning fortsätter att öka i snabb takt. Om de långa räntorna blir lägre än nuvarande bedömning och bidrar till att hushållens skulder ökar mer än väntat kan det leda till att vissa hushåll får en skuldbörda som ökar mer än vad som är hållbart på längre sikt. Särskilt de hushåll som har dålig betalningsförmåga får då problem i nästa skede om konjunkturen åter vänder upp eller om konjunkturen mattas av mer än väntat.

Inga av dessa scenarier skulle emellertid väsentligt påverka det svenska finansiella systemet. Riskerna ligger snarare i snabba pris Anpassningar och vad de kan medföra i form av förmögenhetsomfördelningar, tillfälliga likviditetsstörningar i marknaden och eventuella realekonomiska effekter. De svenska bankerna skulle påverkas via sin finansiering på värdepappersmarknaderna. Kreditriskerna skulle också kunna öka, då finansieringskostnader och lånekostnader skulle påverka företagen och den redan högt skuldsatta hushållssektorn.

## ■ De svenska bankernas låntagare

De svenska företagen ökar nu sin totala upplåning något igen, då deras investeringar ökar. Företagens förbättrade rörelseresultat gör att deras återbetalningsförmåga förbättrats. Hushållens upplåning ökar i fortsatt snabb takt. Trots att skulderna stiger i förhållande till inkomsterna utgör räntebetalningarna en konstant andel av desamma. Hushållen har emellertid blivit känsligare för ränteförändringar i takt med att bindningstiden i den totala lånestocken blivit allt kortare.

### Den svenska företagssektorn

Under 2004 ökade företagens totala upplåning något, knappt 1 procent. I förhållande till BNP fortsätter emellertid företagens upplåning att sjunka.

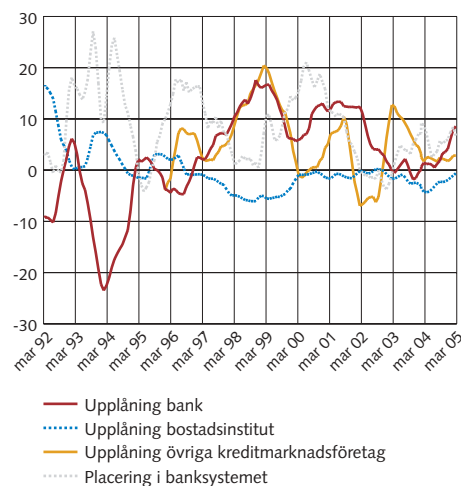
Upplåningen från kreditinstitut ökade, medan upplåningen från värdepappersmarknaden minskade. Taktén i upplåningen från bankerna ökade igen under det andra halvåret 2004, efter att ha minskat under en rad år. Under tolv månadersperioden till och med mars i år ökade bankupplåningen med nästan 8 procent, vilket kan jämföras med 1,5 procent under tolv månadersperioden dessförinnan. Upplåningen från övriga kreditinstitut ökar också, medan upplåningen från bostadsinstituten fortsätter att minska (se diagram 2:1).

Företagens upplåning från de fyra storbankernas finansbolag ökade med 12 procent under tolv månadersperioden till och med mars. Detta kan vara ett tecken på att de nya förmånsrättsreglerna i konkurslagstiftningen, som trädde i kraft i januari 2005, har fått genomslag och att bankerna i högre grad väljer att ersätta bankkrediter med factoring och leasing via sina finansbolag. Motsvarande för tolv månadersperioden dessförinnan var 5 procent.

Ett skäl till att företagsupplåningen ökar är sannolikt att företagens investeringar ökat under 2004, om än från låga nivåer. Företagens höga utnyttjande av befintlig kapacitet och deras positiva investeringsplaner bidrar till att Riksbanken i sin senaste inflationsrapport räknade med att investeringarna växer med 8 procent under 2005 och därefter i något svagare takt.<sup>3</sup> Enligt tidigare mönster bör företagens upplåning öka då investeringarna ökar trots att tillgången på likviditet i företagssektorn som helhet är god i utgångsläget.<sup>4</sup> Riksbanken bedömer därför att upplåningen via bank kommer att fortsätta växa de närmaste åren.

En enkät som har gjorts bland kontorscheferna i de svenska bankerna bekräftar denna bedömning.<sup>5</sup> I denna svarar nästan 80 procent av 150 tillfrågade chefer runt om i landet att utlåningen kommer att öka under 2005. Lånebehovet uppges vara störst bland små och medelstora företag, vilka är de kategorier av företag som är mest beroende av bankfinansiering. Den ökade kreditefterfrågan från företa-

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



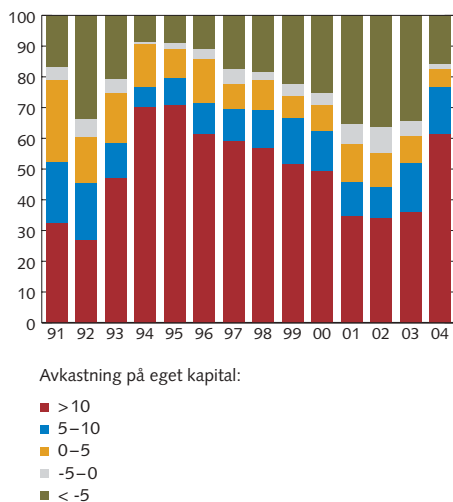
Källa: Riksbanken.

<sup>3</sup> Riksbankens Inflationsrapport 2005:1.

<sup>4</sup> Sambandet mellan företags investeringar och den takt i vilken de lånar har tidigare varit starkt oavsett hur likvida företagen varit. Om investeringarna sker utanför landets gränser finansieras de troligen också där och i ett sådant fall blir sambandet med inhemsk upplåning sannolikt inte lika starkt.

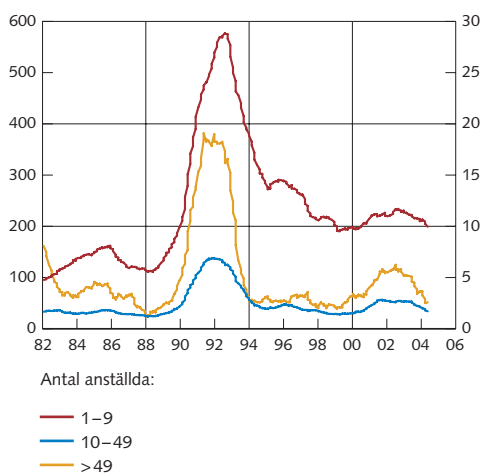
<sup>5</sup> Almis låneindikator mars 2005. Se [www.almi.se](http://www.almi.se).

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



Källa: Bloomberg och Riksbanken.

Diagram 2:3. Antal företagskonkurser fördelat efter företagsstorlek.



Källa: SCB.

gen uppges bero på ökade nyinvesteringar och att tidigare uppskjutna investeringar nu blir av snarare än att kreditvillkoren har lättat. En stor majoritet av de tillfrågade uppger att kreditvillkoren är oförändrade. Enkäten bekräftar även bilden att utlåningen via finansbolag har ökat till förmån för den egna utlåningen.

Under 2004 ökade andelen börsnoterade företag med positiv avkastning på eget kapital markant, efter att tidigare successivt minskat sedan mitten av 1990-talet. Skälet till detta är att företagen åter börjat generera vinster i högre utsträckning (se diagram 2:2). Den konsolidering av balansräkningar som skedde under konjunktursvackan i början av 2000-talet visar sig nu i företagens förbättrade rörelseresultat. Under 2004 visade nära 80 procent av de börsnoterade företagen positiv avkastning på eget kapital, vilket kan jämföras med 60 procent året före. Av årsbokslut för 2004 framgår att av 305 börsnoterade företag uppvisade 67 procent förbättrat resultat och 53 procent rapporterade såväl ökad omsättning som förbättrat resultat.

Den ökade avkastningen på eget kapital och stabil eller förbättrad soliditet för de flesta branscher innebär att företagssektorns finansiella ställning har stärkts. Företagen har därmed goda förutsättningar att betala tillbaka på sina lån, ta upp nya krediter och öka sina investeringar.

Samtidigt som upplåningen har ökat, har företagen fortsatt att öka sina placeringar i banksystemet. Denna utveckling speglar den ökade intjänningen, men kan också vara ett tecken på att företagen hittills inte sett tillräckligt många lönsamma investeringsprojekt.

Konkursutvecklingen förstärker bilden av fortsatt låg kreditrisk i företagssektorn. Antalet konkurser minskade med omkring 15 procent från mars förra året till och med mars i år. Minskningen var mest markant bland större företag (se diagram 2:3). De konkurser som trots allt skedde var i små företag med mindre än tio anställda. Konkurserna ökade inom hotell- och restaurangbranschen samt transportbranschen, men har minskat i övriga branscher (se diagram 2:4).

Ett framåtblickande mått på konkursutvecklingen i företagssektorn ges av förväntade konkurssannolikheter (EDF) som beräknas utifrån marknadsinformation och bokslutsdata.<sup>6</sup> Enligt detta mått förväntas konkurserna minska för samtliga branscher på ett års sikt med undantag av transportsektorn och it-telekomsektorn där konkurserna förväntas fortsätta öka på ett års sikt (se diagram 2:5). Nivån är emellertid fortfarande låg. Företagens förbättrade rörelseresultat tyder på att företagen har god betalningsförmåga. Låg volatilitet och stigande kurser på aktiemarknaden sedan årsskiftet visar att marknadsaktörerna gör samma bedömning.

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

## FASTIGHETSFÖRETAGEN

Fastighetsföretagen står för 40 procent av bankernas totala företagsutlåning, vilket motiverar en särskild analys av denna bransch.

Fastighetsbolagens upplåning i bank ökade med nästan fyra procent under 2004.<sup>7</sup> Samtidigt har deras finansiella ställning fortsatt att stärkas under 2004, där det låga ränteläget har lett till något stigande räntetäckningsgrad, medan skuldsättningen fallit (se diagram 2:6). Detta pekar på fortsatt god betalningsförmåga bland fastighetsbolagen trots att utvecklingen på framförallt kontorsmarknaden varit svag.

Bilden av fastighetsbolagens förbättrade finansiella ställning bekräftas av konkursutvecklingen. I mars var konkurserna i genomsnitt 10 procent lägre jämfört med samma månad året före, vilket indikerar att kreditrisken i utlåningen har minskat. Kreditrisken väntas vara fortsatt låg, då konkurserna förväntas falla ytterligare på ett års sikt.

## Företagssektorn i Norden, Tyskland samt de baltiska länderna

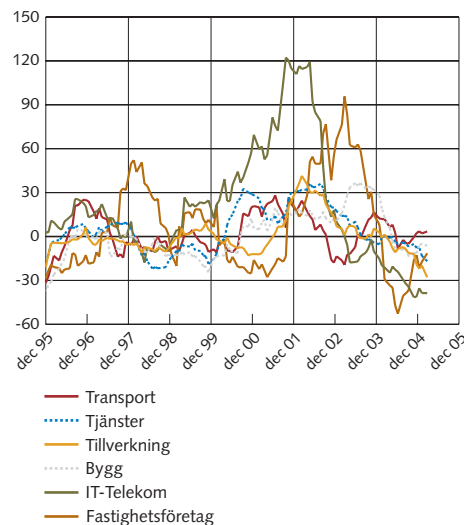
Den svenska banksektorns exponeringar mot utlandet är till stor del riktad mot de nordiska länderna samt Tyskland. De svenska bankerna har också stora intressen i de baltiska länderna där marknadsandelarna varierar mellan 35 och 90 procent.

I de övriga nordiska länderna påminner utvecklingen i stora drag om den svenska. Företagsupplåningen har börjat öka igen till följd av att investeringarna nu börjat ta fart. I Finland ökade upplåningen med 9 procent under 2004, motsvarande ökning var 7 procent i Danmark, följt av Norge där upplåningen ökade med drygt 3 procent. Konkursutvecklingen skiljer sig något åt mellan länderna. I Finland och Norge föll antalet konkurser med omkring 10 procent under 2004, medan de ökade med nästan 3 procent i Danmark. I Danmark, liksom i Sverige, var det främst små företag som gick i konkurs. För samtliga länder är de förväntade konkurs sannolikheterna på ett års sikt fortfarande låga (se diagram 2:7 och 2:8). Den sammantagna bedömningen är att företagen i dessa länder har god betalningsförmåga.

Kreditrisken är däremot högre i de tyska företagen och beror till stor del på den fortsatt svaga ekonomiska tillväxten som har varit lägre för Tyskland än för euroområdet som helhet. Detta har medfört att kreditefterfrågan bland de tyska företagen är fortsatt låg. Företagens upplåning i bank föll med drygt 3 procent under 2004, samtidigt som antalet konkurser ökade marginellt. Konkurserna förväntas emellertid falla på ett års sikt, vilket är ett tecken på att den finansiella ställningen i företagssektorn väntas bli bättre.

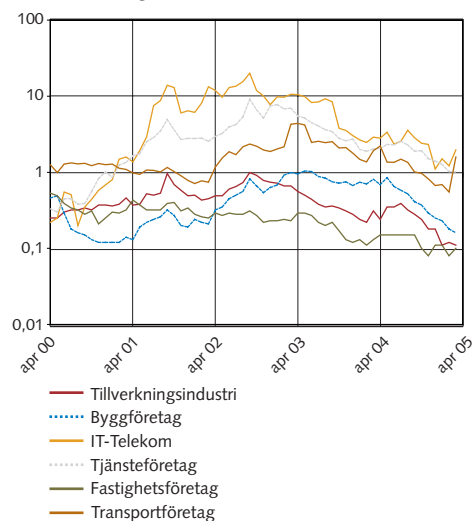
Den fortsatt starka ekonomiska tillväxten i de baltiska länderna, tillsammans med ett lågt ränteläge har lett till att företagens upplåning har fortsatt att öka. Företagens finansiella ställning är alltså

Diagram 2:4. Branschvis konkursutveckling. 12-månaders glidande medelvärde, procent



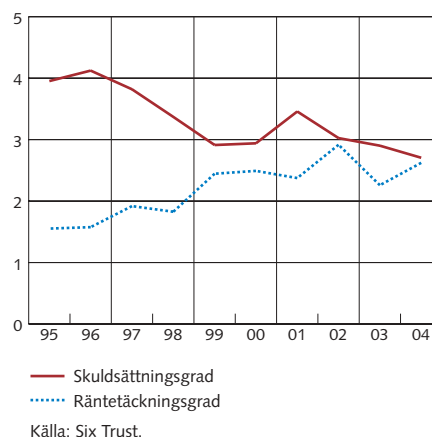
Källa: SCB.

Diagram 2:5. Förväntade konkurs sannolikheter (EDF) för börsnoterade icke-finansiella företag, branschvis. Procent (logaritmisk skala)



Källa: Moody's KMV.

Diagram 2:6. Genomsnittlig räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad för börsnoterade fastighetsföretag. Kvot



Källa: Six Trust.

<sup>7</sup> Endast tre av storbankerna har rapporterat dessa siffror.

Diagram 2:7. Förväntade konkurs sannolikheter (EDF) för icke-finansiella företag i Norden och Tyskland. Procent (logaritmisk skala)

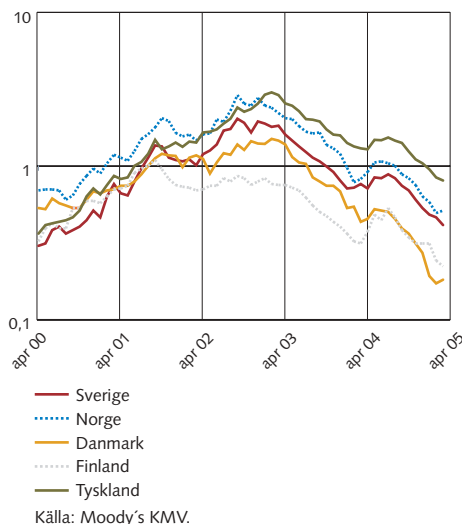


Diagram 2:8. Förväntade konkurs sannolikheter (EDF) för börsnoterade fastighetsföretag i Norden och Tyskland. Procent (logaritmisk skala)

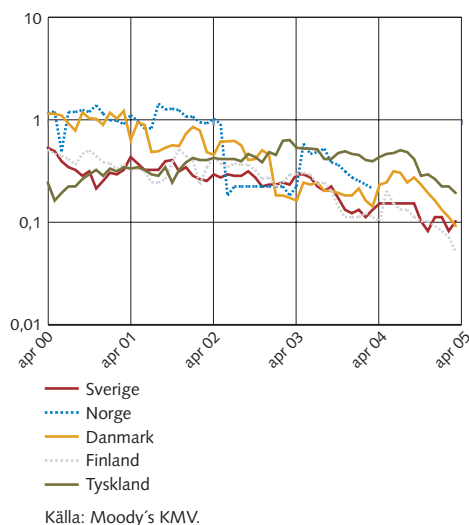
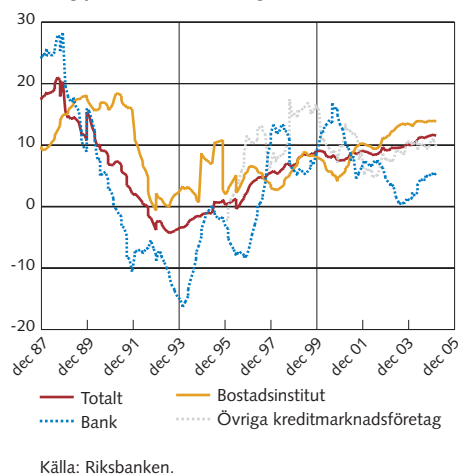


Diagram 2:9. Hushållens upplåning från olika institut. Årlig procentuell förändring



god. Trots den ökade upplåningen har skuldnivån i förhållande till eget kapital varit i stort sett konstant, eller endast ökat marginellt. Konkurserna fortsätter emellertid att öka i Estland och Litauen. Betalningsförmågan i de baltiska företagen bedöms emellertid vara fortsatt god framöver, främst till följd av att den förhållandevis höga ekonomiska tillväxten förväntas bestå.

## Den svenska hushållssektorn

Sedan den föregående stabilitetsrapporten har hushållen fortsatt att öka sin upplåning i allt högre takt (se diagram 2:9). Den totala upplåningen ökade med nästan 12 procent mellan mars förra året och mars i år. Upplåningen från bostadsinstitut fortsätter att växa snabbast och den årliga ökningstakten var nära 14 procent i mars. Även ökningstakten i upplåningen från bank har fortsatt att stiga och växte med över 5 procent under mars jämfört med samma månad i fjol.<sup>8</sup> Hushållens upplåning från övriga kreditmarknadsföretag ökade med cirka 10 procent.

Hushållens skulder har vuxit snabbare än vad Riksbanken antog i den förra stabilitetsrapporten. En bidragande orsak till detta är att kreditinstituten sänkt sina utlåningsräntor mer än beräknat under perioden. Fortsatt stark konjunktur och stigande disponibla inkomster antas bidra till att hushållen fortsätter att låna i hög takt under detta år. Om räntorna stiger i enlighet med marknadsaktörernas förväntningar kommer takten i upplåningen istället minska något.

Hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst uppgick under det fjärde kvartalet 2004 till nästan 125 procent, vilket också det är marginellt högre än vad som förväntades i föregående rapport. Skulderna ser ut att öka snabbare än hushållens disponibla inkomster, vilket i så fall innebär en stigande skuldkvot över den kommande tvåårsperioden (se diagram 2:10).

Hushållens betalningsförmåga mätt som ränteutgifter efter skatt i relation till disponibla inkomster, räntekvoten, är i det närmaste oförändrad sedan föregående stabilitetsrapport. Räntekvoten har förblivit låg på grund av att utlåningsräntorna har fortsatt att sjunka och befinner sig fortfarande under historiskt låga 4 procent. Med ökande utlåning och stigande räntor, enligt marknadsaktörernas förväntningar, kommer räntekvoten att stiga de kommande åren.<sup>9</sup>

Sedan 2003 har hushållens finansiella tillgångar ökat i ungefär samma takt som deras skulder. Skulderna utgör drygt 70 procent av värdet på de finansiella tillgångarna, vilket innebär att hushållens finansiella nettoförmögenhet har ökat något i absoluta tal under de senaste två åren.<sup>10</sup> Bostaden utgör dock hushållens främsta tillgång.

8 Överflyttningar av dyra topplån från bank till bostadsinstitut i spåren av stigande fastighetspriser har sannolikt resulterat i de förhållandevis svaga tillväxtsiffror i hushållens bankupplåning som observerats under 2002 och 2003. Att hushållens upplåning ökat i både bank och bostadsinstitut under det senaste året speglar troligtvis att denna typ av överföringar har upphört samt att efterfrågan på konsumtionskrediter ökat.

9 Sedan föregående stabilitetsrapport har hushållens ränteutgifter reviderats mot bakgrund av data från Nationalräkenskaper. Räntekvoten har därmed skrivits ned något för tidigare kvartal.

10 Finansiella tillgångar definieras här exklusive värdet av hushållens andelar i bostadsrätter och kollektivt försäkringsparande. Skulder och tillgångar enligt SCB:s Sparbarometer.



Mot bakgrund av prisutvecklingen på bostadsmarknaden har också den totala förmögenheten, det vill säga finansiella och reala tillgångar sammantaget, utvecklats i linje med skulderna. Skuldernas andel av de totala tillgångarna har därför varit oförändrad på drygt 30 procent under samma period.

Andelen lån till rörlig ränta har fortsatt att öka sedan publiceringen av den förra stabilitetsrapporten. Hushållens känslighet för ränteförändringar har därmed ökat ytterligare. Den genomsnittliga bindningstiden i hushållens samlade skuldstock föll till cirka 12 månader under det fjärde kvartalet 2004, vilket är en kort bindningstid historiskt sett (se diagram 2:11).<sup>11</sup>

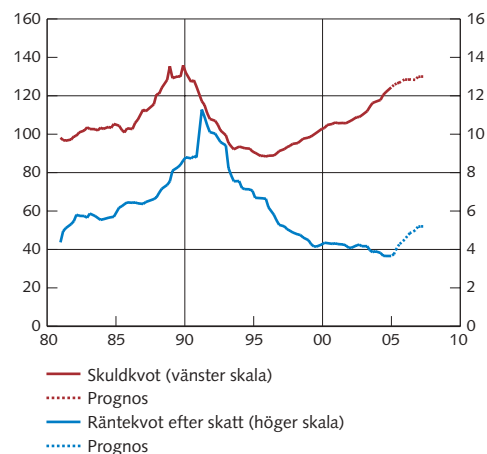
En stor del av den totala nyupplåningen i bostadsinstitut sker fortfarande till rörlig ränta, även om denna andel har sjunkit från cirka 60 till knappt 50 procent mellan september i fjol och mars i år. Det bör dock understrykas att låntagare med rörliga lån kan skifta till bunden ränta närhelst de finner det lämpligt. För närvarande är skillnaden mellan rörlig och femårig bolåneränta mindre än 1 procentenhet, vilket gör att hushållen kan binda räntorna till en relativt begränsad merkostnad. Detta förhållande kan dock förändras snabbt om de långa räntorna skulle stiga.

I denna rapport presenteras på nytt en studie av hushållens skuldsättning och betalningsförmåga i olika inkomstklasser.<sup>12</sup> Statistik för 2003 som nu blivit tillgänglig visar återigen att huvuddelen av skulderna finns i hushåll med god betalningsförmåga. Undersökningen på inkomstklassnivå ger därmed ingen anledning till ökad oro för stabiliteten i det finansiella systemet. Det är fortfarande osannolikt att de kostnadsökningar som exempelvis stigande räntor medför kommer att leda till betalningssvårigheter för hushållssektorn som helhet och därmed påtagligt större kreditförluster för bankerna.

Även om analysen tyder på fortsatt god betalningsförmåga i den svenska hushållssektorn överlag, med tillfredsställande marginaler för att kunna möta stigande utlåningsräntor eller tillfälliga inkomstbortfall, riskerar utvecklingen att skapa problem för enskilda hushåll.

Konkurrensen på bolånemarknaden och andra marknader för hushållskrediter har hårdnat, inte bara med avseende på utlåningsräntor utan även beträffande övriga lånevillkor. Exempelvis tycks högre belåningsgrader, och lägre krav på amorteringar, användas som konkurrensmedel i ökad utsträckning. Det förefaller också som om tonen i finansiell marknadsföring, med tyngdpunkt på konsumtionskrediter utan säkerhet, har blivit mer offensiv under det senaste halvåret. Sammantaget kan denna utveckling innebära att riskerna för enskilda hushåll ökar ytterligare och på sikt kan även frågetecken resas för den samlade skuldsättningen i hushållen. Samtidigt bör det påpekas att bankernas kreditprövning numera huvudsakligen fokuseras på låntagarnas betalningsförmåga. Detta är en skillnad mot tiden före

**Diagram 2:10. Hushållens skulder och räntebetalningar i förhållande till disponibel inkomst. Procent**



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 2:11. Genomsnittlig bindningstid i hushållens totala upplåning. Antal månader**



Källa: Riksbanken.

<sup>11</sup> Genomsnittlig bindningstid avser ett vägt medelvärde av lån med olika bindningstider hos bostadsinstitut. Samtliga lån från bank och övriga kreditmarknadsföretag, inklusive rörliga bolån, har tilldelats bindningstider på 3 månader i beräkningen. Bindningstiderna representerar återstående löptid.

<sup>12</sup> Se rutan "De svenska hushållens betalningsförmåga 1997-2003".

1990-talets bankkras, då bankerna lade större vikt vid säkerheternas värde. Det finns emellertid anledning att noga följa utvecklingen av hushållens skuldsättning såväl ur ett kreditriskperspektiv som ur ett mer långsiktigt realekonomiskt perspektiv.

## De svenska hushållens betalningsförmåga mellan 1997 och 2003

Sedan en tid tillbaka presenterar Riksbanken löpande skuld- och förmögenhetsuppgifter för hushållen i olika inkomstklasser som ett komplement till analysen av hela sektorn sammantagen.<sup>13</sup> Tidigare studier har visat att hushållssektorns skulder funnits i hushåll med

- höga disponibla inkomster
- reala och finansiella tillgångar
- goda ekonomiska marginaler

I denna ruta sammanfattas den information för 2003 som blivit tillgänglig sedan föregående stabilitetsrapport. Serien har också förlängts bakåt till 1997.

Hushållen har som tidigare delats in i fem lika stora klasser efter disponibel inkomst.<sup>14</sup> Hushållens ekonomiska marginaler har också uppskattats på samma sätt som tidigare, där marginalen beskriver hur mycket varje hushåll har kvar av sin inkomst efter skatt när ränteutgifter och andra levnadsomkostnader har betalats.<sup>15</sup> Med hjälp av denna information identifieras grupper av finansiellt sårbara hushåll, det vill säga de med små eller negativa marginaler.

Känslighetsanalysen inriktas på inkomstklasserna 2 till 5. En övervägande del av hushållen i inkomstklass 1 saknar såväl arbetsinkomster som tillgångar och skulder.

Skuld- och förmögenhetsfördelningen i den

svenska hushållssektorn förändrades endast i begränsad omfattning mellan 2002 och 2003. Värdet på hushållens finansiella tillgångar ökade kraftigt i samtliga inkomstklasser till följd av att börsen steg mellan dessa år. Samtidigt bidrog utvecklingen på fastighetsmarknaden till att värdet på de reala tillgångarna steg. Trots den snabba skuldökningen under perioden förblev därför hushållens skuldsättningsgrad, det vill säga skulder i förhållande till totala tillgångar, stabil runt 35 procent i samtliga inkomstklasser.

I Tabell R1 redovisas de skuldsatta hushållens finansiella situation 2003 i olika inkomstklasser. Skillnader i innehav av skulder och tillgångar är stor inte bara mellan de olika inkomstklasserna utan också inom dem. Detta innebär att medianhushållet i respektive inkomstklass kan skilja sig avsevärt från de genomsnitt som presenteras i tabellen.

I den inkomstklass som bär merparten av skulderna, inkomstklass 5, hade hushållen i genomsnitt en årsinkomst efter skatt på cirka 455 000 kronor under 2003. Räntekostnaderna i denna inkomstklass understeg samtidigt 30 000 kronor om året, vilket innebär att dessa hushåll hade stora marginaler efter att räntor och andra levnadsomkostnader betalats.

Även hushållen i inkomstklass 4, vilka svarade för cirka 25 procent av skulderna 2003, bedöms ha tillräckliga marginaler.

Tabell R1. Den finansiella situationen för skuldsatta hushåll under 2003. Populationsviktade genomsnitt, tusentals kronor och procent.

2003	Grupp 1	Grupp 2	Grupp 3	Grupp 4	Grupp 5
Disponibel inkomst (tkr)	73	131	186	281	455
Skuldstorlek (tkr)	219	157	233	424	818
Finansiella tillgångar (tkr)	86	79	122	212	481
Reala tillgångar (tkr)	490	340	581	902	1 595
Räntekvot (%)	25,9	3,7	4,2	5,2	6,1
Skuldkvot (%)	831	122	124	150	174
Skuldsättningsgrad (%)	37	37	35	38	37
Andel av totala skulder (%)	3,7	5,5	10,9	25,1	54,8
Andel av totala tillgångar (%)	2,6	2,9	6,9	16,3	71,3

Anm. Skuldsättningsgraden visar skuldernas andel av totala tillgångar.  
Källa: SCB (HINK/HEK) och egna beräkningar.

13 Se exempelvis "De svenska hushållens skuldsättning och betalningsförmåga – en analys på hushållsdata", Finansiell stabilitet 2004:1, för en mer detaljerad beskrivning av upplägg och metod. Se även fördjupningsruta i Finansiell stabilitet 2004:2, sida 33.

14 Inkomstklass 1 består av de 20 procent hushåll som har lägst disponibel inkomst, medan inkomstklass 5 representerar de 20 procent av hushållen som har högst disponibel inkomst.

15 Levnadsomkostnaderna beräknas utifrån Konsumentverkets beräkningar med hänsyn till respektive hushålls sammansättning.

Tabell R2. Andel skuldsatta hushåll som saknar ekonomiska marginaler. Andelar i procent.

Inkomstklass		1997	1999	2000	2001	2002	2003
2	I denna inkomstklass	9,6	8,0	9,1	6,3	5,8	6,3
	Av samtliga	1,5	1,2	1,2	0,8	0,8	0,9
3	I denna inkomstklass	7,0	5,1	3,5	2,7	2,6	2,2
	Av samtliga	1,4	1,1	0,7	0,6	0,5	0,5
4	I denna inkomstklass	3,8	0,8	0,7	0,5	0,6	0,4
	Av samtliga	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
5	I denna inkomstklass	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Av samtliga	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totalt		3,8	2,5	2,1	1,5	1,5	1,5

Anm. Kategorin "I denna inkomstklass" speglar antalet skuldsatta hushåll utan marginal i respektive inkomstklass i relation till antalet skuldsatta i inkomstklassen. "Totalt" anger andelen skuldsatta hushåll utan marginal i respektive inkomstklass i relation till det totala antalet skuldsatta i samtliga inkomstklasser. Totalsumman i tabellen kan avvika något från delsummorna på grund av avrundning.

Källa: Riksbanken.

Hushållen i inkomstklass 3 är den grupp som svarat för den snabbaste skuldökningen. Strax över 10 procent av den samlade skuldsättningen fanns i denna klass 2003. Den genomsnittliga årsinkomsten efter skatt var 186 000 kronor under 2003. De genomsnittliga räntekostnaderna efter skatt var 7 900 kronor per år.

Andelen skuldsatta i inkomstklass 3 som saknade ekonomisk marginal minskade något mellan 2002 och 2003.

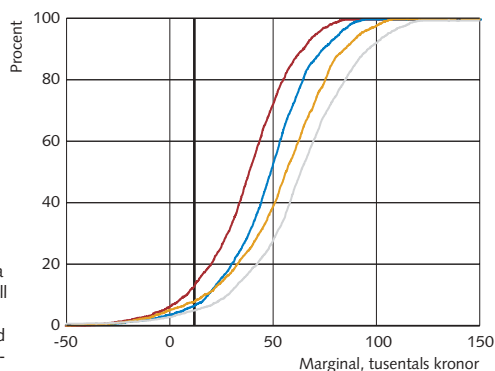
Diagram R1 visar hur den finansiella styrkan i hushåll i inkomstklass 3 successivt har förbättrats över perioden 1997 till 2003. Genom att följa kurnorna i diagrammet kan man få en uppfattning om hur andelen hushåll som saknar marginal ökar då hushållens budget försämras, tusenlapp för tusenlapp. Noll på den horisontella skalan representerar den punkt där de skuldsatta hushållen i gruppen precis balanserar inkomster och utgifter givet förutsättningarna de enskilda åren. Mellan 2002 och 2003 minskade den andel hushåll vars marginaler precis räcker till deras utgifter från drygt 2,6 till cirka 2,2 procent.

Den heldragna vertikala linjen i diagram R1 visar hur andelen hushåll som saknar marginal skulle förändras om kostnaderna ökar med 1 000 kronor i månaden.

Tabell R2 visar mer i detalj hur andelen finansiellt sårbara hushåll i inkomstklasserna 2 till 5 utvecklades mellan 1997 och 2003. Denna andel har minskat kontinuerligt sedan 1997. I inkomstklasserna 2 till 5 förblev andelen finansiellt sårbara hushåll oförändrad på 1,5 procent mellan 2002 och 2003.

Den grupp av hushållen som definierats som finansiellt svaga svarade dock för en marginellt större andel av skulderna under 2003. Diagram R2 visar hur andelen hushåll utan marginal, samt andelen av den totala skuldstocken

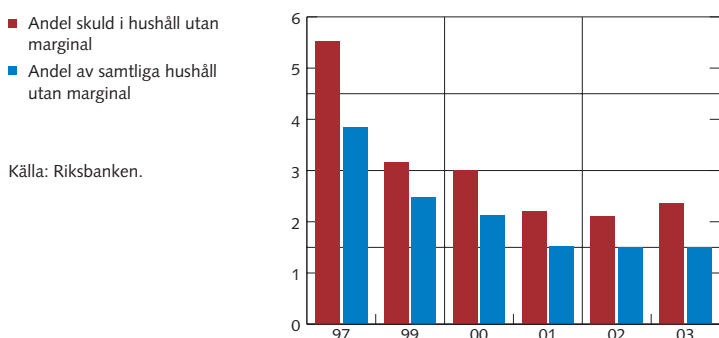
Diagram R1. Tolerans för stigande kostnader eller inkomstbortfall i inkomstklass 3. Procent och kronor



Anm. Diagrammet visar andelen av skuldsatta hushåll i inkomstklass 3 som har upp till en viss marginal. Varje enskild kurva representerar marginalfördelningens utseende vid fyra olika år under perioden 1997 till 2003. En förskjutning åt höger i diagrammet speglar förbättrad ekonomisk styrka i inkomstklassen mellan olika år.

Källa: Riksbanken.

Diagram R2. Andel hushåll utan marginal samt andelen riskfyllda krediter. Procent



Källa: Riksbanken.

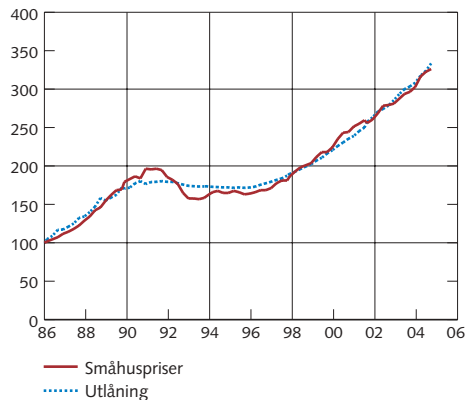
i hushållssektorn som dessa bär, utvecklades mellan 1997 och 2003 i inkomstklasserna 2 till 5 sammantaget. Enligt statistiken för 2003 ökade andelen krediter i svaga hushåll från 2,1 till cirka 2,4 procent av den samlade skuldstocken.

Betalningsförmågan mätt som genomsnittlig räntekvot efter skatt var i stort sett oförändrad mellan 2002 och 2003 i samtliga inkomstklasser, vilket väl speglar den observerade utvecklingen på aggregerad nivå under perioden.

Den finansiella styrkan i hushållssektorn har förstärkts gradvis under den senaste tioårsperioden. Den samlade bild som 2003 års datamaterial ger är att betalningsförmågan bland svenska hushåll snarast fortsatte att förbättras marginellt mellan 2002 och 2003.

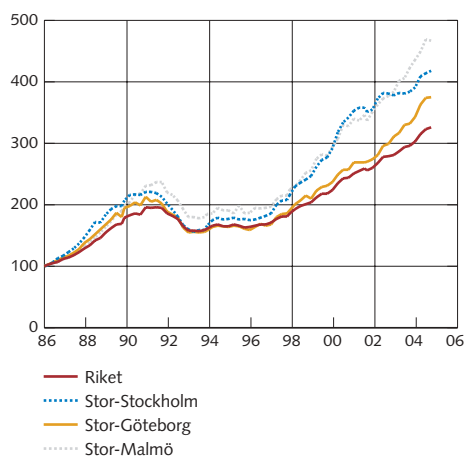
Den absoluta huvuddelen av hushållssektorns skulder återfinns i hushåll med höga disponibla inkomster. Riksbankens bedömning är alltså att hushållen inte kan förorsaka bankerna sådana förluster att stabiliteten i betalningssystemet hotas. Det faktum att skuld tillväxten accelererade under 2004 ger emellertid anledning att misstänka att andelen hushåll med mycket stora räntebetalningar kan komma att öka när räntorna åter stiger. Även om analysen tyder på fortsatt god ekonomi i den svenska hushållssektorn överlag, med tillfredsställande marginaler för att kunna möta stigande utlåningsräntor och tillfälliga inkomstbortfall, riskerar utvecklingen att skapa ekonomiska problem för enskilda hushåll. Stora räntebetalningar behöver inte i sig innebära att hushållen är finansiellt sårbara, men kan påverka deras framtida konsumtionsutrymme.

Diagram 2:12. Kreditinstitutens utlåning till hushåll samt småhuspriser.  
Index 1986:1 = 100



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 2:13. Småhuspriser i riket som helhet samt i tre storstadsregioner.  
Index 1986:1 = 100



Källa: SCB.

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

Den svenska banksektorns exponering mot utländska hushåll har ökat i omfattning under det senaste året. Utlåningen till hushåll svarar i runda tal för en tredjedel av bankernas totala kreditgivning utomlands.

De *norska och danska hushållens* upplåning har vuxit med omkring 10 procent på årsbasis under det senaste halvåret. Priserna på respektive bostadsmarknader har stigit i samma takt. I Finland har hushållens skulder vuxit snabbare, trots att huspriserna stigit något långsammare än det nordiska genomsnittet. Det finns inga tecken på vikande betalningsförmåga i någon av de nordiska hushållssektorerna framöver.

Den *tyska hushållsupplåningen* har vuxit med drygt 2 procent på årsbasis och skuldkvoten har förblivit oförändrad på 110 procent under det senaste året. Denna utveckling är i stor utsträckning kopplad till den låga aktiviteten på den tyska bostadsmarknaden där huspriserna har stagnerat. Betalningsförmågan i den tyska hushållssektorn bedöms överlag vara god även om kreditförlusterna har tenderat att öka något på senare tid.

Parallellt med den höga tillväxten i de *baltiska länderna* har det skett en kraftig kreditexpansion. Skuldsättningen i de baltiska hushållssektorerna har under det senaste halvåret fortsatt att växa med mellan 40 och 80 procent på årsbasis. Även huspriserna har stigit kraftigt under perioden. Traditionella stabilitetsindikatorer såsom skuldkvoter och räntekvoter är dock fortfarande förhållandevis låga i en bredare jämförelse och det finns inte några tydliga risker för bankerna förknippade med de baltiska hushållssektorerna i nuläget.

Sammantaget bedöms kreditrisken i den svenska banksektorns utlåning till utländska hushåll vara fortsatt låg. Riskerna förknippade med den fortsatt svaga ekonomiska utvecklingen i Tyskland och kreditexpansionen i de baltiska länderna är inte sådana att stabiliteten i det svenska betalningssystemet kan utsättas för allvarliga påfrestningar.

## Fastighetsmarknaden

### SMÅHUSMARKNADEN

Den ökade skuldsättningen i hushållssektorn gör det viktigt att följa prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Bostadspriserna är som tidigare påpekats nära kopplade till skuldsättningen och intressanta i egenskap av värdemätare på hushållens förmögenhetsutveckling (se diagram 2:12).<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Cirka 45 procent av samtliga hushåll bor i självägda småhus, vilka svarar som säkerhet för nära 80 procent av de totala bolånen till hushåll. Motsvarande ägarandel för hushåll i bostadsrätt är cirka 15 procent, vilka i sin tur utgör säkerheter för drygt 15 procent av bolånen.

Småhuspriserna ökade med knappt 10 procent för riket som helhet under 2004 och preliminär statistik för årets första månader tyder på att ökningstakten är fortsatt hög, men att den dämpats något. De regionala skillnaderna är dock relativt stora (se diagram 2:13). Hushållens förbättrade disponibla inkomster och något lägre räntor än vad som tidigare antagits pekar mot en fortsatt uppgång i huspriserna.

Kraftigt stigande bostadspriser och snabbt tilltagande skuldsättning har kunnat observeras i många länder sedan mitten av 1990-talet, inte minst i Australien och Storbritannien. Utvecklingen kännetecknas generellt sett av stark tillväxt i hushållens disponibla inkomster och förhållandevis låga räntor, både i reala och nominella termer. Den uppgång i bostadspriserna som har skett under de senaste tio åren kan i stor utsträckning förklaras av fundamentala faktorer så som bland annat lägre räntor och ökad disponibel inkomst, även om mer spekulativa tendenser kan noteras på sina håll. Den svenska utvecklingen under senare år är i linje med den genomsnittliga utvecklingen internationellt. Spridningen i ökningstakt i bostadspriser är emellertid stor mellan länder (se diagram 2:14).

Skillnaderna mellan olika länder beror i stor utsträckning på grundläggande olikheter mellan de nationella bostadsmarknaderna, såsom skattesystem (avdragsrätt och förmögenhetsbeskattning), graden av reglering och förutsättningar för bostadsfinansiering. I Sverige har också nybyggandet, och därmed utbudet av bostäder, varit mycket lågt jämfört med andra länder sedan början av 1990-talet (se diagram 2:15). Detta utgör sannolikt en viktig förklaring till den snabba inhemska prisutvecklingen på bostäder under de senaste tio åren.

Vidare har det skett en ökad inflyttning till storstadsområdena under senare år. Kombinerat med det trögörliga utbudet har denna efterfrågan sannolikt drivit på bostadspriserna.

#### DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

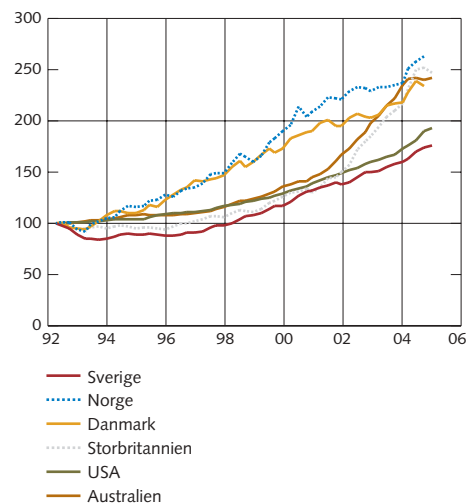
Utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden är av intresse ur stabilitetssynpunkt, eftersom fastighetsföretagen är stora låntagare i bankerna. Kontorsfastigheter och flerbostadshus står i fokus, då de utgör merparten av de noterade fastighetsföretagens portföljer. Marknaderna för butiker och industrifastigheter berörs endast kortfattat.

På kontorsmarknaden har svag efterfrågan sedan år 2000 lett till stigande vakanser och fallande hyror och priser. En viss stabilisering av pris- och hyresutvecklingen inleddes dock under förra året. Utvecklingen är emellertid inte entydig. Det är skillnader mellan utvecklingen i de olika storstadsregionerna och mellan olika typer av fastigheter.

I samtliga storstadsregioner har priserna gått upp under första kvartalet i år, med den tydligaste uppgången i Malmö (se diagram 2:16). I Malmö och Stockholm har också hyrorna ökat under det första kvartalet medan de har fortsatt att sjunka i Göteborg (se diagram 2:17).

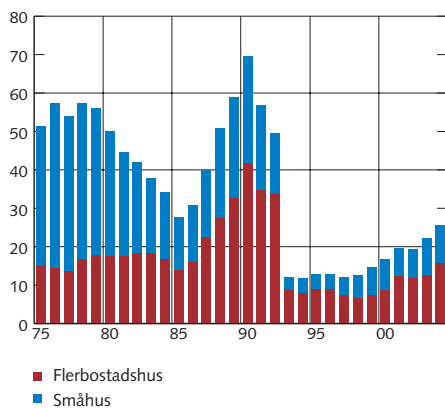
Låg efterfrågan på kontorslokaler, till följd av svag utveckling på arbetsmarknaden, har medfört att vakansnivåerna stigit sedan år

Diagram 2:14. Nominella huspriser.  
Index 1992:1 = 100



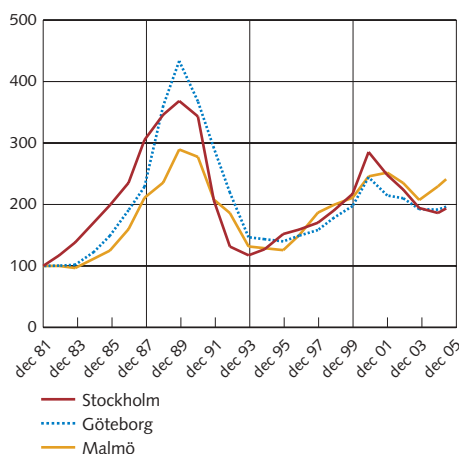
Källor: EcoWin och Riksbanken.

Diagram 2:15. Antal påbörjade lägenheter. Tusental



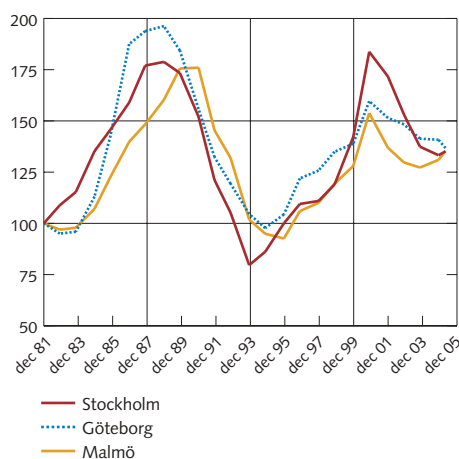
Källa: SCB.

Diagram 2:16. Reala priser för kontorslokaler i citylägen. Index 1981 = 100



Källor: Newsec AB och Riksbanken.

Diagram 2:17. Reala hyror för kontorslokaler i citylägen. Index 1981 = 100



Källor: Newsec AB och Riksbanken.

2000 (se diagram 2:18). Vakansgraden har emellertid sjunkit något i Stockholm under första kvartalet i år. I Malmö har vakansgraderna varit stabila under samma period, medan de har fortsatt att öka i Göteborg till följd av svag efterfrågan och något högre nybyggnation.

Utvecklingen på arbetsmarknaden framstår som avgörande för priser, hyror och vakansnivåer på kontorsmarknaden framöver. Givet Riksbankens bedömning att arbetsmarknaden ska återhämta sig under innevarande år, finns förutsättningar för att efterfrågan ökar och att marknaden därigenom stabiliseras. Ett lågt nytillskott av kontorsyta väntas också bidra.

På marknaden för industrifastigheter föll värdet under 2004 med 3 procent enligt SFI/IPD – Svenskt Fastighetsindex, vilket dock är en förbättring i förhållande till 2003 då värdena föll mer.<sup>17</sup> Värdet på butikslokaler steg under 2004, också det en förbättring i förhållande till 2003 då värdena föll.

Till skillnad från prisutvecklingen på övriga kommersiella fastighetsmarknader så har priserna på flerbostadshus ökat kontinuerligt sedan 1994. Priserna har också stigit betydligt snabbare än hyrorna, vilka i allt väsentligt bestäms av de regleringar som finns rörande hyressättning. Liksom tidigare har ombildningar av hyresrätter till bostadsrätter varit betydande för prisutvecklingen. Fortsatta ombildningar, låg nybyggnation och hög efterfrågan på bostäder i storstadsområden talar för att vakanser, som skulle kunna påverka hyres- och prisutvecklingen negativt, inte kommer att uppstå inom överskådlig tid.

Aktiviteten på den svenska fastighetsmarknaden har varit hög under de senaste åren. Under 2004 uppgick den totala omsättningen till 93 miljarder kronor, vilket kan jämföras med en total omsättning på 85 miljarder kronor under 2003. De senaste årens intresse från utländska investerare kvarstår, även om deras andel av totala transaktioner minskat. Under 2004 stod utländska aktörer för 32 procent av samtliga fastighetsinvesteringar, vilket kan jämföras med 77 procent under 2003.<sup>18</sup>

17 Se SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex 2004.

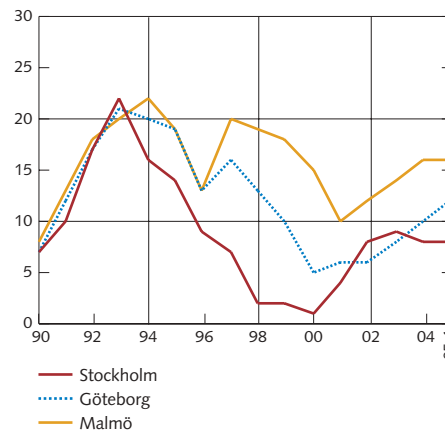
18 Se Nordic Report Spring 2005 från fastighetskonsultföretaget Newsec AB.



## Sammanfattning

- Företagens upplåning har börjat öka igen till följd av ökade investeringar och denna utveckling förväntas fortsätta. Samtidigt fortsätter företagen att placera i banksystemet.
- Företagens återbetalningsförmåga fortsätter att förbättras med ökad avkastning på eget kapital och stabil eller förbättrad soliditet i de flesta branscher.
- Konkurserna inom företagssektorn minskar och förväntas fortsätta minska under det kommande året.
- Företagsupplåningen i övriga Norden har börjat öka, samtidigt som konkursrisken på ett års sikt har minskat. I de baltiska länderna fortsätter upplåningen att öka liksom konkurserna. Betalningsförmågan bedöms dock alltfjämt vara god. I Tyskland ökar konkurserna marginellt samtidigt som kreditefterfrågan är låg.
- Hushållen fortsätter att låna i allt högre takt. Fortsatt god konjunkturutveckling och stigande disponibla inkomster förväntas bidra till att hushållen fortsätter att låna i oförändrad takt under det kommande året. Om räntorna stiger i enlighet med de förväntningar som finns på de finansiella marknaderna förväntas det emellertid leda till att takten i hushållens upplåning gradvis minskar de kommande åren.
- Hushållens räntekvot har förblivit låg. Om räntorna stiger enligt de förväntningar som finns på marknaden kommer räntekvoten att stiga under det kommande året. Detta i ett läge då hushållen blivit känsligare för ränteförändringar eftersom de i ökad utsträckning tar nya lån till rörlig ränta.
- Även om analysen tyder på fortsatt god ekonomi i den svenska hushållssektorn överlag, med tillfredsställande marginaler för att kunna möta stigande utlåningsräntor och tillfälliga inkomstbortfall, riskerar enskilda hushåll att få ekonomiska problem den dag räntorna stiger. Det kan påverka deras framtida konsumtionsutrymme.

Diagram 2:18. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen. Procent



Källa: Newsec AB.



## Utvecklingen i bankerna

Storbankernas lönsamhet ökade under 2004 jämfört med 2003, främst på grund av att deras provisionsintäkter ökat då aktiekurserna stigit och att kreditförlusterna sjunkit. Riksbanken bedömer storbankernas motståndskraft mot oväntade förluster som god.

Riksbankens analys av utvecklingen i bankerna koncentreras till de fyra storbankerna – Förenings-sparbanken, Handelsbanken, Nordea och SEB – därför att det i första hand är de som har avgörande betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. Samtliga av dessa är idag i någon utsträckning verksamma på andra marknader än den svenska (se diagram 3:1). Eftersom det är banksystemets konsoliderade riskexponering som är relevant för den finansiella stabiliteten, täcker analysen bankkoncernerna som helhet.<sup>19</sup>

Analysen fokuserar på den strategiska risken i lönsamheten, kvaliteten på tillgångarna, finansieringsstrukturen samt kapitalstyrkan i bankerna.<sup>20</sup>

I linje med den förbättrade konjunkturutvecklingen har aktie-marknadens osäkerhet om storbankernas framtida intjäning minskat ytterligare sedan den senaste stabilitetsrapporten. Detta reflekteras bland annat i de implicita volatiliteterna i optioner på bankaktier som sjunkit för storbankerna (se diagram 3:2). Även måttet "distance to default", som beräknas utifrån marknadsdata och bokslutsinformation, indikerar att risken i bankerna avtagit sedan den senaste stabilitetsrapporten, då detta mått har ökat för samtliga av storbankerna.

### Lönsamhet – strategisk risk

Sedan mitten av 2003 har storbankernas underliggande intjäning, mätt som resultat före kreditförluster i fasta priser, stadigt ökat i takt med att den ekonomiska tillväxten tilltagit. Under 2004 var emellertid intjäningstillväxten något måttligare under ett par kvartal, men tilltog åter mot slutet av året (se diagram 3:3). Under 2004 började också kreditförlusterna att återgå till mycket låga nivåer. Skillnaden mellan kreditförluster och intjäning fortsatte att växa.

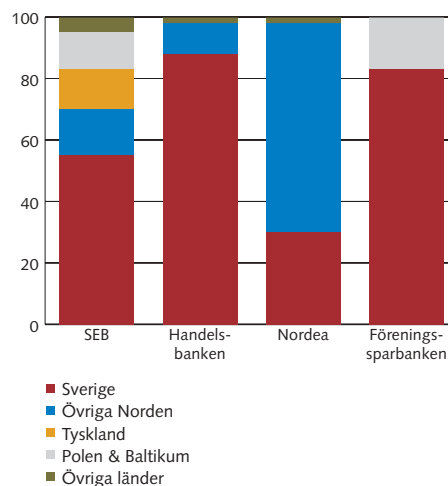
Även lönsamheten, mätt som räntabilitet på eget kapital efter skatt, steg under 2004 jämfört med 2003, för att sedan sjunka något under det första kvartalet 2005. Under de senaste fyra kvartalen var lönsamheten cirka 16 procent.<sup>21</sup> Ett sätt att se vad som driver räntabiliteten är att dela upp den i vinstmarginal, riskjusterade intäkter, risknivå och hävstångseffekt, där en ökning av de första två speglar

<sup>19</sup> Med storbankerna avses således i fortsättningen bankkoncernerna som helhet.

<sup>20</sup> Från och med januari 2005 redovisar de svenska storbankerna enligt IFRS (se även ruta "Nya redovisningsregler i bankerna"). På grund av detta är det svårare att göra direkta jämförelser med tidigare siffror. Vissa jämförelser görs helårsvis. Där används de tidigare redovisningsreglerna. De senaste fyra kvartalen sträcker sig fram till sista mars. Alla resultatuppgifter är justerade för större engångseffekter.

<sup>21</sup> Räntabiliteten på det egna kapitalet är exklusive minoritetsintressen. Nivån påverkas positivt av de nya redovisningsreglerna, jämfört med tidigare resultatperioder, främst på grund av att goodwill inte redovisas. Även justerat för detta ökade räntabiliteten.

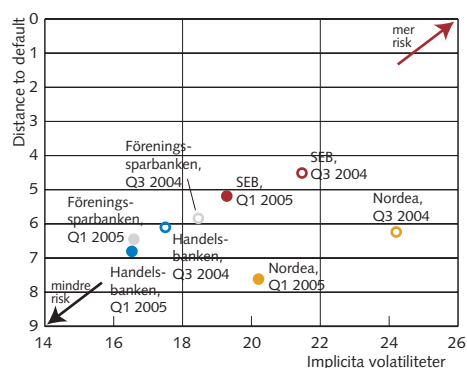
Diagram 3:1. Rörelseresultat 2004 uppdelat på geografiskt område. Procent



Anm. Nordea: Corporate och institutions samt Treasury fördelas som Retail, rörelseresultatet för Asset management och life antas vara i proportion till volymerna. Förenings-sparbanken: rörelseresultatet delas upp i de baltiska länderna och Sverige. Handelsbanken: Capital markets och Kapitalförvaltning fördelas som Retail, Pension-, försäkring- och Övrig verksamhet antas tillhöra den svenska verksamheten.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

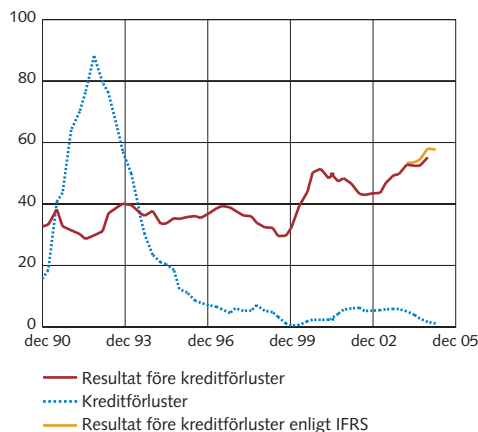
Diagram 3:2. Aktiemarknadens bedömning av risker. Implicita volatiliteter och distance to default, kvartals genomsnitt, procent



Anm. Den implicita volatiliteten har beräknats från bankoptioner med tre månaders löptid. Skalan för distance to default är omvänd. Lägre risk ur ett stabilitetsperspektiv speglas av lägre implicit volatilitet samt högre distance to default. Distance to default beskriver det avstånd i termer av standardavvikelse som ett företag är från konkurs.

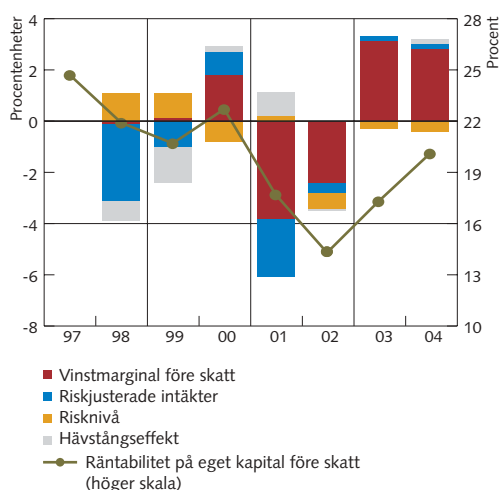
Källor: Bloomberg och Riksbanken.

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

ökad finansiell motståndskraft, medan en ökning av de andra två kan indikera ett ökat risktagande.<sup>22</sup> En uppdelning på detta sätt indikerar att lönsamhetsförbättringen under helåret 2004 inte berodde på ökat risktagande, utan främst var en effekt av ökade vinstmarginaler (se diagram 3:4).<sup>23</sup>

Räntabiliteten har successivt ökat för majoriteten av nordiska storbanker<sup>24</sup> sedan 2002 då den var relativt låg till följd av ett par år med lägre BNP-tillväxt och kursfall på aktiemarknaderna (se diagram 3:5). Flertalet av bankerna hade under helåret 2004 emellertid inte samma höga avkastning på det egna kapitalet som de hade under 2000, före aktiemarknadernas fall.

#### INTÄKTER

Sedan mitten av 2003 har storbankernas intäkter ökat i förhållandevis jämn takt.

Efter aktiemarknadernas fall i slutet av 2000 avtog tillväxten i bankernas intäkter successivt fram till mitten av 2003. Detta var framför allt en följd av att aktierelaterade intäkter minskade och att finansiella tillgångar föll i värde. Under dessa år blev bankerna allt mer beroende av räntenettet, då intäkter från utlåning och inlåning till viss del uppvägde de aktierelaterade intäktsfallen. Räntenettet stod i mitten av 2003 för två tredjedelar av bankernas totala intäkter. I takt med att aktiemarknaderna återhämtat sig utgör de aktierelaterade intäkterna återigen en större del av de totala intäkterna medan räntenettet har minskat och utgjorde cirka 60 procent 2004. Med de nya redovisningsreglerna kan emellertid räntenettet utgöra en något lägre del av de totala intäkterna. Detta beror bland annat på att värdeförändringar av finansiella instrument kan utgöra en större del av intäkterna i perioder då marknadsvärdena stiger.

Räntenettet har inte förändrats nämnvärt under de senaste fyra kvartalen. Räntenettots storlek beror främst på bankernas in- och utlåningsvolymerna samt på hur stora räntemarginalerna är. Utlåningsvolymerna fortsatte att öka under de senaste fyra kvartalen. Räntenettots uteblivna tillväxt, trots ökade utlåningsvolymerna, förklaras därför främst av att räntenettomarginalen – relationen mellan räntenetto och utlåning till allmänhet och kreditinstitut – minskat (se diagram 3:6). En förklaring till minskningen kan vara att bostadsutlåning fått en allt större del i bankernas portföljer. Eftersom dessa lån ges mot säkerhet i bostäder, och därmed lägre risk, har de lägre marginaler än lån utan, eller med sämre, säkerhet (se även under avsnittet kreditkvalitet).

Den lägre räntenettomarginalen kan även förklaras av att marginalerna pressats. På den svenska marknaden har inlåningsmarginaler-

22 Se ruta i Finansiell stabilitet 2004:1 där de olika komponenterna i uppdelningen förklaras mer utförligt. Motsvarande uppdelning görs även för de nordiska storbankerna i denna rapport, se ruta "En jämförelse av räntabilitet på eget kapital mellan nordiska storbanker".

23 Denna uppdelning av räntabiliteten ser emellertid inte till vilken utsträckning vinster genererats av tillgångar utanför balansräkningen och med det tillhörande riskerna.

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

na sjunkit sedan slutet av 2002, vilket är en följd av att marknadsräntorna successivt fallit. Under första kvartalet 2005 ökade emellertid marginalerna något. Samtidigt som ett sjunkande ränteläge pressar ned inlåningsmarginalerna ökar det utlåningsmarginalerna. Den ökning som skett i utlåningsmarginalerna har emellertid inte fullt ut kompenserat fallet i inlåningsmarginalerna. Under 2004 kunde även en viss nedgång i utlåningsmarginalerna ses, främst till följd av ökad konkurrens, vilket framförallt varit påtagligt inom bostadsutlåning till hushållssektorn.

Konkurrensen kommer sannolikt att fortsätta att öka, framför allt på bolånemarknaden, varför det är svårt att se väsentligt förbättrade utlåningsmarginaler. En drivande faktor bakom denna utveckling kan vara de nya kapitaltäckningsreglerna, Basel II, som ska implementeras vid slutet av 2006, vilket kommer att innebära lägre kapitalkrav än i dagsläget. Huruvida detta redan påverkat bankernas utlåningsräntor är emellertid oklart.

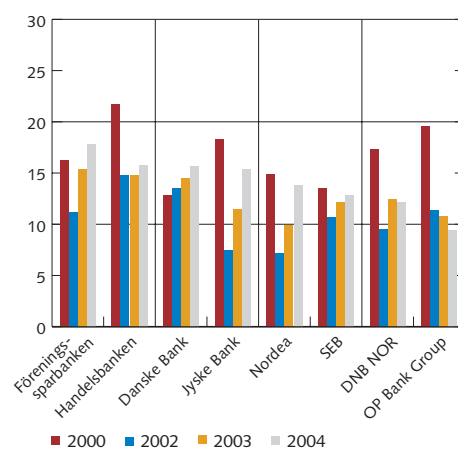
Inlåningsmarginalerna bör sannolikt öka om räntan stiger enligt marknadens förväntningar.<sup>25</sup> Att konkurrensen ökar inom inlåningen kan emellertid inte uteslutas, exempelvis till följd av att bankernas inlåningsmonopol försvunnit.<sup>26</sup>

En väsentlig förbättring i räntenettots tillväxt kräver, på grund av pressade marginaler, fortsatt volymtillväxt. På senare tid har utlåningsvolymerna framför allt ökat på grund av att bostadslån till hushållssektorn ökat. Utlåningstillväxten till hushållssektorn bedöms vara fortsatt stark under innevarande år, men därefter dämpas något (se hushållsavsnittet). Företagsutlåningen väntas öka. Denna har ökat på senare tid och trenden förväntas kvarstå (se företagsavsnittet).

Jämfört med 2003 ökade storbankernas provisionsnetto under de senaste fyra kvartalen, även om en avmattning noterades i slutet av perioden. Förbättringen berodde till viss del på stigande kurser och omsättning på aktiemarknaderna, vilket bland annat ökar bankernas courtage- och kapitalförvaltningsintäkter. Värdepappersrelaterade provisioner utgör i dagsläget nära hälften av det totala provisionsnettot (se diagram 3:7). Samtidigt som värdepappersrelaterade provisioner vanligtvis bidrar med en stor del av lönsamhetsförbättringen i bankerna när aktiemarknaderna stiger, kan intäkterna minska snabbt i takt med nedgångar på börserna. Således är intäktskällan förhållandevis volatil i jämförelse med betalningsrelaterade provisioner.

Bankernas betalningsrelaterade provisioner påverkas bland annat av bankkunders användning av bank-, betal- och kreditkort och har successivt ökat de senaste åren. Så skedde även under de senaste fyra kvartalen och betalningsrelaterade provisioner utgör i dagsläget runt en fjärdedel av det totala provisionsnettot. Även storbankernas försäkringspremier ökade under de senaste fyra kvartalen.

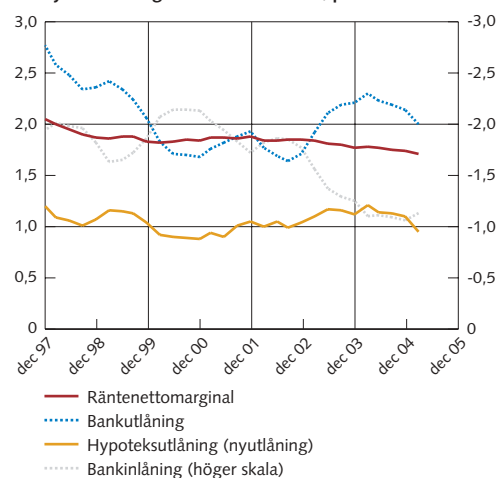
Diagram 3:5. Räntabilitet på eget kapital efter skatt. Procent



Anm. DNB NOR 2000–2003 är proforma.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Diagram 3:6. Storbankernas räntenettomarginal samt räntedifferens på svensk bankinlåning respektive bank- och hypotekslåning. Fyra kvartals glidande medelvärde, procent



Anm. Räntedifferensen = genomsnittlig bankränta - 6 månaders statsskuldsväxel resp. genomsnittlig hypotekslåningsränta - 3 månaders statsskuldsväxel.

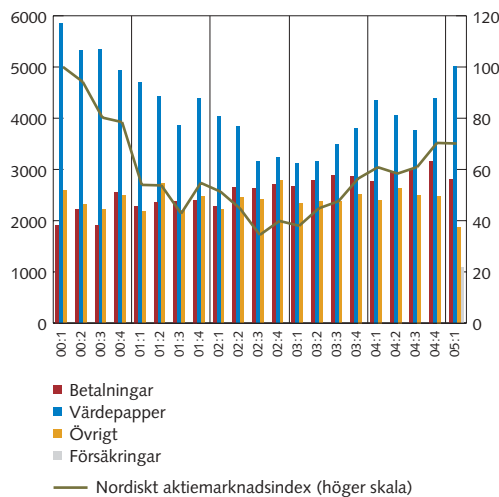
För de banker som har stora skillnader mellan det operativa och det legala räntenettet används det operativa.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

25 Se Inflationsrapport 2005:1.

26 Den 1 juli 2004 försvann bankernas inlåningsmonopol. Sedan dess får även andra företag ta emot inlåning.

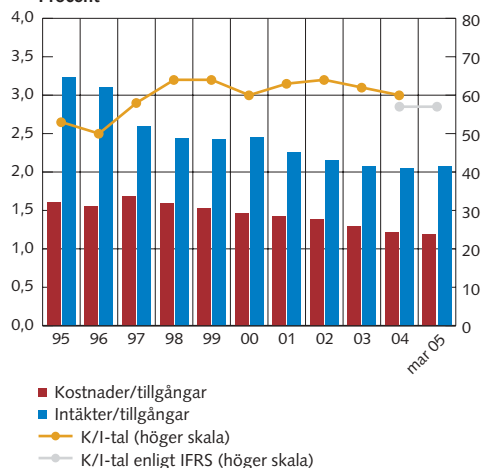
Diagram 3:7. Provisionsnetto i storbankerna fördelat på kategori samt nordiskt aktiemarknadsindex. Miljoner kronor och index



Anm. Provisionsnettot har justerats pro forma för förvärv. Försäkringsprovisioner definieras inte exakt likadant av bankerna. Föreningsparbankens och SEB:s försäkringsnetto ingår inte i provisionsnettot, men är inkluderade. Nordiskt aktiemarknadsindex är ett index av Financial Times.

Källor: Bankernas resultatrapporter, EcoWin och Riksbanken.

Diagram 3:8. Kostnader respektive intäkter som andel av tillgångar samt kostnader som andel av intäkter (K/I-tal). Procent



Anm. Mars 2005 avser de senaste fyra kvartalen enligt IFRS.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

De nya redovisningsreglerna innebär att posten nettoresultat av finansiella transaktioner har ersatts av posten verksamhet till verkligt värde. Denna innehåller bland annat värdeförändringar av finansiella instrument i bankernas tradingportföljer. Under de senaste fyra kvartalen minskade denna post med cirka 30 procent. Detta förklaras främst av minskad volatilitet på de finansiella marknaderna, men även av sämre ränteresultat.

Det finns inga klara indikationer på att storbankernas risktagande inom trading ökat. Risktagandet speglas bland annat i måttet value at risk (VaR), som under 2004 minskade i bankerna, vilket delvis förklaras av den lägre volatiliteten på marknaden. Ett annat mått som kan spegla marknadsrisken är hur de riskvägda tillgångarna för marknadsriskerna rör sig. För storbankerna ökade dessa något under 2004, vilket ger bilden av att bankernas volymer och positioner har ökat samtidigt som volatiliteten i portföljerna gått ner. Risker kan emellertid även tas utanför handelsportföljen. Några av bankerna ökade både innehavet av räntebärande värdepapper samt räntebindningstiderna för dessa under 2004, vilket kan indikera att ränterisken i dessa banker ökat något.

#### KOSTNADER

De kostnadsminskningar som skett i bankerna de senaste åren har främst berott på att övriga kostnader minskat, medan personalkostnaderna varit förhållandevis konstanta trots att det skett personalnedskärningar. Detta kan bland annat förklaras av att det ofta uppstår kostnader i form av avgångsavtal i samband med friställningar och att personalkostnaderna minskar först efter en viss tid efter de genomförda förändringarna. Kostnadsbesparingarna har inte heller varit särskilt omfattande i absoluta tal, vilket beror på att samtidigt som bankerna har dragit ner kostnaderna inom vissa områden har expansion skett inom andra verksamheter.

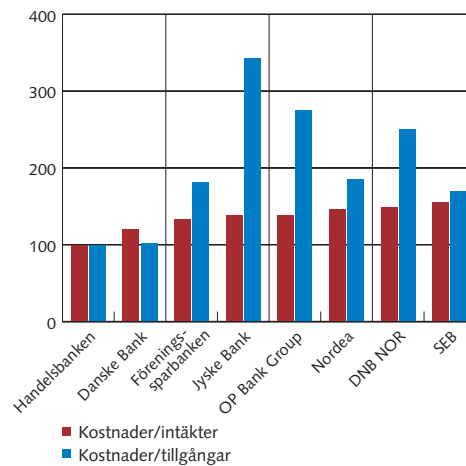
Storbankernas kostnader var något lägre 2004 än året före. Detta berodde främst på att personalkostnaderna minskat, bland annat till följd av att vissa banker lagt ut verksamhet på entreprenad. Samtidigt som detta reducerar personalkostnaderna, ökar övriga kostnader.

De något sjunkande kostnaderna i kombination med ökade intäkter har lett till att kostnadseffektiviteten förbättrats ytterligare (se diagram 3:8). Relationen mellan kostnader och intäkter (K/I-talet) låg under de senaste fyra kvartalen på 57 procent.<sup>27</sup> Enligt de tidigare redovisningsreglerna motsvarande det en nivå på 60 procent, vilket är i paritet med nivån under 2000, då bankernas K/I-tal förbättrades till följd av ökade intäkter. Till skillnad från 2000 är kostnadseffektiviteten i dagsläget till större del ett resultat av lägre kostnader, vilket kan ses i att relationen mellan kostnader och tillgångar successivt sjunkit.

<sup>27</sup> K/I-talet påverkas positivt av de nya redovisningsreglerna främst på grund av att goodwill inte skrivs av.

De svenska storbankernas K/I-tal finns inom hela intervallet i den nordiska gruppen av storbanker, vilket till viss del kan förklaras av olika inriktningar i verksamheterna (se diagram 3:9). Samtidigt har de lägre kostnader i relation till tillgångarna än genomsnittet, vilket indikerar att de svenska bankernas främsta utmaning är att generera intäkter till samma kostnadsnivå som i dagsläget snarare än att minska kostnaderna ytterligare.

Diagram 3:9. Kostnader i relation till intäkter respektive tillgångar.  
Helår 2004, index: Handelsbanken = 100



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Det finns olika sätt för en bank att hantera oväntade negativa chocker. Den första buffert en bank kan använda är vinsterna. Bankens intjäning är därför väsentlig ur stabilitetshänseende då god lönsamhet i regel leder till att förmågan att hantera oförutsedda negativa chocker förbättras. Ju mer risker en bank tar, desto högre förväntad lönsamhet måste banken ha för att de faktiska vinsterna ska kunna täcka eventuella förluster som uppkommer till följd av risktagandet. För att mäta lönsamheten används vanligtvis måttet "räntabilitet på eget kapital" (ROE), d.v.s. relationen mellan vinst och eget kapital. En bank med högre ROE än dess konkurrenter behöver emellertid inte nödvändigtvis vara i en bättre situation att klara av oväntade förluster. Till exempel kan ett högre ROE vara ett resultat av att en bank har mindre kapital, och därmed tar större risker än sina konkurrenter.

Ett sätt att analysera vad som driver lönsamheten är att dela upp ROE-måttet i fyra olika faktorer; vinstmarginal, riskjusterade intäkter, risknivå samt hävstångseffekt genom belåning.<sup>28,29</sup> Uppdelningen blir då enligt följande:

Sedan 2002 har lönsamheten förbättrats i nästan samtliga nordiska storbanker. Den största förbättringen visade Nordea, Föreningssparbanken och Jyske bank. För Nordea och Föreningssparbanken kan utvecklingen förklaras av ökade vinstmarginaler och något förbättrade riskjusterade intäkter. Förbättringen i ROE innebar med andra ord ökad finansiell motståndskraft, vilket kan ses som positivt ur ett stabilitetsperspektiv. Liknande resonemang kan även föras för de övriga bankerna, då samtligas vinstmarginaler ökade, vilket bidrog till förbättrad ROE. Några av bankernas ROE förbättrades även till följd av ökad hävstångseffekt, vilket kan innebära ökat risktagande. Detta uppvägdes emellertid av lägre risknivå. Den negativa relationen mellan förändring i risknivå och hävstångseffekt kan delvis förklaras av att för hög risk, i form av både hög risknivå och hög hävstångseffekt, sannolikt leder till en sämre rating och därmed högre finansieringskostnader. En bank som höjer sin hävstångseffekt minskar därmed medvetet sin risknivå och tvärtom.<sup>30</sup> Sammantaget finns det inga indikationer på att bankerna markant ökade sitt risktagande för att uppnå högre räntabilitet mellan åren 2002 och 2004.

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

Hur påverkar en ökning den finansiella stabiliteten?

positivt

positivt

negativt

negativt

28 Denna uppdelning av ROE har tidigare gjorts i Finansiell stabilitet 2004:1 där Riksbanken delade upp ROE för de fyra svenska storbankerna. Där ges en mer utförlig beskrivning om hur de olika faktorerna inom ROE förväntas påverka en banks finansiella styrka.

29 Vinstmarginal före skatt mäter hur stor marginal det är mellan intäkter och kostnader. Riskjusterade intäkter mäter effektiviteten i banken på en riskjusterad basis. Risknivån visar nivån på kreditrisken i banken, medan hävstångseffekten mäter vilken effekt skuldsättningen har. Det bör emellertid poängteras att denna ansats inte tar hänsyn till exponeringar utanför balansräkningen och hur dessa påverkar bankernas riskprofiler.

30 Risknivå beräknat enligt detta sätt visar dock endast kreditrisken i banken utifrån Basel I. Enligt Basel I krävs ett visst kapital till en viss utlåning, vilket inte nödvändigtvis speglar den verkliga risken i bankutlåning. Detta kommer till viss del att ändras i och med Basel II, som implementeras vid utgången av 2006.



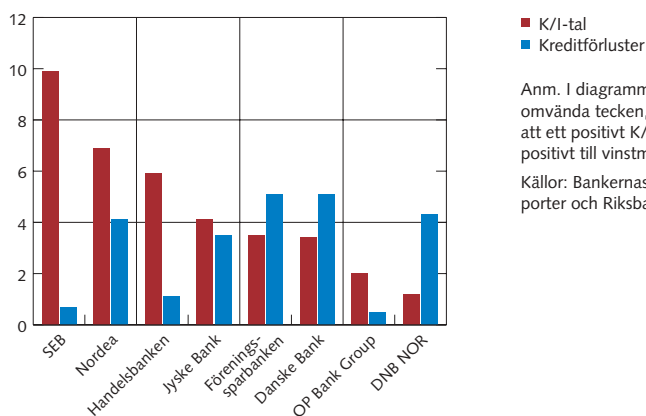
Att samtliga banker förbättrade sin vinstmarginal och därmed ROE gör det intressant att se vad som driver just vinstmarginalen. En förklaring kan ges genom att dela upp förändringen i vinstmarginalen i dels utveckling i kostnads- och intäktsmarginal (K/I-talet), och dels i utveckling i kreditförluster<sup>31</sup> enligt följande uppdelning:

$$\text{Vinstmarginal före skatt} = \frac{\text{K/I-tal}}{\frac{\text{kostnader}}{\text{intäkter}}} - \frac{\text{kreditförluster}}{\text{intäkter}}$$

Hur påverkar en ökning den finansiella stabiliteten?      negativt      negativt

Diagram R3 visar att samtliga bankers kostnadseffektivitet, i form av K/I-tal, förbättrades under perioden och bidrog till de ökade vinstmarginalerna. Även kreditförlusterna minskade, vilket påverkade vinstmarginalerna positivt. Att SEB, Handelsbanken och OP Bank Group visade en mindre minskning i kreditförluster jämfört med de andra bankerna förklaras främst av att de förstnämnda hade relativt lägre kreditförluster under 2002 (se avsnittet om kreditförluster i bankkapitlet).

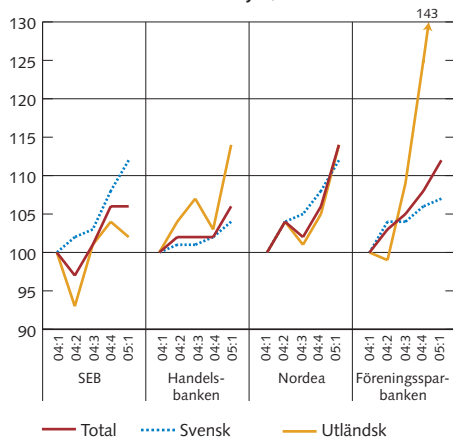
Diagram R3. Bidrag till vinstmarginalen 2002 - 2004. Procentenheter



Anm. I diagrammet används omvända tecken, vilket innebär att ett positivt K/I-tal bidrar positivt till vinstmarginalen.  
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

31 Denna ansats har tidigare använts av Bank of England i *Financial Stability Review*: June 2004.

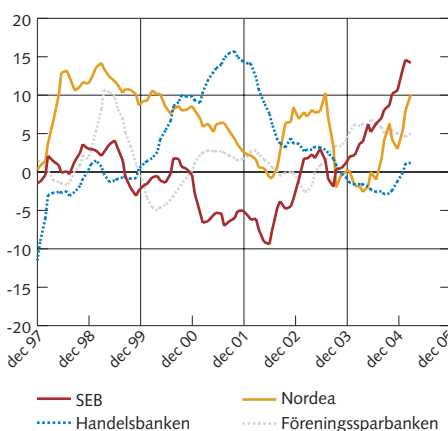
**Diagram 3:10. Utlåning till svensk och utländsk allmänhet.**  
Indexerad utestående volym, index: 2004:1 = 100



Anm. Föreningssparbankens utlåning är justerad för försäljningen av FI-Holding samt en uppskrivning av Hansabank.

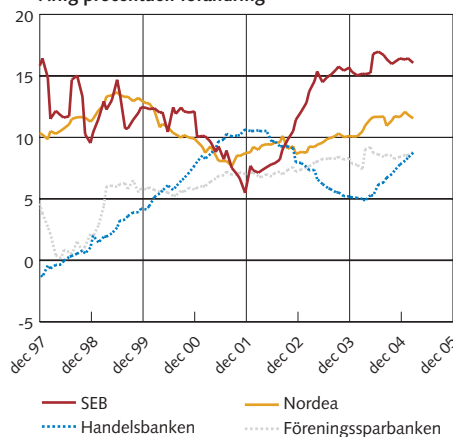
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

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



Källa: Riksbanken.

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



Källa: Riksbanken.

## Tillgångar – kreditrisk

Storbankernas tillgångar växte under de senaste fyra kvartalen med cirka 8 procent. Framför allt växte bankernas tillgångar på grund av ökad utlåning till allmänheten. Värdet på både räntebärande värdepapper och interbankfordringarna sjönk, samtidigt som övriga tillgångar ökade.

### UTLÅNING

Historiskt sett har kreditproblem i banksektorn ofta föregåtts av snabb utlåningstillväxt, varför tecken på detta kan användas som varningssignal för bankernas risktagande. Den nordiska marknaden kännetecknades av en årlig utlåningstillväxt till hushållssektorn på omkring 10 procent vid årsskiftet. Utlåningstillväxten till företagssektorn visade en större variation mellan länderna då den var mellan 1 och 7 procent. I de baltiska länderna fortsatte utlåningstillväxten att vara hög med en årlig tillväxttakt på mellan 30 och 45 procent, medan den i Tyskland var nära noll.

Under de senaste fyra kvartalen ökade storbankernas utlåning med omkring 10 procent. Medan Nordeas och Föreningssparbankens totala utlåning växte med över 10 procent, ökade utlåningen i de övriga två storbankerna med omkring 6 procent (se diagram 3:10). Bankerna är dock i olika grad etablerade utomlands. Nordea och SEB har relativt stor utlåning utomlands, medan de andra två är mer inriktade på den inhemska marknaden (jämför med resultatfördelningen i diagram 3:1). Nordeas utlåning växer ungefär lika snabbt i Sverige och i omvärlden, medan SEB har högre utlåningstillväxt i Sverige. För Handelsbanken och Föreningssparbanken växer däremot den utländska utlåningen i snabbare takt än den inhemska.

På den svenska marknaden ökade företagsutlåningen försiktigt mot slutet av 2004 efter ett par år av relativt låg efterfrågan. Tillväxttaktarna skiljde sig emellertid åt mellan bankerna. SEB hade en genomsnittlig tillväxt på cirka 9 procent samtidigt som Handelsbanken visade svagt negativ tillväxt (se diagram 3:11). Nordea och Föreningssparbanken placerade sig mitt emellan med tillväxttakter på mellan 3 och 5 procent.

Utlåningstillväxten till svenska hushåll har fortsatt att tillta, vilket nästan helt kan förklaras av ökad bostadsutlåning. Under de senaste fyra kvartalen var storbankernas utlåningstillväxt runt 10 procent, vilken är den högsta sedan tidigt 90-tal. Även här finns skillnader mellan bankerna. Nordea och SEB uppvisade tillväxttakter på cirka 12 respektive 16 procent, medan Handelsbanken och Föreningssparbanken låg på mellan 7 och 9 procent (se diagram 3:12).

### KREDITKVALITET

Sektorfördelningen i en banks portfölj kan användas som ett grovt mått på graden av diversifiering. Sektorfördelningen har under senare år inte förändrats mer än marginellt, förutom att hushållshy-

poteksutlåning har ökat till att utgöra 35 procent av storbankernas kreditportföljer i slutet av 2004 (se diagram 3:13). Den större andelen hushållshypotek har lett till att en större del av bankernas kreditportföljer idag har lägre risk. Skälet till det är att hypotekslånen ges mot bostäder som säkerhet. Bankernas riskvägda tillgångar för kreditrisker har därmed successivt minskat i förhållande till utlåningen (se även tidigare diskussion om räntenettet). Emellertid kan risken i bostadsutlåningen ha ökat något på grund av högre belåningsgrader i relation till bostädernas värden. Totalt utgör utlåning till hushållssektorn cirka 45 procent av kreditportföljen. Utlåning till fastighetsförvaltande företag utgör cirka 20 procent, vilket gör att fastighetsförvaltningsbolagen är bankernas största enskilda branschexponering.

Under 2004 kunde en ökning ses i utlåningen till finans- och försäkringsbolag samt till jordbruk och fiske medan utlåningen minskade till tillverkningsindustrin.

Andelen osäkra fordringar respektive kreditförluster av den totala utlåningen är indikativa mått på kreditkvaliteten i en bank.<sup>32</sup> Den fallande trenden som storbankernas osäkra fordringar visat de senaste åren har fortsatt. Nivån på osäkra fordringar låg i slutet av mars på rekordlåga knappa 1 procent av utlåningen till allmänheten.

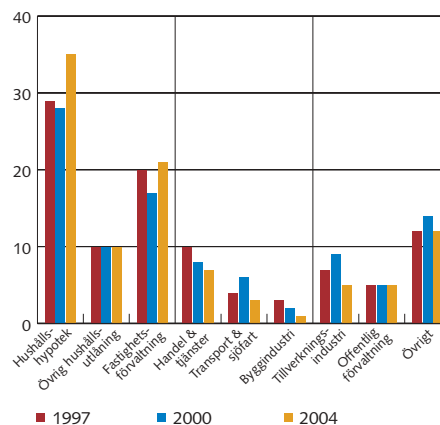
Även kreditförlusterna har fortsatt att minska och uppgick under de senaste fyra kvartalen till mindre än en fjärdedel av förlusterna ett år tidigare. Samtliga storbankers kreditförluster minskade, men Nordea stod för den största delen av nedgången. De fallande kreditförlusterna förklaras helt av minskade reserveringar för nya och befarade kreditförluster (se diagram 3:14). Sammanfattningsvis finns det ingenting i redovisningen som indikerar att kreditkvaliteten försämrats under de senaste kvartalen.

Den förbättrade ekonomiska tillväxten som råder i Norden, kombinerat med låga räntor, speglas även i de övriga nordiska bankernas kreditförluster (se diagram 3:15). Med undantag för danska Jyske Bank minskade kreditförlusterna markant i samtliga banker under 2004. I Danske Bank gav de till och med ett positivt bidrag till resultatet, då återvinningar och återföringar av gamla kreditförluster var större än reserveringar för nya kreditförluster.

Med en utveckling enligt Riksbankens huvudscenario, med fortsatt tillväxt, är det svårt att se att kreditförlusterna kommer att öka markant av konjunkturella skäl. Att de förväntade konkurserna inom företagssektorn minskade under den senaste tolv månadersperioden talar också för låga kreditförluster framöver. Inom några företagssektorer ökade emellertid de förväntade konkurserna. Om dessa fortsätter att öka kommer det att få ett visst genomslag i bankernas kreditförluster.

Andra mindre osäkerhetsfaktorer är risker förknippade med den snabba utlåningstillväxten i de baltiska länderna om den ekonomiska

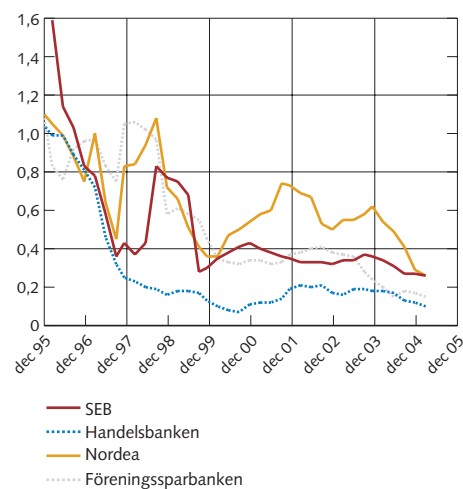
Diagram 3:13. Utlåning till allmänheten i storbankerna, sektorfördelning. Procent



Anm. Ökningen till fastighetsförvaltande företag förklaras av att Handelsbanken inkluderar fr.o.m. 2004 som har en högre andel än de andra tre storbankerna.

Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken.

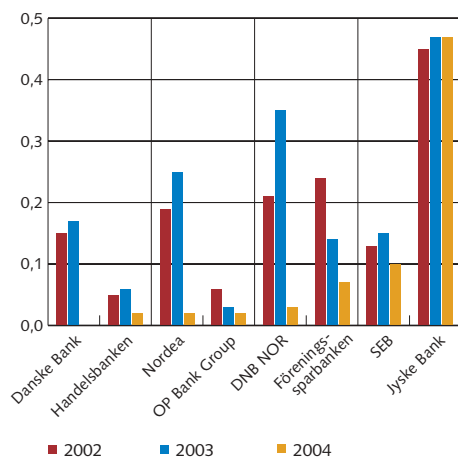
Diagram 3:14. Reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster som andel av utlåning. Summerat över fyra kvartal, procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

<sup>32</sup> Med osäkra fordringar avses brutto före ackumulerade reserver. Med kreditförluster avses nettot av reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster efter återvinningar och återföringar. Nivåerna på båda måtten påverkas av att bankernas utlåningsvolym ökat något i och med IFRS. Detta får emellertid endast marginell inverkan. Osäkra fordringar påverkas även av att vissa generella reserveringar inte får göras (se vidare i ruta "Nya redovisningsregler i bankerna").

Diagram 3:15. Kreditförluster, netto, som andel av utlåning. Procent



Anm. DNB NOR 2000–2003 är proforma.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

tillväxt som råder i dessa länder skulle vända till en betydande konjunkturedgång. De svenska bankernas verksamheter i de baltiska länderna utgör emellertid en begränsad del av deras totala aktiviteter.<sup>33</sup>

#### MOTPARTSEXPONERINGAR

Storbankerna spelar en central roll på de svenska marknaderna för valuta, deposits, värdepapper och derivat vilket medför betydande motparts- och avvecklingsexponeringar. Sannolikheten för att en betalning ställs in är som regel låg eftersom exponeringarna främst är mot andra finansinstitut och icke-finansiella storföretag. Om en motpart ändå skulle falla kan emellertid konsekvenserna bli allvarliga. Ur ett stabilitetsperspektiv är exponeringarna av särskilt intresse när motparten är en bank eller ett annat finansinstitut eftersom det medför en risk att problem i en bank kan spridas till andra banker.

Riksbanken har sedan 1999 samlat in data över storbankernas motparts- och valutaavvecklingsexponeringar i syfte att undersöka risken för spridning inom och till det svenska banksystemet. Detta har utförts i form av löpande tester av primärkapitalgraden under antagandet att varje storbanks primärkapital reducerats med 75 procent av beloppet för dess största företags- respektive interbankeponering. Antagandet om en återvinningsgrad på 25 procent av den förlorade exponeringen tar hänsyn till att en del kan motsvaras av säkerheter. Denna effekt motsvarar alltså en extrem situation där bankens största motpart – ett storföretag eller en storbank – utan någon tidigare förvarning, ställer in betalningarna med omedelbar verkan och möjliga återvinningar bedöms bli förhållandevis låga.<sup>34</sup>

Valutaavveckling har under åren visat sig stå för en relativt stor andel av bankernas exponeringar. I och med den svenska kronans medlemskap i Continuous Linked Settlement (CLS) i september 2003 har risken i dessa exponeringar minskat markant vilket inte syns i Riksbankens data.<sup>35</sup> Bankerna själva uppger att mellan 35 och 65 procent av deras totala valutahandel numera avvecklas genom CLS.<sup>36</sup> Givet denna användning är det intressant att se om och hur spridningsriskerna i det finansiella systemet reducerats. För att uppskatta CLS påverkan på spridningsrisken har samma test som gjorts i tidigare rapporter utförts under det nya antagandet att samtliga avvecklingsexponeringar under perioden reduceras med 35 procent, vilket enligt bankerna motsvarar den lägsta andelen för deras användning av CLS idag.

I den händelse en av storbankerna skulle förlora hela sin största exponering skulle primärkapitalrelationen ha understigit det lagstadgade solvenskravet om 4 procent i vart fjärde fall under perioden. Om avveckling via CLS däremot varit möjlig hade antalet fallissemang under samma period halverats (se diagram 3:16). För att det lagstad-

33 Denna andel kommer emellertid att öka i och med att Förenings-sparbanken förvärvat samtliga aktier i Hansbank.

34 Dessa tester har publicerats löpande i Finansiell Stabilitet sedan 2001.

35 Inrapporteringsblanketten har hittills inte varit anpassad till att valutaavvecklingsrisken nu kan hanteras genom CLS.

36 Undersökningen presenterades i Finansiell stabilitet 2004:2 i kapitlet "Finansiell infrastruktur".

gade solvenskravet skulle ha uppfyllts i samtliga fall hade det krävts att 57 procent av valutahandeln avvecklats via CLS. Denna avvecklingsgrad har redan uppnåtts enligt någon eller några av bankerna.

Även spridningsrisken mellan storbankerna skulle halveras givet användning av CLS. Enligt de rapporterade exponeringarna skulle en betalningsinställelse ha lett till att solvenskravet underskreds i 6 procent av fallen. När 35 procent avvecklas via CLS reduceras andelen fallissemang under samma period till 3 procent.

För de mest kritiska utfallen av spridning mellan storbankerna, där primärkapitalrelationen varit runt 2 procent, är det inte möjligt att hindra fallissemang även om 100 procent av avvecklingarna skulle gå genom CLS. Orsaken är att under dessa perioder har andra typer av motpartsexponeringar, främst deposits, varit betydligt större än i genomsnitt.

Sammanfattningsvis visar testerna att både spridningsrisken inom och till det svenska banksystemet åtminstone bör ha halverats i och med dagens användning av CLS. Möjligheten att reducera valutaavvecklingsexponeringarna genom användning av CLS framstår därmed som ett effektivt sätt att minska spridningsrisken i det svenska finansiella systemet.

## Finansiering – likviditetsrisk och kapital

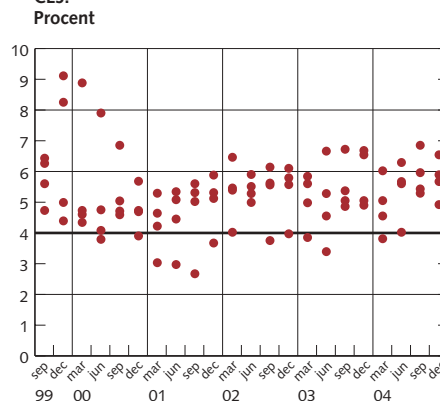
En av banksystemets viktigaste funktioner i ekonomin är att omvandla likvida skulder i form av in- och upplåning till illikvida tillgångar i form av utlåning. Bankernas speciella natur med kortfristig inlåning och långfristig utlåning gör dem känsliga för finansieringsproblem vilket medför att deras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

Storbankernas skulder består till 80 procent av räntebärande finansiering. Av denna räntebärande finansiering är 40 procent inlåning från allmänheten och 60 procent marknadsfinansiering. Inlåningen från allmänheten är normalt sett en stabil finansieringskälla. Marknadsfinansieringen kan emellertid antas vara mer flyktig eftersom aktörerna på interbank- och värdepappersmarknaderna är rating- och förtroendekänsliga. Om en banks återbetalningsförmåga ifrågasätts är det förmodligen dessa finansieringskällor som först försvinner.

De svenska storbankerna har sedan tidigt 80-tal haft ett inlåningsunderskott på hemmamarknaden eftersom utlåningen till allmänheten är större än inlåningen. Inlåningsunderskottet 2004 uppgick för de fyra storbankerna till drygt 1 700 miljarder kronor (se diagram 3:17).

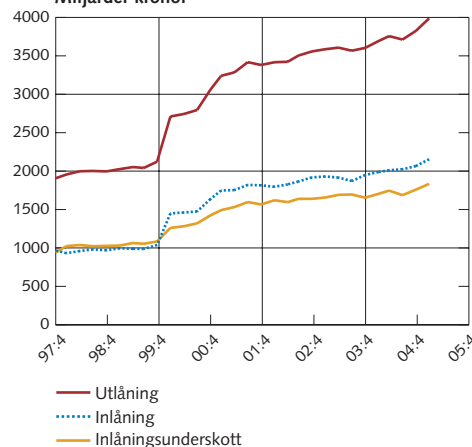
Finansieringsgapet mätt som nettoutlåning i förhållande till total utlåning visar hur stor andel av bankens utlåning som inte finansieras av inlåning och därmed måste finansieras via marknaden. De fyra storbankerna är alla, om än i olika grad, beroende av interbank-, obligations- och certifikatmarknaderna för att finansiera sig. Förenings-sparbanken och Handelsbanken har finansieringsgap på cirka 60 procent, medan Nordeas och SEBs gap är mindre, cirka 35 procent. Att

Diagram 3:16. Primärkapitalrelation i de fyra stora svenska bankerna efter att deras största motpart har ställt in betalningarna. Återvinning 25 procent. Antagande; 35 procent av valutaavvecklingen går genom CLS.



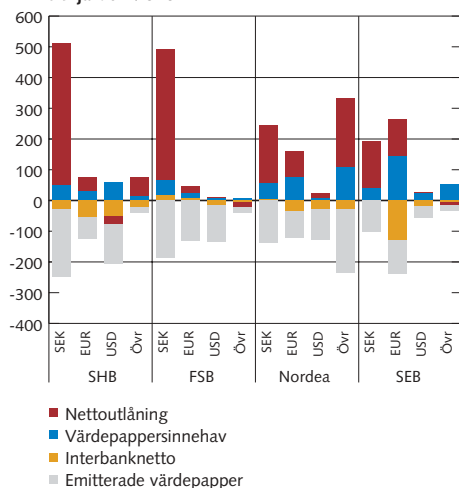
Källa: Riksbanken.

Diagram 3:17. Inlåning respektive utlåning i storbankerna. Miljarder kronor



Anm. Nivåbrottet år 2000 beror på fusioner och uppköp.  
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Diagram 3:18. Räntebärande tillgångar och skulder, december 2004. Miljarder kronor



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

samtliga banker inte har samma behov av marknadsfinansiering beror på skillnader i affärsinriktning. Föreningssparbanken och Handelsbanken har relativt större verksamhet i bostadsutlåning som medför ett stort behov av värdepappersfinansiering.

De svenska storbankerna har en betydande marknadsupplåning i utländsk valuta. Tidigare använde de svenska storbankerna upplåningen på de utländska interbank- och värdepappersmarknaderna till att finansiera utlåning till den svenska allmänheten. Numera bedriver storbankerna också bankverksamhet gentemot utländsk allmänhet vilket innebär att de måste finansiera inlåningsunderskott i fler länder än ett. Eftersom upplåningen matchas mot tillgångarnas valutafördelning via swappavtal ger finansiering i annan valuta normalt inte upphov till valutarisk.

Finansieringsmönstren skiljer sig åt mellan de fyra storbankerna. Dels på grund av olika geografiska verksamhetsområden och dels på grund av vart bankerna finner den mest förmånliga finansieringen. Föreningssparbanken och Handelsbanken har stora inlånings- och finansieringsunderskott i svenska kronor som förklaras av att de har en stor del av sina verksamheter på den svenska marknaden. Handelsbanken finansierar en stor del av sin svenska nettoutlåning genom att emittera värdepapper i US-dollar. Även Föreningssparbanken använder sig till stor del av de amerikanska värdepappersmarknaderna och har även en betydande finansiering i euro.

Nordea och SEB har mindre finansieringsunderskott och en jämnare fördelning mellan tillgångar och skulder i olika valutor vilket är ett resultat av deras stora utländska verksamheter. Nordea som har en betydande dansk hypotekslåning finansierar den främst på den danska värdepappersmarknaden (danska kronor ingår i gruppen "övriga valutor"). Nordea har också en relativt stor värdepappersupplåning i US-dollar som används för att finansiera delar av verksamheten i främst Danmark och Sverige. I SEB ligger huvuddelen av verksamheten och således också värdepappersupplåningen i Sverige och Tyskland.

På interbankmarknaden är Handelsbanken, Nordea och SEB nettolåntagare i euro, US-dollar och övriga valutor. Då det inte finns motsvarande positioner på utlåningssidan tyder det på att de till viss del använder interbankupplåning för att finansiera kärntillgångar. Föreningssparbanken har relativt begränsad upplåning på interbankmarknaden med en interbankupplåning i US-dollar och övriga valutor som motsvaras av en interbankinlåning i svenska kronor och euro (se diagram 3:18).

Sammanfattningsvis kan sägas att Handelsbanken, Föreningssparbanken och Nordea har en stor del värdepappersupplåning i US-dollar och euro för att täcka finansieringsunderskott i svenska kronor och i Nordeas fall även i övriga valutor. SEB:s finansieringsunderskott finansieras främst med eget kapital och icke räntebärande skulder.

## EGET KAPITAL

Storbankernas förbättrade lönsamhet de senaste två åren har lett till att kapitalet ökat. Bankernas kapitaltäckning och primärkapital uppgick vid slutet av mars till 9,6 respektive 7,1 procent (se diagram 3:19).

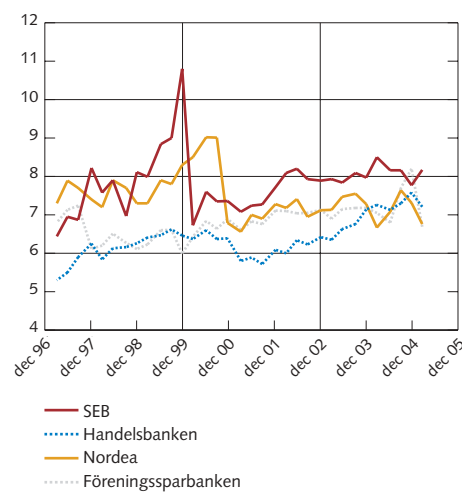
En naturlig konsekvens i en uppåtgående cykel, och med stigande kapitalisering, är antingen återköp av aktier, ökade utdelningar eller investeringar för att minska storleken på kapitalet. Samtidigt som minskat kapital minskar bufferten mot oväntade förluster i framtiden, kan en för hög kapitalisering innebära ineffektivitet och sämre avkastning. I avvaktan på attraktiva förvärvs- eller investeringsmöjligheter är därför återköp av aktier en möjlighet för att minska kapitalet.

För att anpassa kapitalstrukturen har storbankerna upprättat återköpsprogram, samt höjt utdelningarna. Medan en viss del av de aktier som återköps elimineras, håller bankerna kvar en del av de återköpta aktierna, för att kunna använda dem till eventuella framtida förvärv. Givet storbankernas dominerande marknadsandelar på den svenska marknaden är det troligt att eventuella ytterligare förvärv kommer att ske utomlands, vilket kan innebära ökad strategisk risk i framtiden. Under 2005 har också SEB annonserat ett förvärv i Norge, samtidigt som Föreningssparbanken förvärvade ytterligare aktier i sin baltiska dotterbank, vilket syns i den sjunkande primärkapitalrelationen.

De svenska storbankernas primärkapitalgrader är något lägre än för flertalet europeiska storbanker. Detta kan motiveras av att svenska storbanker har en större andel verksamheter med låg risk som bostadsutlåning och mindre andelar investmentbanking.

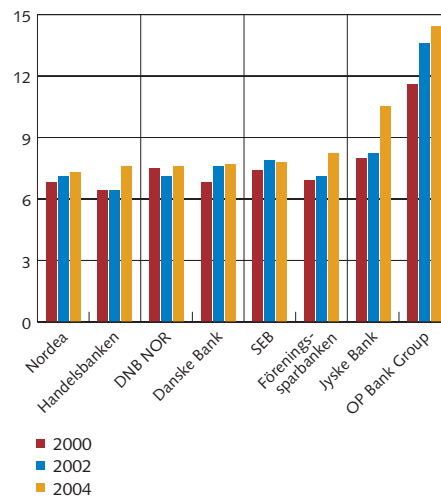
Även i de övriga nordiska storbankerna har primärkapitalet ökat de senaste två åren och nivåerna 2004 överskred 2000 års nivåer för majoriteten av bankerna (se diagram 3:20).

Diagram 3:19. Primärkapitalrelation. Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

Diagram 3:20. Primärkapitalrelation för de nordiska storbankerna. Procent



Anm. DNB NOR 2000–2003 är pro forma.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

## Sammanfattande bedömning

Storbankernas lönsamhet har förbättrats ytterligare under de senaste fyra kvartalen jämfört med 2003. Framför allt förklaras lönsamhetsförbättringen av ökade provisionsintäkter, till följd av stigande aktiemarknader, och minskade kreditförluster.

Fortsatt positiv tillväxt och därmed högre ränteläge kan leda till förbättrade inlåningsmarginaler, vilket skulle påverka räntenettet positivt. Kraftigt förbättrade utlåningsmarginaler är emellertid svårt att se, bland annat på grund av den ökade konkurrensen. Räntenettots framtida tillväxt blir därför främst beroende av fortsatta volymökningar. Utlåningstillväxten till hushållssektorn förväntas vara fortsatt stark under 2005 för att därefter dämpas något. Samtidigt förväntas utlåningen till företagssektorn öka något.

Kreditförlusterna är i dagsläget mycket låga. Även om det är svårt att se kraftigt ökade konjunkturmässiga förluster framöver, finns det tecken på att lånevillkoren mjukas upp genom längre amorteringstider och minskade säkerhetskrav. Det finns anledning att med uppmärksamhet följa denna utveckling.

Den lönsamhet bankerna haft på senare tid innebär att bankernas förmåga att hantera oväntade förluster bedöms ha stärkts ytterligare.

Den förbättrade lönsamheten kan även motivera ytterligare förvärv. Storbankernas dominans på den svenska marknaden medför att det är troligt att eventuella ytterligare förvärv kommer att ske utomlands.



**F**rån och med 2005 ska börsnoterade bolag inom EU upprätta sin koncernredovisning enligt "International financial reporting standards" (IFRS).<sup>37</sup> Syftet med de nya redovisningsreglerna är att företags verkliga värden bättre ska speglas i redovisningen och att olika länders redovisningar ska harmoniseras så att jämförelser mellan företag i olika länder underlättas. De nya redovisningsreglerna (IFRS) kommer att påverka våra svenska storbankers redovisning, både resultatmässigt och genom det egna kapitalet. Detta i sin tur kommer att innebära att vissa nyckeltal som används för att beskriva den finansiella ställningen i en bank kommer att påverkas. I den här rutan beskrivs de största förändringarna till följd av de nya redovisningsreglerna.<sup>38</sup>

### *Förändringar i resultaträkningen*

När banker och andra företag gör företagsförvärv och köpeskillingen är högre än värdet på företagets tillgångar uppstår så kallad goodwill. Goodwill har enligt tidigare redovisningsregler<sup>39</sup> regelbundet skrivits av med ett visst värde, vilket ökat kostnaderna i resultaträkningen. Dessutom har reglerna krävt att ytterligare goodwillnedskrivningar ska göras om värdet på tillgångarna minskat mer än vad som regelmässigt måste skrivas av, så kallad behovsanpassad goodwillnedskrivning. För att bättre spegla tillgångarnas verkliga värden ska banker enligt de nya redovisningsreglerna endast göra behovsanpassade goodwillnedskrivningar, vilket innebär att de regelbundna goodwillavskrivningarna kommer att försvinna. I och med att en del av kostnaderna försvinner kommer detta, framför allt på kort sikt, påverka bankernas resultat positivt (se tabell 1).

En annan förändring rör bankernas finansiella tillgångar och skulder (huvudsakligen utlåning till allmänheten och kreditinstitut, värdepapper, upplåning och derivat) som enligt de tidigare reglerna vanligtvis värderats till anskaffningsvärden.<sup>40</sup> Med de nya reglerna ska vissa av dessa finansiella tillgångar och skulder, bland annat derivat, i stället värderas till verkliga värden. För övriga finansiella tillgångar kommer det att finnas ett val att också värdera dessa till verkliga värden istället för anskaffningsvärden, en så kallad "fair value option".<sup>41</sup> En större del av bankernas finansiella tillgångar och skulders värden kommer därmed att bestämmas av marknaden än vad som tidigare varit fallet. De värdeförändringar som uppstår mellan olika perioder ska redovisas i resultaträkningen och eftersom dessa kan skilja sig mycket mellan olika perioder kommer bankernas resultat sannolikt bli mer volatila framöver.<sup>42</sup>

Ytterligare en förändring rör bankernas vinstutdelande försäkringsföretag. Enligt de gamla reglerna redovisas, till skillnad från andra dotterbolag, resultatet för bankernas vinstutdelande försäkringsverksamheter på en rad i den legala resultaträkningen. Det kan liknas med att försäkringsrörelsen har en egen resultaträkning och att det bara är slutresultatet som syns i bankkoncernens. Införandet av IFRS medför emellertid att försäkringsrörelsernas intäkter och kostnader ska redovisas tillsammans med bankens övriga intäkter och kostnader. Detta kommer att innebära att såväl intäkter som kostnader ökar i koncernens resultaträkning, medan det slutgiltiga resultatet blir oförändrat.

Många banker har minoritetsägare i sina dotterbolag. Den del av resultatet som tillfaller minoritetsägarna har bankerna enligt den tidigare redovisningen redovisat som en kostnad.

37 Alla standarder i den nya redovisningen har emellertid inte blivit godtagna i sin helhet av EU i dagsläget, till exempel får inte hela skuldsidan värderas till verkligt värde.

38 Denna ruta baseras på bankernas egna uppgifter och beräkningar på hur de nya redovisningsreglerna kommer att påverka balans- och resultaträkningarna. Samtliga förändringar diskuteras inte.

39 De redovisningsregler som de svenska storbankerna redovisade enligt till och med 2004.

40 Vissa värdepapper redovisades emellertid till verkligt värde enligt de tidigare redovisningsreglerna. Även andra omsättningstillgångar kunde enligt de tidigare redovisningsreglerna värderas antingen till verkligt värde eller till lägsta värdets princip. Lägsta värdets princip innebar att det lägsta av verkligt värde och anskaffningsvärde skulle användas.

41 Skulder som inte är derivat eller ingår i handelsportföljen (och därför ska värderas till verkligt värde) får inte värderas till verkligt värde enligt "fair value option" i dagsläget. Detta kommer emellertid förmodligen att ändras.

42 Vid en viss typ av säkringsredovisning, så kallad kassaflödesredovisning, ska värdeförändringarna för derivat redovisas i eget kapital, se under förändringar i eget kapital.

Detta kommer att förändras i och med de nya redovisningsreglerna och bankerna ska istället inkludera minoritetsägarnas del i resultatet, vilket kommer att öka de redovisade resultaten. För att i fortsättningen kunna särskilja vad som tillhör minoriteten och vad som tillhör aktieägarna ska upplysning om detta lämnas i anslutning till resultaträkningen. Den här förändringen påverkar framför allt Föreningssparbanken som har en relativt större andel minoritetsägare i sina dotterbolag än de andra bankerna.<sup>43</sup>

De nya redovisningsreglerna kommer även att påverka redovisningen av aktierelaterade ersättningar till anställda, vilka ska redovisas som personalkostnader. Detta kommer bland annat att påverka SEB då de har optionsprogram till sina anställda, vilket kommer att innebära ökade kostnader och därmed ha en negativ effekt på resultatet.

Sammantaget får de nya redovisningsreglerna en positiv effekt på storbankernas resultat. Om bankerna redovisat enligt IFRS redan under 2004 uppskattas resultaten ha blivit mellan 5 och 15 procent högre än med dåvarande regler, främst på grund av minskade kostnader till följd av uteblivna goodwillavskrivningar. För Föreningssparbanken får också inkluderingen av minoritetsintressen en stor verkan. De lägre kostnaderna får även ett betydligt genomslag i relationen mellan kostnader och intäkter (K/I-talet) som skulle ha varit mellan 2 och 3 procentenheter lägre under 2004 med den nya redovisningen.

#### *Förändringar i det egna kapitalet*

För att underlätta förståelsen för de nya redovisningsreglerna och hur de kommer att påverka bankernas resultat- och balansräkningar måste bankerna under 2005 jämföra resultaten med 2004 som om de nya redovisningsreglerna även gällt för det året. Eftersom ingen regelmässig goodwillavskrivning kommer att göras med de nya redovisningsreglerna återförs de goodwillav-

skrivningar som gjordes under 2004 till det egna kapitalet. Detta medför att det kommer uppstå en skillnad i storleken på det egna kapitalet mellan den 31 december 2004 och den 1 januari 2005, det vill säga ingångsvärdet kommer att förändras.

Ingångsvärdet på det egna kapitalet kommer även att påverkas av de nya värderingsreglerna, delvis på grund av att de nya reglerna innebär att en större del av bankernas finansiella tillgångar och skulder ska marknadsvärderas och delvis till följd av att vissa instrument utanför balansräkningen, framför allt derivat, i fortsättningen ska inkluderas i balansräkningen och värderas till verkligt värde. Stora omvärderingar, samt att fler instrument ska värderas inom balansräkningen, ändrar naturligtvis storleken på tillgångarna och skulderna och således även det egna kapitalet. Huruvida det kommer att öka eller minska ingångsvärdet beror emellertid på tillgångarnas och skuldernas verkliga värden vid årsskiftet. De fyra storbankerna redovisar en negativ påverkan av de egna kapitalen till följd av marknadsvärderingen.

Banker säkrar vanligtvis vissa framtida kassaflöden för olika risker. Om banken uppfyller vissa kriterier kan detta redovisas som "säkringsredovisning". Säkringsredovisningen sker vanligtvis med derivat som enligt tidigare redovisningsregler värderats antingen till anskaffningsvärde eller till verkligt värde. Eftersom derivat, i och med IFRS, alltid ska värderas till verkligt värde kan en viss volatilitet i det egna kapitalet uppkomma vid säkringar av kassaflöden. Detta beror på att samtidigt som derivatet som säkrar kassaflödet värderas till verkligt värde ska den säkrade posten värderas till anskaffningsvärde. Värdeförändringar som uppstår i derivatet ska enligt IFRS föras till det egna kapitalet, vilket ger upphov till ökad volatilitet.<sup>44</sup>

2001 infördes en möjlighet för bankerna att göra generella reserveringar för individuellt värderade lånefordringar i svensk normgivning. Meningen var att möjliggöra för bankerna att

43 Detta bör emellertid bli mindre än vad Föreningssparbanken tidigare rapporterat eftersom Hansabank kommer att bli helägt av Föreningssparbanken.

44 I takt med att den säkrade postens kassaflöden resultatförs även marknadsvärdeförändringen på derivatet bort från det egna kapitalet till resultatet.

vara mer framåtblickande i sina kreditförlustreserveringar. Eftersom denna föreskrift byggde på en tidigare version av IFRS, innebär den nya versionen vissa förändringar. Enligt denna kommer bankerna inte att få göra så pass stora generella reserveringar som tilläts tidigare, samtidigt som IFRS kräver att reserveringar ska göras gruppvis för lån med likartade risker. Det här påverkar bankerna på olika sätt. För Nordea innebär förändringen att vissa generella reserveringar omklassificeras, medan andra löses upp. En upplösning av reserver ökar tillgångarna och således även det egna kapitalet. För Handelsbanken är situationen annorlunda då banken tidigare inte gjort generella reserveringar. Banken måste därför, i och med de nya reglerna, göra ytterligare reserveringar vilket minskar tillgångarna, och har i sin tur en minskande effekt på det egna kapitalet. SEB och Förenings sparbanken uppger inte att de nya reglerna kommer att förändra deras reserveringar.

På liknande sätt som minoritetsintressens resultat tidigare har exkluderats från bankens resultat har de även dragits av från det egna kapitalet. Införandet av IFRS medför emellertid att minoritetens intressen ska ingå i det egna kapitalet, vilket kan ses som naturligt då deras resultat ska ingå i det totala resultatet.

Dessa förändringar påverkar ingångsvärdena för bankernas egna kapital inom intervallet -1 till +7 procent. Medan två av de fyra bankerna rapporterar en positiv påverkan, uppskattar de andra två en negativ effekt.

Sammanfattningsvis skulle de förbättrade resultaten ovan, kombinerat med förändringarna i bankernas egna kapital, ha ökat bankernas räntabilitet på det egna kapitalet med 1 till 2 procentenheter under 2004. Framöver kommer vi emellertid med stor sannolikhet se större volatilitet i bankernas resultat, till följd av att marknadsvärdering av finansiella tillgångar kommer att användas i större utsträckning.

**Tabell 1. Förändringar i resultaträkningar och det egna kapitalet till följd av IFRS.**

Resultaträkning (mkr)	Förenings sparbanken	Handelsbanken	Nordea	SEB
<b>Resultat efter skatt 2004</b>	8592	9358	17470	6590
<i>Förändringar:</i>				
Avskrivning av goodwill	601	464	1470	822
Optionsprogram				-55
Minoritetsintresse	756		27	17
Övrigt		37		8
<b>Resultat efter skatt 2004 enligt IFRS</b>	9949	9859	18967	7382
<b>Balansräkning (mkr)</b>				
<b>Eget kapital 31 december 2004</b>	43 624	61 109	113 133	51 008
<i>Förändringar:</i>				
Avskrivning av goodwill	588	464	1451	822
Marknadsvärdering /IAS 39	-788	-341	-361	-1365
Gruppvisa reserveringar för individuellt värderade fordringar		-360	631	
Minoritetsintresse	3 145		117	85
Övrigt		-201	-406	-152
<b>Eget kapital januari 2005</b>	46569	60671	114566	50398
Kostnader/intäkter 2004 (%)	54	43	60	67
Kostnader/intäkter 2004 enligt IFRS (%)	52	41	57	64
Avkastning på eget kapital 2004 (%)	19,7	15,3	15,4	12,9
Avkastning på eget kapital 2004 enligt IFRS (%)	21,4	16,2	16,6	14,6

Anm. IFRS innebär också förändringar rörande vilken rad vissa intäkter och kostnader ska redovisas, dessa tas inte med här.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.



## ■ DEL 2. ARTIKLAR



# ■ Riskkapitalbolagen i Sverige

Även om riskkapitalbolag funnits i Sverige sedan slutet av 1980-talet är det främst under de senaste åren som de blivit mer betydelsefulla aktörer och fått ökad uppmärksamhet i media. Den svenska riskkapitalmarknaden är den näst största i Europa mätt som andel av BNP. I denna artikel analyseras riskkapitalbolagen och deras roll för företagens kapitalförsörjning. Bara 25 procent av riskkapitalet går till nya företag. De flesta, och också de största, av de svenska riskkapitalbolagen ägnar sig åt lånefinansierade förvärv av etablerade företag. Då bankerna svarar för en stor del av krediterna till de lånefinansierade förvärven, diskuteras i artikeln också bankernas koppling till riskkapitalbolagen.

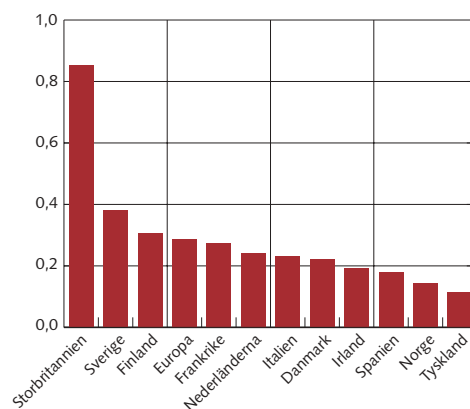
Företag som behöver extern finansiering kan i huvudsak vända sig till kreditmarknaden för att få lån eller till riskkapitalmarknaden för att erhålla riskkapital. Riskkapital är investeringar i noterade eller onoterade företag i form av eget kapital. Riskkapital som omfattar investeringar i onoterade bolags egna kapital kanaliseras företrädesvis via riskkapitalbolag och det är också den del av riskkapitalmarknaden som denna artikel behandlar. Riskkapitalbolagen har vuxit fram och kommit att bli betydelsefulla aktörer under senare år. Vi vill med denna artikel kartlägga och belysa deras verksamhet.<sup>45</sup>

Riskkapitalbolag som investerar i och handlar med onoterade företag har sitt ursprung i USA. Där har riskkapitalmarknaden existerat sedan 1950-talet och under de senaste 30 åren har placeringar i onoterade företag utgjort ett placeringsalternativ för institutionella investerare. Det är också där den största och mest utvecklade riskkapitalmarknaden existerar. Mätt som riskkapitalinvesteringarnas andel av landets BNP är riskkapitalmarknaden i USA dubbelt så stor som den mest utvecklade riskkapitalmarknaden i Europa, den i Storbritannien, se diagram 1.

Den brittiska riskkapitalmarknaden är i sin tur, mätt på detta vis, lite mer än dubbelt så stor som den svenska, som ändå är näst störst i Europa. Riskkapitalmarknaderna tenderar att vara mest utvecklade i länder vars finansiella system i hög utsträckning är marknadsbaserade, som i USA och Storbritannien, och mindre utvecklade i länder vars finansiella system i hög utsträckning är bankbaserade, som exempelvis i Tyskland.

I Sverige etablerades de första riskkapitalbolagen i slutet av 1980-talet. Utvecklingen har dock gått snabbt, framförallt under de senaste åren, och idag finns det enligt Svenska riskkapitalföreningen (SVCA) drygt 115 riskkapitalbolag som tillsammans har tillgång till ett kapital på cirka 220 miljarder kronor. Av dessa har cirka 115 miljarder använts för att köpa företag. Det kan jämföras med de svenska icke-finansiella företagens upplåning i form av obligationer och certifikat som uppgår till 330 miljarder kronor och deras upplåning från kreditmarknads-

Diagram 1. Riskkapitalinvesteringar som andel av BNP i olika europeiska länder. Procent



Källa: European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA.

<sup>45</sup> Riskkapital omfattar investeringar i såväl onoterade som börsnoterade bolags egna kapital. I denna artikel kommer riskkapital användas för att benämna investeringar i onoterade bolag (private equity) och riskkapitalmarknaden för att benämna handeln med onoterade bolag. Information om riskkapitalmarknaden i Sverige finns på Svenska riskkapitalföreningens hemsida, [www.svca.se](http://www.svca.se).

företagen verksamma i Sverige som är cirka 1224 miljarder kronor.<sup>46</sup> Investeringar via riskkapitalbolag utgör således en inte obetydlig finansieringskälla för företagssektorn.

De svenska riskkapitalbolagens betydelse har studerats i en rapport publicerad av NUTEK och Svenska riskkapitalföreningen.<sup>47</sup> Av den framgår att riskkapitalfinansierade bolag i Sverige beräknas samsätta nära 150 000 personer, det vill säga nästan 7 procent av alla anställda inom den privata sektorn. Under den studerade perioden - 1998 till och med 2003 - växte såväl antal anställda som omsättning i de riskkapitalfinansierade bolagen tre gånger så mycket som i företagen noterade på Stockholmsbörsens A-lista.<sup>48</sup>

Inledningsvis behandlar artikeln riskkapitalmarknadens struktur för att sedan övergå till att beskriva riskkapitalmarknaden i Sverige. Avslutningsvis behandlas banksystemets kopplingar till riskkapitalmarknaden.

Riskkapitalbolag investerar i onoterade företag i form av eget kapital. Varje investering eller grupp av investeringar görs av ett riskkapitalbolag inom en förutbestämd tidsperiod och finansieras genom en riskkapitalfond. Medlen i denna fond tillskjuts av en grupp finansiärer, inklusive en liten andel som kommer från riskkapitalbolaget självt. Ett riskkapitalbolag har vanligen en längre livslängd än de enskilda fonder som bolaget etablerar. Över tiden startar bolaget nya fonder och gamla fonder avvecklas, t.ex. när deras angivna tidsperiod utgått eller när deras ändamål uppfyllts. Riskkapitalfondens medel placeras, normalt, först i ett holdingbolag. Detta holdingbolags enda ändamål är att äga aktier i det portföljbolag i vilket den slutliga investeringen sker. Riskkapitalfonden är således enbart en finansieringskälla för riskkapitalbolaget, som tar alla beslut om köp och försäljningar, upplåning, etablering och avveckling av fonder m.m. Investeringarna i fonden får avkastning i olika former; avkastningen är avhängig av resultatet av bolagets förvaltning av de inköpta portföljföretagen.

46 Av dessa 1224 miljarder kronor utgör 668 miljarder upplåning i bankerna och 408 miljarder upplåning i bostadsinstituten. Resterande del utgör upplåning i övriga kreditmarknadsföretag.

47 Se Rapporten "Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag 1998-2003", R 2003:17, NUTEK och SVCA.

48 I tillväxtsammanhang lyfts ofta betydelsen av en väl fungerande riskkapitalmarknad fram. Inom EU initierades exempelvis 1998 en aktionsplan för riskkapitalmarknaden inom EU, Risk Capital Action Plan (RCAP). Där betonas att riskkapitalmarknaden spelar en viktig roll för finansieringen av nya företag och därmed också för att nya arbetstillfällen skapas inom EU. Genom att bland annat harmonisera regleringen av finansiella marknader och skattesystem inom medlemsländerna ska EU främja framväxten av en gemensam riskkapitalmarknad. Se exempelvis Communication of the European Commission, "Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union", SEC(1998) 552 och "Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: On Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP)", COM(2003) 654 som återfinns på Europeiska unionens hemsida, <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l24195.htm>

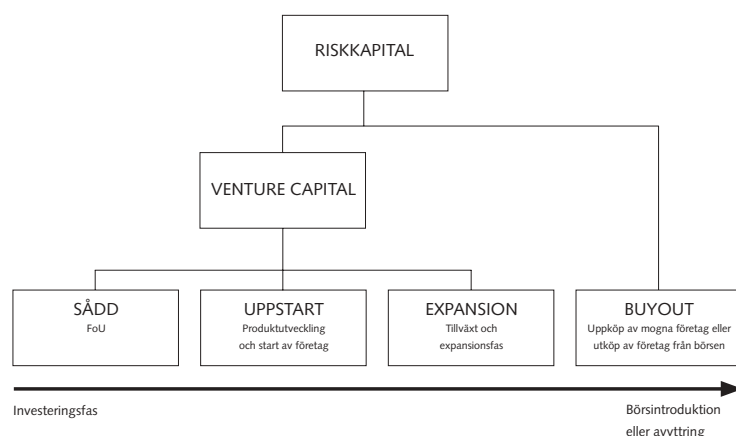


## Generell struktur för handel med onoterade bolag

### INVESTERINGSFASER I ONOTERADE BOLAG

Investeringar i eget kapital i onoterade bolag kanaliseras företrädesvis via riskkapitalbolag som genom riskkapitalfonder äger onoterade företag, så kallade portföljföretag. Riskkapitalbolagens investeringar kan i huvudsak delas in i investeringar i tidiga faser av företags livscykel, venture capital, och investeringar i senare faser av företags livscykel, buy-out, se figur 1.<sup>49</sup>

Figur 1. Riskkapitalmarknaden och olika investeringsfaser i onoterade företag



Lite förenklat kan tidiga investeringar i sin tur delas in i tre olika investeringsfaser. Såddfinansiering är finansiering till entreprenörer för att möjliggöra utveckling av idéer eller produkter som kan leda till att företag startas. Uppstartsfinansiering omfattar finansiering för att bilda företag och utveckla produkter. Expansionsfinansiering slutligen, innebär att redan existerande företag får finansiering för att kunna expandera.

Investeringar i någon av dessa tidiga faser innebär i regel hög risk, eftersom det rör sig om investeringar i nystartade företag med svaga kassaflöden och få materiella tillgångar. Banker bidrar normalt inte med riskkapital, det är inte deras affärsidé. Entreprenörer som vill utveckla sin verksamhet är därför hänvisade till att antingen belåna privata tillgångar, som exempelvis bostaden, eller att tillföra kapital till verksamheten genom att låta riskkapitalbolag gå in som delägare.

Buy-out investeringar innebär normalt något lägre risk, då dessa sker i mogna företag med stabilare kassaflöden och fler materiella tillgångar. De består i huvudsak av uppköp av onoterade företag eller utköp av noterade företag från börsen. Riskkapitalbolaget finansierar förvärvet delvis genom lån, företrädesvis från banker. Det är då frågan

<sup>49</sup> Ytterligare en kategori investeringar i form av eget kapital i onoterade bolag är de som genomförs av så kallade affärsänglar. Affärsänglar är privatpersoner som investerar egna medel företrädesvis i nystartade verksamheter som har svårt att få extern finansiering även via riskkapitalbolag. Tillförlitlig information om denna form av informellt riskkapital är svår att få. NUTEK har bland annat till uppgift att lämna stöd till organisationer som driver regionala nätverk för affärsänglar. I dagsläget lämnar NUTEK stöd till 18 olika regionala nätverk för affärsänglar. Därutöver bedriver NUTEK projekt som affärsängelnätverken ska kunna medverka i och dra nytta av, se NUTEKs hemsida <http://www.nutek.se/sb/d/148/a/282> för närmare information.

om ett lånefinansierat företagsförvärv (Leveraged Buy Out, LBO). Då belånas det förvärvade företags tillgångar och tanken är att kassaflödet i portföljföretaget delvis ska användas för räntebetalningar och amorteringar av förvärvslånet.

Gemensamt för alla riskkapitalbolag, oavsett investeringsinriktning, är att de investerar under en begränsad period. Riskkapitalfonderna har olika lång placeringshorisont beroende på vilken investeringsfas portföljföretaget befinner sig i. Såddfinansiering innebär vanligtvis längst placeringshorisont, 10 till 12 år, medan buy out-investeringar ofta har en placeringshorisont på 5 till 8 år. Oavsett vilken investeringsfas portföljföretaget befinner sig i är riskkapitalbolaget i de flesta fall en aktiv, styrande ägare som arbetar nära företagsledningen i syfte att förbättra rörelseresultat och kassaflöde och därmed öka portföljföretagets värde. När perioden är slut avyttras företaget (en så kallad exit sker). För ett riskkapitalbolag finns olika exitalternativ: att sälja till en industriell köpare, det vill säga ett annat industriföretag som av synergiskäl vill köpa portföljbolaget, att børsintroducera bolaget (Initial Public Offering, IPO) eller att sälja till något annat riskkapitalbolag.

Riskkapitalbolagen kan genom sin verksamhet sägas ha skapat en nisch vid sidan av värdepappersmarknaderna och kreditgivning via kreditinstitut. Affärsidén att tillföra unik kompetens och binda upp kapital under en relativt lång tid för att omstrukturera företag kräver en stark ägare i varje enskilt företag som ska omstruktureras.

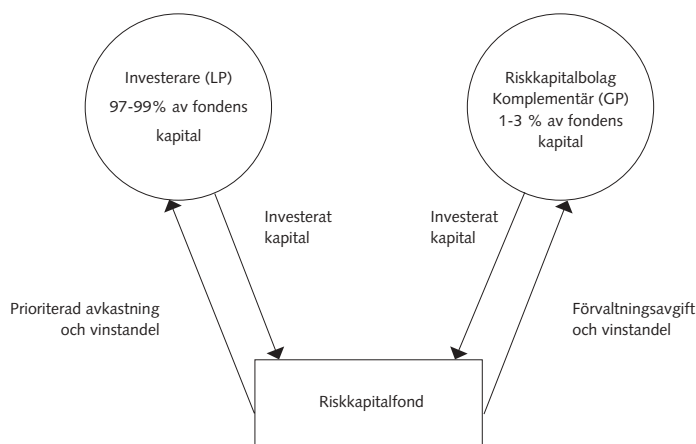
Väl fungerande aktie- och obligationsmarknader underlättar riskkapitalbolagens verksamhet. Likvida marknader för noterade aktier har inte bara stor betydelse för riskkapitalfonder som är aktiva i senare investeringsfaser, utan även för riskkapitalbolag som är inriktade på tidiga investeringsfaser. Potentiella investerare i riskkapitalbolag inriktade på tidiga investeringsfaser måste se att det är möjligt att avyttra portföljföretagen till andra riskkapitalbolag som är inriktade på sena investeringsfaser, där introduktioner av portföljföretagets aktier på en aktiebörs utgör ett reellt alternativ. En väl fungerande företagsobligationsmarknad gynnar riskkapitalmarknaden framförallt genom att den erbjuder möjligheter för riskkapitalfonder att refinansiera sina investeringar i portföljföretag.

#### RISKKAPITALFONDERNAS STRUKTUR OCH DERAS VINSTDELNINGSSYSTEM

Infrastrukturen och utformningen av de avtal som styr handeln med onoterade företag har framförallt utvecklats i USA och har i det närmaste blivit standard för sådan verksamhet i övriga länder. Riskkapitalfonderna är ofta så kallade Limited Partnerships, vars närmaste svenska motsvarighet är kommanditbolag. I denna bolagskonstruktion förekommer det en General Partner (GP), komplementär,<sup>50</sup> som har obegränsat ansvar inför fondens investerare, samt Limited Partners (LP) med begränsat ansvar, se figur 2.

50 General Partner (komplementären) är ofta ett aktiebolag vars delägare aktivt förvaltar portföljföretagen.

Figur 2. Riskkapitalfondens struktur



Det finns i huvudsak två anledningar till att denna struktur etablerats:

1. Riskdelning – en aktiv ägarpart skjuter till en liten del av kapitalet i fonden men tar huvuddelen av ansvaret, ett så kallat obegränsat ansvar, samtidigt som en passiv ägarpart, i form av flera investerare, skjuter till huvuddelen av kapitalet men tar begränsad risk.
2. Skattetransparens – att det är tydligt var beskattningen sker och vilken skatt investeraren ska betala.

Investerarna har ett begränsat ansvar i den meningen att de inte kan förlora mer än vad de investerat i riskkapitalfonden.

I och med att komplementären (GP) normalt bidrar med endast 1 till 3 procent av totalt förvaltad kapital i fonden och de passiva investerarna för resterande del samtidigt som komplementären också bestämmer vilka företag fonden ska investera i, finns det risk för att det uppstår ett principal agent-problem mellan investerarna och komplementären. Därför har alla riskkapitalfonder ett vinstdelningssystem som ger komplementären incitament att tillgodose investerarnas intressen och nå högsta möjliga avkastning för riskkapitalfonden.

Strukturen för ett sådant vinstdelningssystem är i stort sett likadana i alla riskkapitalfonder. Den innebär att investerarna får en viss prioriterad avkastning som för närvarande uppgår till mellan 6 och 8 procent. Av vinsten i riskkapitalfonden utöver den prioriterade avkastningen får investerarna 80 procent, medan komplementären erhåller de resterande 20 procenten. Avkastningen från fonden betalas emellertid ut till investerarna och komplementären först när fonden avvecklats och alla portföljföretag avyttrats.

Den enda ersättning från investerarna som betalas ut löpande från fonden till komplementären är en årlig förvaltningsavgift på 1,5 till 2,5 procent av förvaltad kapital. Detta ska täcka löpande kostnader för löner, kontor och konsultarvoden.

Riskkapitalfonderna är normalt så kallade löftesfonder (commitment funds på engelska), det vill säga investerarna ger enbart löften

om att investera i fonden och betalar inga pengar förrän komplementären begär det. När komplementären har hittat en investering som han vill göra måste investerarna betala in sin andel. När ett företag avyttras så går pengarna tillbaka till investerarna med avdrag för eventuell vinstandel till komplementären.

Limited partnershipstrukturen är en juridisk form som under århundraden har använts för att samla kapital och hantera risk och är därför väl förankrad som institutionell form för att bedriva riskkapitalverksamhet. Limited Partnership-strukturen i kombination med löftesfonder ger riskkapitalbolagen möjlighet att kalla på kapital från investerarna först när det behövs för att genomföra investeringar. Denna struktur möjliggör långsiktiga investeringar och att riskkapitalbolagen kommer ifrån aktieägarnas krav på kortsiktig lönsamhet. Självklart används även andra bolagsformer, exempelvis aktiebolag. Då finns pengarna på riskkapitalbolagets balansräkning vilket är kostsamt i väntan på att investeringar ska genomföras.<sup>51</sup> Informationskraven från bolagens finansiärer är stora för såväl aktiebolag som Limited Partnerships. För aktiebolag tillkommer dock kravet på publik information, inte minst för börsnoterade bolag.

Investerarna i riskkapitalfonderna binder upp sitt investerade kapital under en förhållandevis lång period, mellan 5 och 12 år beroende på investeringsinriktning. Därför är riskkapitalbolagen beroende av långsiktiga relationer med sina investerare. De långa bindningstiderna gör också att investerarna ställer höga krav på transparens i verksamheten. Innan investerare överhuvudtaget satsar kapital i riskkapitalfonden granskas komplementären ingående. Aktörerna själva har drivit fram standardiserade kontraktsformer med högt ställda krav samt omfattande granskningsprocedurer av komplementären, för att såväl investerarnas som komplementärens intressen ska tillgodoses.

När granskningen är avslutad sluts kontrakt mellan investerare och komplementär där investeringsstrategi och komplementärens åtagande gentemot investerarna specificeras. Genom kontraktet binds investerarnas löften om utbetalningar till fonden för en viss tidshorisont. Det enda sättet för investerarna att slippa ifrån sina löften om utbetalningar till fonden eller att få tillbaka sina pengar innan den kontrakterade perioden tagit slut är att sälja sina andelar i riskkapitalfonden till andra planerare, vilket ibland är möjligt, även om det inte finns någon utvecklad andrahandsmarknad.

Verksamheten i riskkapitalbolagen kontrolleras löpande av investerarnas ombud så att avtal hålls och avtalad investeringsplan följs. Vanligtvis utsätts komplementären för en omfattande och regelbundet återkommande granskning, omkring vart fjärde år.

Komplementären har normalt den första halvan av fondens livslängd, den så kallade investeringsperioden, på sig att förvärva portfölj företag. Efter investeringsperiodens utgång görs inga nya portföljinvesteringar utan endast eventuella tilläggsinvesteringar till de redan

51 I Sverige åtnjuter aktiebolagsformen en fördel genom att avkastningen från aktieinnehav är skattebefriad, en skattelättnad som inte kommanditbolag åtnjuter.

gjorda. Normalt kan en komplementär etablera en ny fond när 70 till 80 procent av den tidigare fondens kapital är investerat.

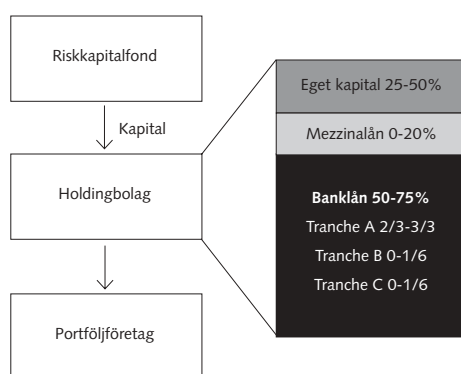
På grund av att fonderna oftast är löftesfonder måste investerarna ha en sådan god finansiell ställning att komplementären är säker på att löftena kan infrias. Därför är nästan alla investerare av institutionell karaktär.

#### FINANSIERINGSSTRUKTUR FÖR LÅNEFINANSIERADE BOLAGSFÖRVÄRV

Finansieringsstrukturen för förvärv av portfölj företag ser något olika ut mellan riskkapitalfonder med inriktning mot investeringar i tidiga faser, venture capital, och riskkapitalfonder med inriktning mot investeringar i sena faser, buy-out. Venture capital-fonderna förser enbart portfölj företagen med extern finansiering i form av eget kapital. Buy-out-fonderna däremot kombinerar investeringarna i form av eget kapital med förvärvslån från externa kreditgivare.

I syfte att isolera den risk som fonden tar vid ett lånefinansierat företagsförvärv bildas normalt ett holdingbolag för varje portfölj företag där förvärvslånet placeras. Holdingbolagets enda tillgångar är aktier i portfölj företaget. Finansieringsstrukturen i holdingbolaget anges oftast i termer av hur stor respektive finansieringskälla är i förhållande till portfölj företagets rörelseresultat (resultat före finansiella kostnader och skatt, på engelska förkortat EBIT).

Figur 3. Lånefinansierat företagsförvärv



Finansieringsstrukturen och avkastningskraven förknippade med olika finansieringskällor vid lånefinansierade företagsförvärv är relativt standardiserade (se figur 3). I dagsläget kan finansieringsstrukturen för lånefinansierade företagsförvärv i grova drag se ut enligt framställningen nedan.

- Företagsförvärvet finansieras vanligtvis med eget kapital från riskkapitalfonden, och eventuellt även från företagsledningen i portföljföretaget, motsvarande 2 till 2,5 gånger EBIT. Banklån, eller senior debt, står för 4 till 4,5 gånger EBIT och mezzaninlån kan, förutsatt att riskkapitalfonden väljer att använda sådan finansiering, utgöra omkring 1,5 till 2 gånger EBIT.
- Banklånen kan delas upp i flertalet olika trancher förknippade med olika återbetalningsvillkor i form av olika räntekostnader, löptider och amorteringsvillkor. Vanligt är en uppdelning i tre olika trancher, här kallade A till C. Tranch A har kortast löptid, 7 år, och amorteras av under lånets löptid. Den utgör 60-70 procent av banklånen och har ett avkastningskrav på 2,25 procent över riskfri ränta. De övriga två trancherna, B och C, är normalt amorteringsfria och utgör var och en mellan 15-20 procent av banklånen. Tranch B har en löptid på 8 år och avkastningskrav på 2,75 procent utöver riskfri ränta. Den tredje tranchen, C, har en löptid på 9 år och avkastningskrav på 3,25 procent utöver den riskfria räntan. Förutom räntan på lånen tar bankerna även ut en avgift vid lånets uppläggning som är i storleksordningen 2 till 3 procent av lånets storlek.
- Mezzaninlån ges av särskilda mezzaninfonder eller mezzaninföretag specialiserade på denna typ av kreditgivning, men även av banker. Mezzaninlån ges utan krav på säkerheter och hamnar efter banklån, men före eget kapital i prioritetsordning i händelse av konkurs i portföljföretaget. Dessa krediter är behäftade med större risk än vanliga banklån och motiverar därför högre ränta. Mezzaninlån kan löpa på upp till 10 år och avkastningskravet ligger på ungefär 10 till 11 procent över riskfri ränta. Omkring 40 procent av räntan betalas ut löpande medan resterande del ackumuleras och betalas ut först när mezzaninlånet löper ut. Dessutom är det vanligt att denna typ av utlåning innehåller ett optionsinslag som innebär att kreditgivaren får warrants, köpoptioner med lång löptid, på aktierna i portföljföretaget som en del av avkastningen på lånet. När portföljföretaget avyttras ur riskkapitalfonden ges mezzaninfinansiären möjlighet att förvärva aktier i portföljföretaget till ett förutbestämt pris.

Avkastningskraven speglar således den risk som är förknippad med de olika finansieringskällorna. Finansiering med eget kapital medför störst risk och har därmed också det högsta avkastningskravet, ca 25 procent. Därefter kommer mezzaninlån följt av banklån med säkerhet i portföljföretagets aktier. Under perioder med mycket god tillgång på kapital och då konkurrensen bland riskkapitalbolag och kreditgivare samtidigt är hög har belåningsgraderna tenderat att öka och avkastningskraven att minska samtidigt som andelen amorteringsfria lån ökar. En sådan utveckling innebär naturligtvis ökad risk för finansiärerna.

## Handeln med onoterade bolag i Sverige

Med svenska riskkapitalbolag menas fortsättningsvis riskkapitalbolag som i huvudsak investerar i svenska företag oavsett var riskkapitalbolagets fonder är placerade. I stort sett alla riskkapitalfonder som drivs av svenska riskkapitalbolag är placerade utanför Sverige. Det beror dels på att kommanditbolags avkastning på aktieinnehav inte är skattebefriad, men också på att den svenska skattelagstiftningen är oklar när det gäller hur utländska delägare i ett kommanditbolag placerat i Sverige ska beskattas. Svenska kommanditbolag beskattas enligt principen om permanent driftställe. Enligt ett förhandsbesked från Riksskatteverkets skattenämnd anses utländska delägare i svenska kommanditbolag ha permanent driftställe i Sverige och därmed också vara skyldiga att betala skatt i Sverige. Innan detta förhandsbesked prövats i domstol råder osäkerhet om de utländska delägarnas skattskyldighet i Sverige.

Nästan 70 procent av kapitalet i de svenska riskkapitalbolagens fonder kommer just från investerare i andra länder, se diagram 2. I många sammanhang framhålls det att beroende av utländskt kapital kan utgöra en risk, då det uppfattas som mer lättflyktigt och finansieringen snabbt kan försvinna. När det gäller riskkapitalfonder är det inte uppenbart att så är fallet, med tanke på den långa bindningstiden. För existerande fonder är därmed risken liten, för att inte säga obefintlig, att utländskt kapital skulle försvinna från svenska riskkapitalfonderna på kort sikt. På längre sikt finns det dock en risk att riskkapitalbolagen inte kan locka till sig utländskt kapital till sina nya fonder om de inte klarat att generera tillräckligt hög avkastning till investerarna. Den risken löper dock alla kapitalförvaltare och det är inget unikt för riskkapitalfonder. Så länge riskkapitalbolagen genererar avkastningar som investerarna är nöjda med finns det ingen anledning att tro att tillflödet av utländskt kapital skulle svikta.

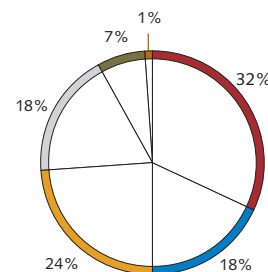
Bland de investerarkategorier som investerar i de svenska riskkapitalfonderna så dominerar institutionella investerare som pensionsfonder, försäkringsbolag, fond-i-fond förvaltare och andra institutionella investerare med långa åtaganden i sina balansräkningar, se diagram 3.

Under det senaste året har branschen haft ett ovanligt stort inflöde av nytt kapital, både i Sverige och internationellt. Till stor del beror detta på att kapitalförvaltare i Europa ökar andelen av onoterade placeringar rent allmänt och att institutioner i USA ökar sin andel av onoterade placeringar i Europa.

Närmare 75 procent, av det kapital som förvaltas av svenska riskkapitalbolag riktas mot investeringar i senare faser av företagens livscykel, det vill säga buy-out segmentet.

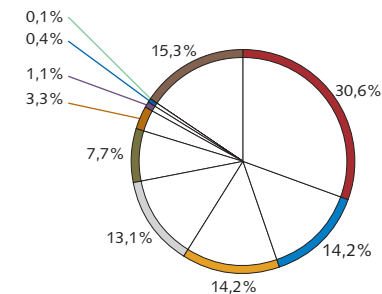
Ungefär 90 procent av buy-out investeringarna, det vill säga nästan 70 procent av det totala riskkapitalet, förvaltas av de tio största riskkapitalbolagen inom detta segment, se tabell 1. Omkring hälften av de svenska riskkapitalbolagens löften om kapital från investerare på totalt 215 miljarder kronor förvaltas av tre riskkapitalbolag, EQT

Diagram 2. Geografisk fördelning för anskaffat kapital i svenska riskkapitalbolags fonder 2004. Procent



Källa: SVCA.

Diagram 3. Anskaffat kapital i svenska riskkapitalbolagsfonder fördelat efter investerarkategori 2004. Procent



- Pensionsfonder
- Fond i fond
- Företag
- Försäkringsbolag
- Bank
- Privatpersoner
- Akademiska institutioner
- Kapitalmarknad
- Offentlig sektor
- Annan

Källa: SVCA.

(51 miljarder kronor), Industrikapital (35 miljarder kronor) och Nordic Capital (22 miljarder kronor).

Tabell 1. Riskkapitalbolag inriktade på buy-out investeringar i Norden

Riskkapitalbolag med i huvudsak nordisk inriktning	Förvalt kapital i mdr SEK
EQT	51
Industrikapital	35
Nordic Capital	22
CapMan	11
Ratos	8,5
Altor	6
Accent	5
Segulah	3,5
Procuritas	3
Litorina	1
Övriga riskkapitalbolag	19,2
<b>Summa förvalt kapital</b>	<b>165,2</b>

Källa: SVCA

Det är också buy-out segmentet som tilldrar sig det största intresset från utländska riskkapitalbolag. Svenska riskkapitalbolag väntas möta ökad konkurrens i framtiden från utländska riskkapitalbolag, framförallt beträffande större buy-out investeringar. I tabell 2 är de största utländska riskkapitalbolagen som påbörjat investeringar i Sverige listade.<sup>52</sup>

Tabell 2. Utländska riskkapitalbolag med etablerad verksamhet i Sverige

Riskkapitalbolag med global inriktning och nyetablerad verksamhet i Sverige	Förvalt kapital i mdr SEK
Apax	108
Permira	100
3i	94
Bridgepoint	37
Doughty Hanson	34
<b>Summa förvalt kapital</b>	<b>373</b>

Källa: SVCA

Även om det är fråga om mycket stora riskkapitalbolag så har de ännu inte särskilt stora investeringar i svenska portföljföretag. Starkt bidragande till det är att riskkapitalverksamhet förutsätter etablerade och omfattande lokala nätverk, gedigen kunskap om det lokala näringslivet och specialkompetens beträffande den lokala jurisdiktionen. Det är kostsamt och tidskrävande att få detta på plats även för stora

52 Den svenska staten deltar i riskkapitalmarknaden genom investeringar i sådd- och uppstartsfinansiering. Genom sju regionala så kallade teknikbrostiftelser som förvaltar 1 miljard kronor, Stiftelsen Innovationscentrum (SIC) och NUTEK har staten tidigare finansierat entreprenörer i såddfasen. NUTEK har dock upphört helt med såddfinansiering och SIC har i princip slut på sina medel för såddfinansiering. Industrifonden och AP-fonderna representerar idag i stort statens involvering i finansiering av företag i senare skeden genom uppstarts- och expansionsfinansiering. Industrifonden är en stiftelse som grundades av staten 1979 och har 3,5 miljarder kronor i tillgångar varav 1,7 miljarder är investerade i företag. Sjätte AP-fonden har i uppgift att investera hela sitt kapital i svenska onoterade bolag. Av sjätte AP-fondens 13,9 miljarder kronor är 8,5 miljarder investerade i onoterade bolag. Ytterligare 3,5 miljarder kronor utgör löften om kapitaltillskott som ännu inte är utbetalda. De övriga AP-fondernas placeringsregler medger att upp till 5 procent av fondernas tillgångar får placeras i riskkapital i form av onoterade tillgångar. I dagsläget är det sjunde AP-fonden som utnyttjat den möjligheten i störst uträkning och har placerat omkring 4 procent av sina tillgångar, det vill säga 1,7 miljarder kronor, i detta tillgångsslag.



riskkapitalbolag. Att döma av storleken på deras fonder finns det dock potential för omfattande investeringar även i svenska portfölj företag.

Svenska riskkapitalbolag inriktade på venture capital är typiskt sett mindre än riskkapitalbolagen inriktade på buyout investeringar. Det framgår av tabell 3 där alla svenska riskkapitalbolag är listade som inriktar sig mot venture capital och förvaltar minst 1 miljard kronor. Sammantaget förvaltar riskkapitalbolag inriktade på de tidiga faserna 25 procent av det totala riskkapitalet i Sverige.

**Tabell 3. Svenska riskkapitalbolag med inriktning mot venture capital**

Riskkapitalbolag med i huvudsak nordisk inriktning	Förvalt kapital i SEK
Investor Growth Capital	15
Industrifonden	3,5
IT Provider	3
Eqvitec	2,4
Scandinavian Life Science vent.	2,2
Nordic Venture Partners	1,8
Innovations Kapital	1,8
Northzone Ventures	1,5
H&B Capital/Life Equity	1,5
Brainheart capital	1,3
SEB Strategic Investments	1,3
Skanditek	1,3
SEB Företagsinvest	1,2
Ledstierman	1,1
<b>Summa förvalt kapital</b>	<b>38,9</b>

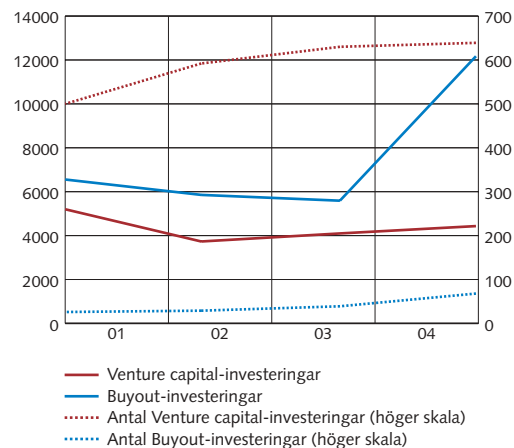
Källa: SVCA

Under perioden 2001 till 2003 ökade antalet investeringar svagt för såväl venture capital som buyout, se diagram 4. Samtidigt ökade buyout investeringarna uttryckt i kronor anmärkningsvärt mycket under förra året, en fördubbling på ett år. Den summa som placerades i venture capital investeringar var dock i stort sett oförändrad.

En jämförelse mellan avkastningarna från svenska riskkapitalfonder och ett genomsnitt för europeiska riskkapitalfonder visar att svenska venture capital fonder uppvisar en avkastning som ligger på ungefär samma nivå och som utvecklas i samma riktning som europa-genomsnittet sedan 1999, se diagram 5. De svenska buyout fonderna däremot, uppvisar en avkastning som ligger väsentligt över europa-genomsnittet. Även om den höga avkastningen för svenska buyout fonder ska tolkas med viss försiktighet, eftersom den domineras av avkastningen för några få stora fonder, så kan detta ha bidragit till det ökade inflödet av kapital till svenska riskkapitalbolags fonder och ett ökat intresse från utländska riskkapitalfonder att investera i Sverige. Det har sannolikt skapat en viss prispress uppåt på potentiella köpobjekt.

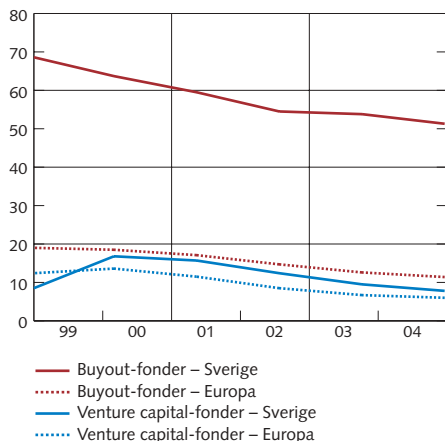
I media har det förts fram att avyttringarna av portfölj företagen ur buyout-fonderna i allt högre utsträckning sker genom försäljning till andra riskkapitalbolag. Detta skulle peka på att priserna blivit orimligt höga, eftersom börsens investerare inte är beredda att betala lika mycket som riskkapitalbolagen gör.

**Diagram 4. Volymutvecklingen för venture capital-respektive buyout-investeringar över tiden. Miljoner kronor och antal**



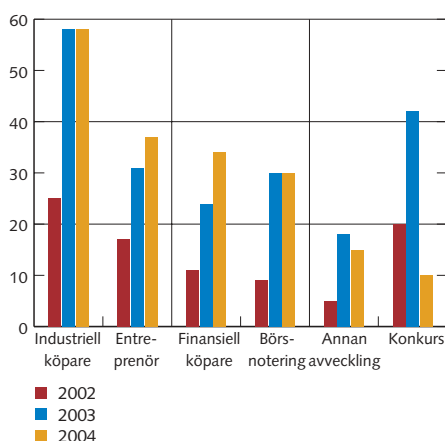
Källa: SVCA.

Diagram 5. Avkastning på venture capital respektive Buyout investeringar i Sverige och genomsnitt för Europa. Procent



Källa: Thomson Financial.

Diagram 6. Svenska riskkapitalbolags avyttringar av portfölj företag fördelat efter köparkategori. Antal



Källa: SVCA.

En sammanställning över vilka köparkategorier som förvärvat portfölj företag när riskkapitalbolagen avvecklat sina fonder visar att köparna i ökad utsträckning varit andra riskkapitalbolag, se diagram 6. Riskkapitalbolag ingår i kategorin finansiella köpare och antalet avyttringar till denna kategori köpare har ökat stadigt under de senaste tre åren.

Den enskilt största kategorin köpare är dock industriella köpare. I någon mening kan det sägas vara ett tecken på att riskkapitalmarknaden fungerar väl, då det tyder på att riskkapitalbolagen genom sitt ägande utvecklat portfölj företag som andra industriella köpare tycker passar in som delar av sin verksamhet. I Sverige liksom i övriga Europa pågår en konsolidering av företagssektorn som innebär att företag förvärvat eller går samman med företag inom samma bransch samt att företag renodlar sin verksamhet och avyttrar verksamheter som inte tillhör företagets kärnverksamhet. Det är just sådan verksamhet som buy-out-fonderna är inriktade på.

Dessutom är det så att riskkapitalbolagen inte alltid kommer att vara färdiga med sitt arbete med att omstrukturera portfölj företagen när riskkapitalfonden närmar sig slutet av sitt förutbestämda engagemang. Då är det dags för en ny riskkapitalfond att ta vid där den gamla riskkapitalfonden slutade. Att andra riskkapitalfonder och industriella köpare köper portfölj företag är således i sig inte nödvändigtvis ett tecken på att de blivit för dyra för börsen. De kan helt enkelt ännu inte vara börsfärdiga utan behöva utvecklas vidare inom en industrikoncern eller ett annat riskkapitalbolag.

Samtidigt finns det onekligen frågetecken kring tendensen att riskkapitalbolagen använder kassaflöden i portfölj företagen till att betala räntor och amorteringar i holdingbolagen. Det kan begränsa portfölj företagens möjligheter att investera och utvecklas med egna medel. Det kan också medverka till att priserna på potentiella köpobjekt drivs upp på det sätt som uppenbarligen skett på marknaden. Dessutom växer osäkerheten kring riskkapitalbolagens möjligheter att verkligen kunna omstrukturera och utveckla portfölj företagen så att de så småningom kan avyttras med vinst.

## De svenska bankernas roll i handeln med onoterade bolag

Bankerna deltar i handeln med onoterade bolag på i huvudsak tre olika sätt – genom att ge krediter till lånefinansierade företagsförvärv, genom att arrangera finansieringspaket där finansieringen sprids ut på andra aktörer samt genom direkta investeringar i onoterade bolag mot bankens egen balansräkning.

Det är enbart SEB av de fyra svenska storbankerna som bedriver riskkapitalbolagsverksamhet i egen regi med bankens egna pengar. SEB Företagsinvest och SEB Strategic Investments drivs som två separata avdelningar inom banken. SEB Företagsinvest gör venture capital investeringar med fokus på teknikföretag och företag inom hälso- och sjukvård. SEB Strategic Investments har inte samma klara venture

capital inriktning, utan investerar i företag som har någon strategisk koppling till bankens övriga verksamhet.

Vad det gäller kreditgivning till riskkapitalbolagens lånefinansierade företagsförvärv så bedriver alla fyra svenska storbankerna sådan verksamhet. De ger krediter mot säkerhet i holdingbolagets aktier i portföljföretaget (vilket i slutändan är säkerhet mot det förvärvade företagets tillgångar).

Förutom vanliga krediter till holdingbolaget, kan bankerna även ge mezzaninlån. I dagsläget erbjuder samtliga svenska banker, utom en, sådan finansiering.<sup>53</sup> Genom att erbjuda mezzaninlån vid sidan av krediter mot säkerheter kan banken erbjuda ett samlat finansieringspaket.

Det finns ingen statistik som talar om hur omfattande bankernas kreditgivning till lånefinansierade företagsförvärv är, men det går att göra en grov uppskattning. Riskkapitalbolagen vänder sig nästan uteslutande till banker som är baserade i samma land som portföljföretaget som ska förvärvas. Ett genomsnitt beräknat för de senaste sex åren ger vid handen att 63 procent av svenska riskkapitalbolags förvaltade kapital investerats i Sverige. Uppskattningsvis har riskkapitalbolagen med inriktning mot buy-out investerat drygt 80 miljarder i olika portföljföretag varav drygt hälften i svenska portföljföretag. Givet att bankerna accepterar 50 procents belåningsgrad av portföljföretagens tillgångar, skulle de svenska bankernas utlåning till riskkapitalbolagens lånefinansierade företagsförvärv uppgå till cirka 40 miljarder kronor. Det utgör ca 4 procent av de fyra stora svenska bankernas totala utlåning till svenska icke-finansiella företag.<sup>54</sup>

Vid riktigt stora företagsförvärv förekommer det att flera riskkapitalbolag förvärvar företag tillsammans, framförallt i de fall där en affär skulle utgöra en alltför stor del av en enskild fonds totala tillgångar. Enskilda fonder placerar i regel inte mer än 20 procent av sina totala tillgångar i ett enskilt företag.

Företagsförvärven sker oftast genom auktionsförfarande, oavsett om affären initierats av riskkapitalbolaget eller om riskkapitalbolaget fått en affärsidé presenterad för sig. På så sätt kan säljaren försäkra sig om att få ett så bra försäljningspris som möjligt, även vid de tillfällen som försäljningen initierats av ett riskkapitalbolag.

När en affärsidé som rör lånefinansierat förvärv av ett företag i Sverige tagit form tar riskkapitalbolaget vanligtvis kontakt med samtliga svenska storbanker för att förhandla om villkor för lån. Bankerna konkurrerar sinsemellan bland annat med vilken skuldsättningsgrad de kan acceptera i det lånefinansierade förvärvet.

Under det senaste året har de svenska bankerna märkt av ökad konkurrens från utländska investmentbanker, framförallt bland affärer

53 Nordiska aktörer som erbjuder mezzaninfinansiering är SEB, Nordea, SHB, Kaupthing, Islandsbanki, Ilmarinen, Den Norske Bank, Nordic Mezzanine, CapMan, EQT, Eqvitec och Carta Capital.

54 Eftersom krediter till lånefinansierade företagsförvärv inte kan särskiljas i bankernas kreditportföljer kan vi inte heller se hur stor bankernas kreditgivning till denna typ av verksamhet är. Givet att riskkapitalfonderna lånefinansierar förvärv av icke-finansiella portföljföretag med lån från banker så kategoriseras denna typ av utlåning som utlåning till icke-finansiella företag. De fyra stora svenska bankernas totala utlåning (dvs inklusive utlåning via finansbolag och bostadsinstitut) till svenska icke-finansiella företag uppgår till ca 934 miljarder kronor.

som omfattar större företagsförvärv (affärer över 100 miljoner euro). Den ökade konkurrensen märks bland annat genom att de utländska bankerna accepterar högre belåningsgrader och större andel amorteringsfria lån. I hög utsträckning är det de utländska investmentbankerna som arrangerar syndikering av lån till större företagsförvärv. Investmentbanken som arrangerar syndikeringen erhåller en avgift motsvarande cirka 2,5 procent av kreditbeloppet. Krediten portioneras sedan ut bland mindre banker och investmentbanken behåller vanligtvis en liten del, cirka 5 procent, av den syndikerade krediten. På så vis kan den ökade risken i kreditgivningen spilla över på mindre banker, som vill ta del i syndikeringen.

Inte bara utbudet av bankkrediter ökar utan även utbudet av mezzaninlån. Hedgefondernas växande intresse för att delta i mezzaninfinansiering har inneburit god tillgång på denna typ av finansiering till fördelaktiga villkor, där bland annat den amorteringsfria delen av lånen ökat.

Ett sätt att få en grov uppfattning av om bankerna tar stora risker när de ger krediter till riskkapitalbolag som genomför lånefinansierade företagsförvärv är att titta på hur transaktionspriset förhåller sig till företagets EBIT för faktiskt genomförda företagsförvärv, se diagram 7.<sup>55</sup> Ett högre värde indikerar en ökad risk eftersom transaktionspriset ökat men inte den underliggande intjäningsförmågan. Trenden för Europa är att EBIT-multipeln ökar svagt över tiden från 1995 till och med 2004, vilket indikerar en något ökad risknivå i buy-out.

EBIT-multiplarna för svenska portföljföretag ligger av allt att döma något under genomsnittet för Europa och någon motsvarighet till ökningen av EBIT-multiplarna som kan observeras för europagenomsnittet under 2004 kan inte observeras. Detta tyder således på att risknivån i det svenska banksystemet inte skulle ha ökat till följd av finansiering av riskkapitalbolagens företagsförvärv.

55 EBIT-multipeln anger hur stort transaktionspriset för ett företag som varit föremål för ett lånefinansierat förvärv är i förhållande till dess rörelseresultat före finansiella kostnader och skatt.

## Sammanfattande diskussion

Att en riskkapitalmarknad utvecklats i Sverige efter internationella förebilder är i grunden positivt. Riskkapitalbolagen fyller ett behov som banker och andra institutioner på den finansiella marknaden inte kan tillfredställa.

Kartläggningen av den svenska riskkapitalmarknaden visar att den del av riskkapitalmarknaden som kanaliserar kapital till företag i tidiga investeringsfaser, venture capital-marknaden, är mindre omfattande. Riskkapitalbolagen som är verksamma här är överlag små och tillsammans förvaltar de endast en fjärdedel av det totala riskkapitalet. Banksystemet har inga direkta kopplingar till denna del av riskkapitalmarknaden eftersom den omfattar investeringar i omogna verksamheter med få materiella tillgångar och svaga kassaflöden.

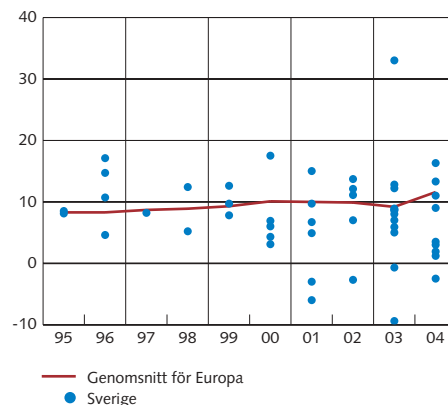
Huvuddelen av riskkapitalet, 75 procent, förvaltas av riskkapitalbolag verksamma inom buy-out segmentet. Det är till denna del av riskkapitalmarknaden som banksystemet har starkast kopplingar i och med att riskkapitalfonderna till stor del använder bankkrediter för att finansiera företagsförvären. Även om banklån är den enskilt största finansieringskällan vid lånefinansierade förvärv så utgör de emellertid fortfarande en relativt liten andel av de fyra stora svenska bankernas totala företagsutlåning.

Buy-out investeringarna är starkt koncentrerade till några få riskkapitalbolag. Omkring hälften av de svenska riskkapitalbolagens investeringskapital på totalt 220 miljarder kronor förvaltas av tre riskkapitalbolag inom buy-out segmentet - EQT, Industri Kapital och Nordic Capital.

Hög avkastning för svenska buy-out fonder har lett till att såväl svenska riskkapitalbolag som svenska banker mött ökad konkurrens från utländska aktörer. Konkurrensen mellan riskkapitalbolagen tar sig uttryck i att priserna på potentiella köpobjekt ökat. Konkurrensen mellan bankerna tar sig främst uttryck i högre belåningsgrader och ökad andel amorteringsfria lån i lånefinansierade företagsförvärv.

Ett mått på risken i lånefinansierade företagsförvärv är transaktionspris i relation till rörelseresultat. Här ligger Sverige något under genomsnittet för Europa och har inte upplevt någon motsvarighet till den ökning av EBIT-multiplarna som kan observeras för europagenomsnittet under 2004. Samtidigt är det svårt att bortse från att affärerna i riskkapitalbolagen blivit större, att priserna på portföljfirmorna ökat och att belåningsgraderna i holdingbolagen vuxit. Alla dessa faktorer torde ha bidragit till att risknivån i den lånefinansierade delen av riskkapitalmarknaden är högre än för några år sedan, kanske i enskilda fall väsentligt högre.

Diagram 7. EBIT-multiplar för lånefinansierade företagsförvärv, enskilda transaktioner för Sverige och genomsnitt för Europa



Källa: The Centre for Management Buy-Out research

Anm. Heldragen kurva representerar Europagenomsnittet och punkterna representerar kvoten mellan transaktionspris och vinst före finansiella kostnader och skatt (EBIT) för enskilda svenska företag som varit föremål för lånefinansierade förvärv av riskkapitalbolag.



## ■ Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn

*Finansiell reglering måste bygga på en solid grund av samhälls-ekonomisk analys. Två villkor måste därför vara uppfyllda för att reglering ska vara befogad: dels att det går att påvisa ett marknadsmisslyckande av något slag, dels att nyttan med regleringen överstiger den samhällsekonomiska kostnaden. I den här artikeln diskuteras övergripande hur marknadsmisslyckanden kan motivera reglering av olika delar av den finansiella sektorn. Vidare pekas på problem och målkonflikter som uppstår då nyttan av en reglering ska vägas mot dess kostnad.*

För att ett samhälle ska fungera väl krävs – liksom en fysisk infrastruktur – även en grundläggande juridisk infrastruktur bestående såväl av regler som av institutioner som tillämpar reglerna.<sup>56</sup> Hit hör ett starkt egendomsskydd och pålitliga system för pantsättning av egendom som säkerhet för lån. Även framväxten av det moderna aktiebolaget, som i sina grunder ser ungefär likadant ut i hela världen, är en viktig faktor bakom den ekonomiska utvecklingen.

Den fortsatta analysen utgår från att en sådan infrastruktur redan finns på plats och fokuserar på behovet av ytterligare regleringar. Fokus är på regleringar av finansiella företag, även om mycket av det som sägs också kan gälla reglering av andra sektorer. Finansiella företag är visserligen i särskilt hög grad föremål för reglering och tillsyn, men de är inte unika i detta avseende. Livsmedelsbranschen är ett annat exempel.

Två motiv brukar framhållas som grund för särreglering av finansiella företag: behovet att skydda ekonomin mot systemstörningar och behovet av konsumentskydd. Systemskydd innebär regler i syfte att skydda hela det finansiella systemet mot allvarliga chocker, t.ex. en bankkras. Konsumentskydd innebär regler som syftar till att skydda den enskilda konsumenten mot olika former av otillbörligt utnyttjande.

Reglering innebär dock kostnader, både av direkt och indirekt karaktär. Nyttan av reglering måste alltid vägas mot dessa kostnader. Behovet av att skärskåda den finansiella särregleringen förstärks av att det befintliga regelverket har byggts under lång tid och är resultatet av politiska kompromisser, inte minst i form av EG-direktiv.

Till följd av att finansiell reglering numera ofta har sitt ursprung i olika internationella överenskommelser är Sveriges möjligheter att i efterhand välja en annan inriktning av regleringarna begränsade. Sverige kan dock – med målsättningen att regleringar ska baseras på ekonomisk analys – påverka utformningen av regelverket genom att lämna synpunkter på reglerings- och lagstiftningsförslag samt genom att delta i det internationella arbetet med utformningen av gemensamma standarder och rekommendationer. Detta är en viktig del av

<sup>56</sup> Ekonomisk forskning har lyft fram vikten av juridisk infrastruktur för ekonomiskt framåtskridande. Se till exempel Levine (1999), "Law, Finance and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, 8, 8-35, Mayer och Sussman (2001) "The Assessment: Finance, Law and Growth", *Oxford Review of Economic Policy*, 17, 457-466, och Rajan och Zingales (2001), "Financial Systems, Industrial Structure and Growth", *Oxford Review of Economic Policy*, 17, 467-482.

Riksbankens arbete. Ett exempel är att banken, inom ramen för s.k. G10-samarbetet, deltar i Baselkommittén som utformar kapitalkrav för bankerna.

Syftet med denna artikel är att utifrån ett samhällsekonomiskt synsätt analysera motiven för särreglering av den finansiella sektorns olika delar.<sup>57</sup> Avsikten är inte att analysera specifika regleringar i detalj. Diskussionen omfattar den finansiella sektorn i vid bemärkelse och har bäring på betalningsförmedlare, banker, värdepappersbolag, kreditmarknadsbolag, inlåningsföretag, börser och marknadsplatser, försäkringsbolag, fondbolag m.m.

Artikeln inleds med en principiell diskussion kring de generella motiven för reglering följt av en allmän beskrivning av de finansiella regleringsmotiven med utgångspunkt från den finansiella sektorns tre huvudfunktioner. Huvuddelen av artikeln analyserar sedan de två traditionella motiven för finansiell särreglering, systemskydd och konsumentskydd. Därefter diskuteras olika målkonflikter och problem med särregleringen. Avslutningsvis presenteras ett antal implikationer för den finansiella regleringen i Sverige.

### Generella motiv för reglering

Motiven för finansiell reglering skiljer sig inte på något fundamentalt sätt från motiven för reglering av vilken annan verksamhet som helst. Därför kan det vara värdefullt att, innan vi går in på de specifika motiven för finansiell särreglering, beskriva hur ekonomisk teori ser på reglering generellt.

Samhällsekonomisk effektivitet anses normalt kunna uppnås när ekonomiska verksamheter kan bedrivas på väl fungerande marknader under god konkurrens och med ett minimum av offentliga regleringar och ingripanden.<sup>58</sup> Fria och oreglerade marknader kan, med detta synsätt, i de flesta fall tillgodose hushålls och företags olika intressen. Ibland förekommer emellertid brister som gör att marknadsmekanismerna inte fungerar. Därmed uppnås inte heller det samhällsekonomiskt mest effektiva resultatet; det kommer antingen att produceras för mycket eller för lite av någon vara eller tjänst i förhållande till vad som vore samhällsekonomiskt optimalt. Ibland lyckas marknadsaktörerna själva konstruera olika sätt att hantera sådana brister i marknadens funktion, i andra fall lyckas de mindre väl med detta. I det senare fallet uppstår således ett verkligt *marknadsmisslyckande*. Det kan då finnas motiv för det offentliga att gripa in med någon form av reglering.

<sup>57</sup> Traditionellt har diskussioner kring motiv för finansiell reglering ofta baserats på andra bevekelsegrunder än de rent samhällsekonomiska som används i denna artikel. Oavsett ursprunglig bevekelsegrund, bör alla regleringar underkastas en samhällsekonomisk analys, eftersom de nästan alltid innebär prioriteringar av ändliga resurser.

<sup>58</sup> De flesta grundläggande läroböcker i mikroteori innehåller en diskussion kring dessa frågor., se t.ex. Hal Varian, *Intermediate Microeconomics*, W.W. Norton & Company, eller Peter Bohm *Samhällsekonomisk effektivitet*, SNS förlag.



## MARKNADSMISSLYCKANDEN

Ett marknadsmisslyckande inträffar helt enkelt när de som handlar på marknaden, ofta av helt legitima skäl, inte har motiv att agera så att priser och kvantiteter blir de som skulle uppkomma på en fri och konkurrensutsatt marknad. I samhällsekonomisk teori identifieras flera olika typer av marknadsmisslyckanden.

**Externa effekter** är en typ som ofta nämns. Negativa externa effekter uppstår till exempel när en aktör fattar beslut som medför kostnader för andra, utan att den som fattar beslutet tar hänsyn till dessa. Ett klassiskt exempel på detta är när ett företag, samtidigt som det producerar varor, även producerar luftföroreningar som drabbar omgivningen. Dessa luftföroreningar utgör en samhällsekonomisk kostnad, som den som driver företaget i det här fallet inte tagit tillräcklig hänsyn till. Samhället kan därför behöva gripa in för att på något sätt reglera eller prissätta utsläppen.

Existensen av externa effekter behöver dock inte alltid föranleda några större regleringsingrepp. Ibland kan det räcka med att tydligare specificera äganderätterna för att avstyra allvarigare marknadsmisslyckanden. I exemplet med luftföroreningar kan ett system med köp- och säljbara utsläppsrätter leda till att en stor del av de negativa externa effekterna "internaliseras". Genom att utsläppen prissätts får fabrikanterna tydliga motiv att ta hänsyn till dem i sina beslut. Detta är ett exempel där generella lagar och regler om rättigheter inte inkluderar rätten att förorena. När dessa rättigheter definieras i lag skapas förutsättningar för en marknad som kan lösa problemet med den externa effekten.

**Kollektiva varor** är en annan typ av marknadsmisslyckande. Med detta menas sådana varor – eller tjänster – som kan konsumeras av flera samtidigt utan att nyttan för någon part minskar. Problemet som kan uppstå när en vara konsumeras även av dem som inte betalar för den är att ingen enskild har tillräckliga motiv att producera den. Marknadsmekanismen är då inte ett tillräckligt effektivt instrument, utan det offentliga kan behöva ingripa för att varan ska produceras. Försvar och gatubelysning brukar utgöra skolbokensexempel på sådana kollektiva varor.

Förekomsten av olika slags **informationsproblem** kan också ge upphov till marknadsmisslyckanden. En marknad kan inte fungera effektivt om köpare eller säljare till exempel har ofullständig information om alternativa produkter. Problem uppstår också om aktörerna har olika tillgång till information, det vill säga om informationen är *asymmetrisk fördelad*. Konsumenterna av olika varor och tjänster har ofta ett betydande informationsunderläge gentemot dem som tillhandahåller dessa varor eller tjänster. Detta gäller speciellt i fall när varorna eller tjänsterna är komplicerade till sin natur.

I vissa sammanhang kan asymmetrisk information leda till allvariga marknadsmisslyckanden. Är informationsasymmetrierna tillräckligt

stora kan de som har sämre information föredra att inte delta framför att handla och riskera att göra dåliga affärer. Om tillräckligt många väljer att avstå från att delta försvinner underlaget för en marknad helt.<sup>59</sup>

Asymmetrisk information behöver dock inte nödvändigtvis utgöra ett marknadsmisslyckande som kräver offentliga ingrepp. Många specialiserade tjänster, som exempelvis bankverksamhet, mäklarverksamhet, rådgivningsbyråer syftar just till att hantera informationsasymmetrier. Det går därför inte att hävda att asymmetrisk information i sig alltid motiverar reglering.

**Imperfekt konkurrens** är ett marknadsmisslyckande som bland annat uppstår när det finns få säljare på en marknad. Om det endast finns ett fåtal eller till och med endast en säljare betecknas marknaderna som oligopol respektive monopol. Problemet med imperfekt konkurrens är att det kan leda till priser som överstiger de som skulle råda på en fri konkurrensmarknad och därigenom till att det produceras för lite av varan givet efterfrågan.

**Stordriftsfördelar** föreligger om kostnaden för att producera en vara faller ju mer som produceras. Stordriftsfördelar uppstår bland annat om det finns stora fasta kostnader, medan de rörliga kostnaderna är relativt små. Ofta leder detta till imperfekt konkurrens eftersom endast ett fåtal företag kan producera effektivt. Om stordriftsfördelarna är betydande kan konsekvensen bli att det uppstår naturliga monopol.

Stordriftsfördelar är dock inte automatiskt till nackdel för kunderna. Ett exempel kan vara den gemensamma infrastruktur som banker bygger upp för att hantera betalningar mellan sig. En sådan infrastruktur har ofta betydande fasta kostnader, men små marginalkostnader. Förutom dessa stordriftsfördelar i produktionen finns det även en form av stordriftsfördelar för konsumenten, så kallade nätverkseffekter. Det klassiska exemplet är telefonnät där konsumentens nytta tydligt ökar med antalet abonnenter. Men nätverkseffekter är också vanliga i den finansiella sektorn. Kundernas nytta ökar rimligen om de kan skicka betalningar till flera olika banker. Det gäller att väga nyttan av att utnyttja skalfördelarna mot den bristande konkurrens som blir följden.

Existensen av ett marknadsmisslyckande är med detta synsätt ett nödvändigt villkor för reglering. Det är dock inte ett tillräckligt villkor. Därutöver krävs att den samhällsekonomiska nyttan med regleringen är större än den samhällsekonomiska kostnad som regleringen medför. Denna avvägning är ofta svår att göra, men utan en sådan analys riskerar regleringen att göra mera skada än nytta.

#### AVVÄGNING MELLAN KOSTNADER OCH NYTTA

Förutom att en reglering ofta medför kostnader i form av en offentlig kontrollapparat kan den också leda till betydande kostnader för de

<sup>59</sup> Se till exempel Akerlof (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, 89, 488-500.

reglerade företagen i form av bland annat informations- och rapporteringskrav. Ofta överlastas dessa kostnader på slutkunden.

De allvarligaste samhällskostnaderna av en reglering är dock kostnader av ett mer subtilt slag. Offentliga ingripanden kan ha oönskade effekter på de ekonomiska aktörernas förutsättningar och beteende. Detta kan exempelvis snedvrída konkurrensen inom den aktuella branschen eller mellan branscher. Att vissa företag indirekt gynnas och andra missgynnas bidrar ofta till ineffektiv resursallokering i ekonomin, vilket på sikt leder till sämre tillväxt. Vid varje reglering är det således viktigt att noga analysera både de fördelar och de direkta och indirekta kostnader som regleringen medför.

Ett stort problem är att det normalt är besvärligt att mäta kostnader av en reglering. Den samhällsekonomiska nyttan kan vara ännu svårare att uppskatta. Det är heller inte alltid möjligt att analysera regleringsförslaget isolerat. Den samlade effekten av många olika regleringar kan bli oönskad, även om var och en av regleringarna ter sig välmotiverad. Dessvärre kan de samlade effekterna av en viss reglering ofta inte heller avgöras förrän långt i efterhand. Dessa svårigheter gör dock inte uppgiften mindre angelägen.

För att en reglering ska vara motiverad krävs det således att det finns ett marknadsmisslyckande och att regleringens nytta är större än dess kostnader.

## Motiv för reglering av den finansiella sektorn

Med utgångspunkt från dessa generella principer för effektiv reglering övergår vi nu till att diskutera motiven för särskild reglering av den finansiella sektorn. För att kunna göra detta kan det vara värdefullt att först översiktligt betrakta det finansiella systemets huvudsakliga funktioner.

### DEN FINANSIELLA SEKTORN HUVUDUPPGIFTER

Den finansiella sektorn erbjuder i huvudsak tre typer av tjänster till hushåll och företag; att genomföra betalningar, att förmedla kapital och att hantera risk.

**Betalningar** är av central betydelse för varje ekonomi. Det är svårt att tänka sig någon form av ekonomisk aktivitet utan betalning. Om möjligheterna att utföra säkra och effektiva betalningar skulle försämrats riskerar det att få stora negativa konsekvenser för samhälls-ekonomin.

I en modern ekonomi sker många betalningar – och dessutom de största och viktigaste – inte som direkta överföringar mellan betalare och betalningsmottagare utan istället som överföringar mellan kon-ton hos en betalningsförmedlare – vanligtvis en bank. Betalningar med hjälp av t.ex. betalkort, kreditkort och gireringar sker genom att en betalningsförmedlare debiterar betalarens konto och krediterar betalningsmottagarens konto. Det är först när denna kontoöverföring hos betalningsförmedlaren är gjord som betalningen är slutförd.

Om slutanvändarna har olika förmedlare/banker krävs det system för överföringen mellan betalningsförmedlarna, det vill säga en finansiell infrastruktur för betalningar.

**Kapitalförmedlingen** är den andra av den finansiella sektorns huvuduppgifter. Många hushåll önskar jämna ut sin konsumtion över tiden. Samtidigt behöver företag finansiering. Stora samhällsekonomiska effektivitetsvinster kan därför uppnås genom att knyta samman dem som av olika skäl vill spara, dvs. inte omedelbart konsumera hela sin inkomst, med dem som behöver resurser för investeringar av olika slag eller för konsumtion. Marknadspriset på lånen, räntan, fungerar som styrmedel och medför att de mest lönsamma investeringarna får tillgång till kapital. De kommer nämligen att kunna betala den högsta riskjusterade räntan. På så sätt allokeras kapitalet, i idealfallet, till de samhällsekonomiskt mest produktiva investeringarna, vilket leder till högre ekonomisk tillväxt.

Traditionellt spelar banker en central roll i kapitalförmedlingen genom att å ena sidan ta emot inlåning och å andra sidan låna ut. Det finns dock alternativ. Finansbolag och hypoteksbolag står idag för en betydande del av utlåningen. En stor del av sparandet finns i fonder. Värdepappersmarknaderna är också viktiga för att kapitalet ska kanaliseras till dem som kan använda det bäst. Det är ofta på värdepappersmarknaderna som alternativa kapitalförmedlare finansierar sig respektive placerar sina medel. Även bankerna finansierar sig numer till stor del via värdepapper. Det gör att värdepappersmarknaderna blir centrala för övriga finansiella aktörers möjligheter att tillhandahålla ett brett utbud av kapitalförmedlingstjänster till hushåll och företag, även om de senare inte agerar direkt på dessa marknader.

**Riskhanteringen** är den tredje huvuduppgiften för finanssektorn. Försäkringsbolag är det tydligaste exemplet på institut som tillhandahåller tjänster för att hantera risk. Även bankerna hanterar många risker. Ett exempel är att bankerna lånar ut till ett stort antal olika företag och hushåll och därmed minskar riskerna för den vanlige insättaren. Men både försäkringsbolagen och bankerna skulle idag ha svårt att erbjuda ett omfattande utbud av riskhanteringstjänster om de inte i sin tur kunde avhända sig sina risker på de finansiella marknaderna. Exempelvis har derivatmarknaderna gjort det möjligt att relativt enkelt skilja ut olika risker och att handla med dessa separat. Därmed har också stora effektivitetsvinster kunnat göras i främst de professionella aktörernas riskhantering.

#### MARKNADSMISSLYCKANDEN I DEN FINANSIELLA SEKTORN

Av diskussionen ovan framgår tydligt att det är av stor betydelse för ekonomin som helhet att den finansiella sektorn utför sina huvuduppgifter på ett effektivt och säkert sätt. Detta är dock inte i sig tillräckligt för att motivera reglering utan det krävs också att det finns ett tydligt marknadsmisslyckande. De marknadsmisslyckanden som framförallt utmärker den finansiella sektorn är externa effekter, informationsproblem och stordriftsfördelar.

**Externa effekter** uppstår till exempel i den finansiella sektorn på grund av spridningsriskerna. Om en bank får finansiella problem påverkar det normalt sett omgående ett antal andra banker. I de beslut som påverkar en banks risker, saknas ofta incitament att ta hänsyn till de samhällsekonomiska kostnaderna som dessa spridningsrisker medför. Förekomsten av dessa negativa externa effekter – ofta kallade systemrisker – skapar ett systemskyddsmotiv för särreglering av den finansiella sektorn.

**Informationsproblem** är vanliga i fråga om finansiella tjänster och ofta en naturlig följd av att informationen är asymmetriskt fördelad, till exempel mellan säljare och köpare. Tjänsterna kan vara komplicerade och det är naturligt att säljarna har väsentligt bättre information än köparna, som ofta är enskilda konsumenter. Även om problemen till följd av asymmetrisk information inte är unika för finansiella tjänster är dessa problem ofta större än för andra varor och tjänster. Det finns därför ett konsumentskyddsmotiv för särreglering av finansiella tjänster.

**Stordriftsfördelar** är också vanliga för en del finansiella tjänster. Det innebär å ena sidan att en eller ett fåtal producenter kan producera dessa tjänster till en lägre styckkostnad än om det hade funnits många olika producenter. Å andra sidan medför dessa stordriftsfördelar inte sällan att konkurrensen begränsas, på samma sätt som för naturliga monopol. Förekomsten av stordriftsfördelar kan förstärka behovet av reglering från såväl system- som konsumentskyddsperspektiv.

I de följande två avsnitten diskuteras närmare motiven bakom särreglering av den finansiella sektorn med utgångspunkt från den traditionella indelningen i systemrisker respektive konsumentskydd.

## Behov av systemskydd i den finansiella sektorn

De externa effekterna i den finansiella sektorn hänger nära samman med förekomsten av **systemrisk**. Systemrisk kan definieras som risken att en störning i någon del av det finansiella systemet utvecklas till ett krisförlopp som fortplantas genom systemet så att någon av dess grundläggande funktioner hotas, till exempel genom att många aktörer, institut eller system får så allvarliga problem att deras verksamhet äventyras, eller så att betydande kapitalvärden sätts på spel.<sup>60</sup> Den negativa externa effekten består i att en enskild aktör inte tar hänsyn till alla de kostnader som skulle uppstå om en eller flera av den finansiella sektorns grundläggande funktioner slogs ut. Med andra ord är de enskilda aktörernas motiv att hantera systemrisken lägre än vad som är samhällsekonomiskt optimalt. Systemskydd är därför ett viktigt motiv för reglering.

<sup>60</sup> Det finns många referenser till systemrisk. För en översikt se Goodhart och Illing (2002) *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, London, Oxford University Press. Empiriska studier kring systemrisk inkluderar bland annat Gropp och Vesala (2004), "Bank Contagion in Europe", mimeo ECB och Bartram, Brown och Hund (2005), "Estimating Systemic Risk in the International Financial System", working paper Kenan-Flagler Business School, University of North Carolina at Chapel Hill.

Även om sannolikheten *a priori* för en systemkris är liten kan de samhällsekonomiska effekterna vara stora. Det är ofta svårt att beräkna kostnaderna för en finanskris med någon precision. En undersökning som gjorts av Bank of England uppskattar den ackumulerade produktionsförlusten till följd av en finanskris till i genomsnitt 15–20 procent av BNP.<sup>61</sup> Detta pekar på att det samhällsekonomiska värdet av stabilitet i det finansiella systemet är stort, vilket stärker argumenten för systemskyddsreglering.

Hur viktigt ett enskilt system eller institut är ur systemskydds-synpunkt beror på vilka alternativ som finns för användaren inom en rimlig tidshorisont. Om det finns realistiska alternativ minskar det samhällsekonomiska intresset av att skydda ett specifikt system eller institut.<sup>62</sup> Eftersom de tillgängliga alternativen kan variera över tiden, beroende på teknisk utveckling och marknadsförhållanden, är det viktigt att löpande följa vilka institut och system som är vitala för att tillhandahålla de grundläggande tjänsterna.<sup>63</sup>

Systemriskerna har stor betydelse för den finansiella sektorn av två skäl. För det första är en del funktioner i det finansiella systemet särskilt känsliga för störningar. För det andra finns det i vissa finansiella verksamheter betydande smittoeffekter, vilket gör att störningar lätt fortplantar sig mellan olika aktörer och därmed kan orsaka en kris i hela systemet. Smittoeffekter riskerar därför att skapa stora kostnader och långvariga återverkningar i hela samhällsekonomin.

Systemkriser kan emellertid uppstå även utan kedjeeffekter. Detta gäller framför allt om marknaden är så koncentrerad att den är beroende av att något eller några få institut eller system fungerar. Om ett sådant system får problem kan det leda till att någon av den finansiella sektorns samhällsviktiga funktioner inte kan upprätthållas.

En systemkris kan således innebära att utbudet av vissa varor eller tjänster helt försvinner. Marknaden bryter samman trots att tjänsterna fortfarande i hög grad är efterfrågade. Denna instabilitet ska inte blandas ihop med de naturliga och nödvändiga strukturförändringar som finns inom alla verksamheter och som ofta beror på ändrad efterfrågan eller ändrade produktionsmöjligheter. Om till exempel ett lands bilindustri blir utkonkurrerad av utländska företag innebär detta att konsumenterna valt andra alternativ, men det innebär inte att det kommer att råda brist på transportmedel eller att transportsystemet som helhet äventyras. Normalt beror dessa strukturella förändringar på ändrade preferenser eller ändrade relativa kostnader och inte på att marknaden kollapsar och att efterfrågan inte kan tillgodoses. Systemskydd handlar således inte om ett skydd mot naturliga strukturförändringar.

61 Hoggarth, Reis & Saporta (2001), "Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence", Working paper 144, Bank of England.

62 Ofta är dagens finansiella institut så stora och komplicerade att de har flera funktioner i ekonomin. Om ett institut fyller en systemviktig funktion innebär det inte alltid att hela institutet är systemviktigt.

63 Se till exempel Finansiell Stabilitet 2003:1 "Kan ett bankfallissemang hota betalningssystemet", s. 75–92 och Andersson, Guibourg och Segendorff (2001) "Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen", *Penning och Valutapolitik* 2001:3, s 5–19.

Behovet av systemskydd skiljer sig väsentligt mellan olika finansiella delmarknader.<sup>64</sup> Olika marknadsmisslyckanden kan också kräva olika lösningar.

#### MARKNADEN FÖR BETALSYSTEM, CLEARING OCH AVVECKLING

När det gäller **betalssystem** finns framför allt tre källor till systemrisk: spridningsrisker, stordriftsfördelar och nätverkseffekter.

Spridningsriskerna i betalssystemen hänger samman med de kedjeeffekter som kan uppstå då en part i en ekonomisk transaktion av någon anledning inte kan eller vill betala. En sådan händelse kan leda till att många andra aktörer inte heller kan betala. Därmed kan betalningsproblem komma att spridas i hela systemet. Eftersom det inte är rimligt att anta att den första som ställer in betalningen tar hänsyn till alla konsekvenser i senare led – om en aktör hamnat i betalningsbekymmer har den för övrigt knappast något val – finns det ett marknadsmisslyckande i form av negativa externa effekter. Spridningsriskerna utgör därför ett potentiellt systemhot som kan slå ut betalningsförmedlingsfunktionen.

En annan egenskap hos betalssystemen är att stordriftsfördelarna ofta är ansenliga. Av den anledningen kan stora system ofta erbjuda betalningstjänster till lägre pris än små betalssystem. Det får till följd att inträdesbarriärerna i betalssystem normalt är betydande och koncentrationstendenserna i regel stora. Dessutom är betalssystem vanligen förknippade med betydande nätverkseffekter.<sup>65</sup> En deltagare tjänar normalt på att fler användare är med i betalssystemen, eftersom det ökar möjligheterna att genomföra och erhålla en betalning.

Koncentrationstendenserna gör att betalssystem ofta får karaktären av naturliga monopol. I de flesta länder finns det endast ett enda betalssystem för varje typ av betalning. I Sverige finns till exempel Riksbankens RIX-system för stora interbankbetalningar och Bankgirocentralen BGC:s system för mindre brådskande betalningar av mindre belopp. Det innebär att betalningsförmedlingsfunktionen blir mer kritiskt beroende av stabiliteten i det enskilda betalssystemet. Men det innebär också att de fasta kostnaderna kan slås ut på fler användare och att kunderna lättare kan genomföra betalningar till andra kunder. Samtidigt finns det en risk att koncentrationen leder till monopolprissättning och att motiven för omvandling och utveckling minskar.

Tendensen till koncentration gör att det kan finnas motiv för särskild reglering och tillsyn av betalningssystem i syfte att minska systemriskerna. Systemriskproblemen kan dock föranleda regleringar som ytterligare förstärker koncentrationen på marknaden, varför det kan finnas anledning att speciellt följa konkurrensfrågorna på detta område. För regleraren finns det därför i praktiken svåra avvägningar att göra mellan att minska risken för systemkriser och samtidigt upprätthålla konkurrens och omvandlingstryck.

<sup>64</sup> En analys med utgångspunkt från dessa principer har tidigare genomförts bland annat kring motiven för reglering av banker, se exempelvis Banklagskommitténs betänkande, "Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag", (SOU 1998:160).

<sup>65</sup> För en analys av dessa nätverkseffekter se bland annat Guibourg (2001), "Interoperability and Network Externalities in Electronic Payments", Working Paper 126, Sveriges Riksbank.

**Clearing och avveckling** av värdepapperstransaktioner är föremål för i stort sett samma slags problem som betalsystemen.<sup>66</sup> För det första är spridningsriskerna likartade. Eftersom clearing och avveckling tar flera dagar att genomföra på de flesta marknader skapas betydande exponeringar innan avvecklingen är genomförd. Om en säljare av ett värdepapper inte kan leverera detta kan det ge stora återverkningar i flera led. Till detta kan läggas att clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner i regel är intimt förknippad med betalsystemen, vars flöden i stor omfattning härstammar från värdepappershandeln. Problem i clearing och avveckling av värdepapper riskerar därför också att sprida sig in i betalsystemen, vilket i sig ger motiv för reglering och tillsyn. Regleringen bör inriktas på att öka sannolikheten för att aktörer kan leverera rätt värdepapper i tid och på att minimera konsekvenserna av eventuella leveransproblem.

På samma sätt som betalsystemen kännetecknas systemen för clearing och avveckling av betydande stordriftsfördelar. Koncentrationen kan vara bra ur ett stabilitetsperspektiv eftersom kostnaderna kan slås ut på många användare, men samtidigt ökar riskerna vid ett fallissemang. Koncentrationstendenserna riskerar att hämma en dynamisk utveckling. Motiven för reglering är således desamma som för betalsystem.

#### BANKMARKNADEN

För att betalsystemen ska fungera är det också viktigt att betalningsförmedlarna kan fullgöra sina uppgifter som mellanhänder i betalningarna. I de flesta moderna ekonomier spelar bankerna en central roll både som förvaltare av betalningsmedel och som betalningsförmedlare. Med betalningsmedel avses här belopp som är avsedda för betalningar inom en relativt snar framtid och som därför placerats så att de snabbt är tillgängliga till låg kostnad.

Normalt sett är en banks tillgångar, i form av utlåning till företag och hushåll, illikvida medan skulderna, det vill säga upplåningen från värdepappersmarknaderna och inlåningen från företag och hushåll, är likvida. Insättarna kan vanligtvis ta ut medlen med kort varsel, till exempel för att göra betalningar. Detta är i själva verket ett av syftena med att sätta in betalningsmedel. Upplåningen från värdepappersmarknaderna sker också till stor del med korta löptider, vilket innebär att den är likvid. I kontrast till detta är bankens utlåning till företag och hushåll normalt inte återkrävningsbar med kort varsel och den kan inte heller snabbt avyttras utan avsevärda rabatter. En av bankernas huvuduppgifter kan sägas vara just att genomföra denna omvandling mellan likvid inlåning och illikvida lån.

Men denna obalans i likviditet innebär givetvis en risk för bankerna. Om finansieringen via värdepappersmarknaderna helt försvinner eller om alla insättare samtidigt skulle vilja ta ut sina insatta medel så skulle banken inte klara detta. Eftersom bankens lånefinansiärer

<sup>66</sup> Clearing avser den sammanställning av de åtaganden som följer av handeln, det vill säga hur mycket köparen ska betala till säljaren samt vilka och hur många värdepapper säljaren ska leverera till köparen. Avvecklingen avser själva överföringen av de likvida medlen till säljaren och värdepappret till köparen.



inser detta kan en bank som får finansiella problem drabbas av en uttagsanstormning, där alla insättare snarast möjligt vill ta ut sina medel och övriga långgivare dra tillbaks sin finansiering. Det kan till och med räcka med att banken endast misstänks ha problem för att utlösa en uttagsanstormning. När bankens likvida medel tar slut tvingas banken stänga. Det faktum att en enskild marknadsaktör eller insättare inte beaktar de konsekvenser på bankens finanser som dennes agerande kan få utgör en negativ extern effekt, ett marknadsmisslyckande.

Problemen förstärks av de spridningsrisker som finns. Om en bank får betalningsproblem, till exempel på grund av en uttagsanstormning, kan likviditetsproblemen lätt sprida sig till andra banker. Spridningen kan ske på olika sätt. För det första kan spridningen ske direkt, via de exponeringar som banker har mot varandra i betalssystemen och i samband med valuta- och värdepappershandel. Svåra kedjeeffekter kan uppstå om en problemdrabbad banks kunder får sina betalningsmedel inlåsta. Detta försvårar betalningar till andra hushåll och företag, vilket kan leda till likviditetsproblem som i sin tur kan ge upphov till kreditförluster och betalningsproblem för dessa kunders banker.

Ett annat problem är att bankerna ofta är exponerade mot samma slags risker, vilket ökar sannolikheten för att exempelvis en makroekonomisk chock ska drabba mer än en bank. Farhågor om detta gör att bankers finansiärer kan bli överdrivet försiktiga med att förnya sin utlåning, även i de fall då korrelationen mellan bankerna är begränsad. Spridningen av problem mellan banker kan således uppstå även som en *indirekt* effekt, via förväntningar om att andra banker kan vara drabbade av likartade problem som den först drabbade, eller via mer eller mindre välgrundade misstankar om bankernas exponeringar mot varandra.

Bankernas betydelse som betalningsförmedlare i kombination med deras inneboende instabilitetsegenskaper skapar motiv för reglering. Problemet är just att hela marknaden för insättningar – och därmed även för långgivning – riskerar att försvinna trots att efterfrågan på tjänsterna är oförändrad.

Om banksystemet slås ut, skulle detta också kunna leda till en kraftig och snabb kreditåtstramning (*credit crunch*), som riskerar att medföra samhällsekonomiska kostnader. Tidsaspekten är här viktig. För företag som är beroende av checkkrediter och liknande kan en bankkris snabbt få allvarliga konsekvenser. Men för kapitalförmedlingen som helhet tar det sannolikt betydligt längre tid innan en bankkris ger lika allvarliga återverkningar som den gör för betalningsförmedlingen.

Att problemen är mindre när det gäller kapitalförmedlingen än för betalningsförmedlingen beror på att kunden faktiskt ofta kan byta bank, om de bara får lite tid. Risken att tjänsten helt ska försvinna är således mindre för kapitalförmedlingen än för betalssystemen. Samtidigt har kreditgivare ofta en historisk relation med sina kredittagare och därför kreditinformation av privat karaktär som är svår att överlåta. Detta kan göra det svårt och tidsödande för en alternativ finansiär

att ta över kreditgivningen från en fallerande bank. Ett annat problem är att kapitaltäckningsreglerna kan utgöra en restriktion på hur snabbt andra kreditinstitut kan expandera låneportföljen. Detta innebär att systemriskernas betydelse för kapitalförmedlingen också bör beaktas.

#### MARKNADERNA FÖR FINANSIELLA INSTRUMENT

Handel med finansiella instrument – värdepapper, valuta och derivat – förutsätter likvida marknader. I vissa fall kan det dock uppstå ett marknadsmisslyckande där marknadslikviditeten och därmed möjligheterna till finansiell handel försvinner.

Marknadslikviditet är förknippad med nätverkseffekter. I takt med att fler handlare får tillgång till en viss marknad ökar nyttan för alla som deltar på marknaden. Aktörer som handlar – och därmed tillför likviditet till marknaden – kommer inte i sina egna privata eller företagsekonomiska kalkyler att beakta den nytta som ökad likviditet ger övriga marknadsaktörer. Det finns med andra ord positiva externa effekter förknippade med likviditet. En följd av detta är att orderflödet på en marknad lockar till sig ytterligare orderflöden; likviditet attraherar likviditet. Men myntet har också en baksida. Om likviditeten av någon anledning sjunker i någon del av marknaden, finns risken att likviditeten, i en negativ spiral, mycket snabbt dras undan från marknaden som helhet. Det finns alltså en betydande risk att marknadslikviditeten torkar ut om det uppstår en finansiell kris.

Normalt finns det alltid aktörer som är villiga att handla. Med ökad osäkerhet på marknaderna krävs dock i regel att man kan erbjuda ett fördelaktigt pris för att locka fram en motpart. Likviditeten är alltså normalt en fråga om att hitta rätt pris. Det kan dock inte uteslutas att osäkerheten blir så stor att ingen vill handla och att marknaden under en kortare period helt försvinner, det vill säga att det uppstår ett så kallat likviditetshål.<sup>67</sup> Följden blir att marknadsaktörerna inte kan ändra sina finansiella positioner. Likviditeten riskerar således att bli som sämst just när den behövs som bäst. Historiskt har vi upplevt sådana likviditetshål vid några tillfällen, bland annat vid börskraschen 1987, i fallet med LTCM i september 1998 och i samband med terroristangreppet den 11 september 2001. I praktiken är det ofta svårt att avgöra när det uppstår ett likviditetshål. Vid nämnda tillfällen gjorde den amerikanska centralbanken i alla fall bedömningen att riskerna var överhängande och ingrep därför.

Problem med marknadslikviditeten uppstår oftast till följd av snabba prisfall på finansiella tillgångar orsakade av att ny information blivit känd eller att investerarna av någon anledning plötsligt ändrat uppfattning om en tillgångs värde.

Rationella investerare kan skydda sig mot prisfall med hjälp av inbyggda stop-loss-funktioner som utlöses automatiskt när en tillräckligt stor negativ prisförändring infaller. Om tillräckligt många investerare har liknande funktioner, kan detta dock leda till en mycket snabb nega-

67 Se Avinash Persaud "Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity" Risk Books, dec 2003 eller Morris och Shin (2004) "Liquidity Black Holes", *Review of Finance* 8:1–18.

tiv spiral i tillgångspriserna och en snabb uttorkning av likviditeten. Det finns med andra ord en negativ extern effekt eftersom den enskilde investeraren inte har anledning att ta hänsyn till och internalisera den samhällsekonomiska kostnaden av sitt agerande. Det akuta problemet är inte att priset anpassas till en ny – kanske mer realistisk – nivå utan att anpassningen sker så snabbt att likviditeten försvinner och att marknaden funktionssätt därmed allvarligt skadas.

Sådana nedåtgående spiraler på värdepappersmarknaderna kan förstärkas av beteenden hos stora placerare som livförsäkringsbolag och pensionsfonder. För att livförsäkringsbolagen, vid ett snabbt fall i tillgångspriserna, ska kunna upprätthålla solvenskravet enligt gällande regelverk kan de vara tvungna att göra utförsäljningar. Det kan i sin tur leda till ytterligare prisfall, vilket kan utlösa eller förstärka en negativ prisspiral. Aktiemarknadens fall under våren och sommaren 2003 var enligt många bedömare delvis en effekt av att regelverket på detta sätt framtvingade försäljningar från livförsäkringsbolagen.

De exempel på problem med marknadslikviditeten som här har angetts visar på svårigheten att via offentliga ingrepp påverka utvecklingen. Likviditet kan inte regleras fram. Ur ett regleringsperspektiv är istället det väsentliga att offentliga ingrepp inte minskar marknadens förutsättningar att själv skapa och upprätthålla likviditet. Dessutom pekar exemplen på att det i vissa krissituationer kan finnas behov av en centralbank som kan ingripa för att tillföra likviditet.

Ovan berördes bankernas betydelse som betalningsförmedlare och deras ökade beroende av de finansiella marknaderna för sin finansiering. Det ökade beroendet av marknaderna för finansiella instrument gäller också för bankernas riskhantering, bland annat för deras dynamiska hedging-strategier.<sup>68</sup> Problem på de finansiella marknaderna kan därför försvåra och fördyra såväl finansieringen som riskhanteringen i banksystemet. Om det uppstår ett likviditetshål finns det en risk att detta snabbt drabbar bankerna och i förlängningen ger stora problem i betalsystemen.

Samtidigt torde sannolikheten för att det ska uppstå ett likviditetshål variera mellan olika marknader. På de marknader som till exempel är viktigast för bankernas riskhantering är sannolikheten större att det finns villiga motparter. Därmed torde likviditetsproblemen snarast resultera i mer oförmånliga priser för de aktörer som måste handla. Systemvida problem kan dock inte uteslutas.

#### FÖRSÄKRINGSMARKNADEN

Som framgått ovan kan försäkringsbolagens agerande i värsta fall förvärra likviditetsproblemen på marknaderna. När det gäller försäkringsbolagens verksamhet i övrigt är det dock svårare att finna marknadsmisslyckanden som ger upphov till systemstabilitetsproblem på samma sätt som för banker och betalsystem. Försäkringsmarknaden saknar de nätverkseffekter och koncentrationstendenser som utmär-

<sup>68</sup> En dynamisk hedging-strategi innebär att riskhanteringen sker genom att innehavaren dagligen eller nästan dagligen justerar sin position, vilket därför kräver god tillgång till likvida marknader för finansiella instrument.

ker marknaden för betalssystem. De likviditets- och spridningsrisker som kännetecknar bankmarknaden är också begränsade på försäkringsmarknaden.

Även om riskerna inom till exempel sakförsäkringsbranschen är korrelerade, exempelvis i samband med naturkatastrofer, är dessa bolag normalt tillräckligt diversifierade och återförsäkrade på de internationella marknaderna för att klara ganska stora skador som drabbar en hel bransch. Inom livförsäkringsbranschen torde riskerna för systemkriser också vara begränsade. När ett enskilt livförsäkringsbolag får ekonomiska problem försämrar det knappast de övriga bolagens ekonomiska situation. Visserligen kan det finnas en korrelation i de risker bolagen är utsatta för, exempelvis marknadsrisker och förändringar i försäkringstagarnas förväntade medellivslängd.

Frånvaron av extrem koncentration och likviditetsrisk gör dock att kriser som drabbar försäkringsbolag ofta har ett mer långsamt förlopp. Problem i livförsäkringsbolagen kan på sikt få realekonomiska konsekvenser, men knappast skapa en systemkris.

### Behov av konsumentskydd i den finansiella sektorn

Behovet av konsumentskydd på olika marknader är ett viktigt och vanligt förekommande motiv för reglering, vilket inte minst återspeglas i den generella konsumenträtten. Detta gäller även för finansiella tjänster och en betydande del av regelverket inom den finansiella sektorn motiveras utifrån olika konsumentskyddsaspekter.

Konsumentskyddet är viktigt av flera skäl. För det första är många finansiella tjänster att beteckna som nödvändighetsvaror – enskilda hushåll och företag är i sin ekonomiska vardag exempelvis beroende av att kunna ta emot och göra betalningar. För det andra omfattar finansiella tjänster, som bank- och pensionssparande och bolån, ofta stora värden för den enskilde konsumenten. Exempelvis torde många personer vid pensionstillfället ha en betydande andel av sin livsinkomst i pensionssparande. Skulle hela pensionskapitalet försvinna skulle det få stora ekonomiska effekter för den enskilde. Drabbas många torde det också kunna leda till sociala och, i förlängningen, politiska problem.

Dessutom finansiella tjänster ofta är förknippade med informationsproblem, framför allt att informationen är asymmetriskt fördelad mellan köpare och säljare. Konsumenterna av finansiella tjänster kan befinna sig i ett betydande informationsunderläge gentemot säljarna av dessa varor och tjänster. Informationsproblemet uppstår genom att flera finansiella tjänster också är relativt komplexa med avtalsvillkor och värderingsgrunder som kan vara svåra att förstå. Komplexiteten gör det svårt för personer som inte är så insatta att fatta väl underbyggda beslut. Tidsaspekten förstärker informationsproblemet. Flera finansiella tjänster, exempelvis pensionssparande, har en lång horisont där själva syftet med tjänsterna är att de ska konsumeras långt in i

framtiden. Detta gör det svårt för konsumenter att bedöma tjänsternas kvalitet och olika leverantörers trovärdighet utifrån egna erfarenheter.

Det är just *kombinationen* av dessa egenskaper – å ena sidan den enskilde konsumentens beroende och utsatthet och å andra sidan informationsproblem – som kan motivera särskild reglering av finansiella tjänster.

#### KONSUMENTSKYDDETS OMFATTNING OCH UTFORMNING

Hur allvarliga informationsproblemen är för konsumenterna hänger i hög grad ihop med hur marknaden fungerar som helhet. På en väl fungerande marknad med begränsade informationsproblem har seriösa, långsiktigt syftande säljare av finansiella tjänster starka motiv att ha kundens bästa för ögonen. Annars försvinner kundunderlaget på sikt till konkurrenterna. Om problemen med asymmetrisk information är stora och om marknaden av något skäl inte själv klarar av att lösa dessa är det dock troligt att enskilda konsumenter kommer i kläm. I extrema fall kan en befintlig marknad försvinna trots att den fyller en viktig samhällsfunktion.

Det kan emellertid vara komplicerat att definiera vem som ska skyddas och mot vad. Vem som är konsument är inte alltid entydigt. Behovet av konsumentskydd varierar också mellan olika typer av konsumenter, bland annat beroende på olika kunskaper, resurser och preferenser. Dessutom kan behovet vara olika för olika produkter. De flesta kanske kan acceptera risken att förlora pengar på aktiehandel, men vill mindre gärna förlora insatta pengar vid en bankkonkurs.

När två jämbördiga parter ingår avtal om finansiella tjänster minskar behovet av skydd. Vidare är det knappast rimligt att skydda varje konsument mot alla typer av risker. Att förbjuda eller försvåra för en enskild att bära olika risker eller att skydda kunden mot alla oförmanliga utfall är knappast önskvärt. Samtidigt kan det vara berättigat att hushållen har ett rimligt skydd både för sina besparingar och för tillgången till ett antal väl fungerande finansiella tjänster.

En lämplig utformning av konsumentskyddet beror också på andra aspekter, som till exempel på syftet med skyddet och på vilken finansiell tjänst som avses. Om konsumentskyddet i första hand syftar till att skydda de ekonomiskt svagaste konsumenterna är det möjligen effektivast att fokusera skyddet på enklare tjänster som betalningar, banklån och inlåning. Samtidigt är det sannolikt att informationsproblemen är större för mer komplicerade tjänster, som exempelvis aktieindexobligationer. Det kan motivera att konsumentskyddet snarast fokuseras på denna typ av tjänster.<sup>69</sup>

Ett exempel på en reglering som syftar till att förbättra informationen till konsumenterna är den svenska lagstiftningen om finansiell rådgivning. Även här finns dock svåra avvägningar. Genom att ställa

<sup>69</sup> Det finns likheter med andra områden som hälsovården. Det är i regel relativt fritt att köpa enklare värtabletter, medan mer komplicerad medicinering kräver ett starkare skydd till exempel i form av krav på recept från legitimerade läkare.

krav på dokumentation kring informationsutbyte i samband med finansiell rådgivning fördyras denna. En tänkbar effekt av detta är att färre konsumenter i praktiken kommer att få rådgivning. Det är således viktigt att den som utformar lagen också försöker beakta dess praktiska konsekvenser.

Ur konsumentskyddssynpunkt uppstår kanske de svåraste problemen på fond- och livförsäkringsmarknaderna, där tidsaspekten är särskilt viktig. Eftersom resultatet av placeringarna blir tydliga först efter lång tid är marknadsmekanismen, åtminstone från den enskilde konsumentens synvinkel, inte alltid ett effektivt styrmedel. Inlåsnings effekter till följd av skatter och avgifter kan ytterligare försvåra strategiska byten av sparform och leverantör.

En komplicerande faktor är att det ofta är svårt för kunden att övervaka och bedöma prestationerna hos den som tillhandahåller de finansiella tjänsterna. Om det vore möjligt att skriva kontrakt som fullständigt reglerade alla situationer som kan uppstå i relationen mellan köparen och säljaren av den finansiella tjänsten skulle detta kunna lösa problemet. I praktiken är det emellertid omöjligt att skapa sådana kontraktlösningar.

Denna problematik försvåras av underliggande intressekonflikter, som kan vara av ganska allvarlig karaktär. Intressekonflikter finns förutom mellan det finansiella företaget och kunden också potentiellt mellan olika kunder till det finansiella företaget. Den senare typen av intressekonflikter blir speciellt framträdande när finansiella företag är verksamma på många olika områden. Att vara verksam på flera områden innebär ofta fördelar ur marknadsföringssynpunkt och effektivitetssynpunkt, då skalfördelarna kan vara betydande, men kan samtidigt ge upphov till frestelser att otillbörligt exploatera kundernas informationsunderläge, eller att gynna en grupp av ofta mer lönsamma kunder på en annan grupps bekostnad. Ett naturligt första steg för att hantera intressekonflikter är att se till att kunderna är informerade och medvetna om dem.

### Avvägningar mellan regleringarnas nytta och kostnader

Som vi konstaterat ovan kan marknadsmisslyckanden av olika slag motivera finansiell särreglering från såväl ett system- som ett konsumentskyddsperspektiv. Reglering medför dock som nämnts även såväl direkta och mer indirekta kostnader som flera komplexa målkonflikter.

Ett generellt regleringsproblem är att det inte räcker med att enbart beakta marknadens tillkortakommanden. Om marknaden inte kan lösa problemet är det inte säkert att en bättre lösning kan åstadkommas med en reglering. Det är med andra ord möjligt att såväl marknad som reglerare kan misslyckas med uppgiften. En ytterligare komplikation är att offentliga regleringar ofta tar tid att ändra och att regleringar därför kan hämma omvandlingen av en bransch när marknadsförutsättningarna ändras.

Erfarenheten visar också att regleringar, även om de motiveras utifrån ett vällovligt syfte kan skapa problem, som i sin tur måste hanteras via ytterligare regleringar. I bedömningen av kostnader och nytta av en reglering är det därför viktigt att även beakta de följdregleringar som blir nödvändiga. Eftersom regleringarna ofta växer fram successivt finns det en risk att regleringskostnaderna endast beräknas på marginalen och att helhetsbilden blir otydlig. Ett exempel är försäkringsbranschen där regleringar av konsumentskyddskaraktär successivt har byggts ut, och där varje enskild reglering kan te sig motiverad, men där helheten har begränsat konkurrensen och effektiviteten och dessutom skapat olika intressekonflikter.

#### STABILITET OCH EFFEKTIVITET

En målkonflikt kan uppstå mellan stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet. Det går till exempel att konstruera nästan helt säkra betalssystem, men de blir då så dyra att marknadsaktörerna förmodligen kommer att välja andra lösningar. De senaste decenniernas avreglering av de finansiella marknaderna är ett led i att öka effektiviteten i kapitalförmedling, riskhantering och betalningsförmedling, delvis på bekostnad av ett mindre stabilt finansiellt system. Många länder med starkt reglerad finansiellt system betalar ett pris i form av ineffektivitet och begränsad tillväxt. Det finns alltså en potentiell konflikt mellan stabilitet och effektivitet. Samtidigt skulle en systemkris medföra stora effektivitetsförluster. En tillfredställande grad av stabilitet är en förutsättning för samhällsekonomisk effektivitet. I praktiken blir det därför en delikat uppgift att hitta en rimlig avvägning mellan dessa mål, då regleringar utformas.

#### KONKURRENS

Vi har tidigare pekat på att skalfördelar och nätverkseffekter kan ge upphov till monopol exempelvis i systemen för clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner. Samtidigt har vi konstaterat att marknadsmisslyckanden kan motivera reglering för att minska risken för att clearing- och avvecklingssystemen bryter samman. Problemet är att systemskyddsreglering i detta fall riskerar att ytterligare förstärka koncentrationstendenserna och därmed hämma konkurrensen än mer. För att få en väl utformad reglering av clearing- och avvecklingssystemen, krävs alltså att de företag som erbjuder dessa system också följs av konkurrensmyndigheterna.

Ett problem är också att regleringar många gånger utgår från den existerande företagsstrukturen.<sup>70</sup> Det innebär ofta att befintliga aktörer gynnas på nya och potentiella aktörers bekostnad. Ett exempel är att börser i många länder länge har varit nationella monopol. I takt med att investeringsmiljön blev allt mer internationell och handeln elektroniserades har de nationella monopolerna successivt avskaffats.

<sup>70</sup> Ett undantag som kan nämnas är Banklagskommittén SOU 1998:160, som försökte göra en funktionell analys, vilket bl.a. ledde till ett förslag om att vissa delar av inlåningsmarknaden skulle avregleras. Det kan dock vara svårt att helt komma bort ifrån en institutionell ansats, eftersom det i slutändan endast är institut som kan regleras.

Den traditionella ömsesidiga ägarstrukturen av dessa företag har knappast underlättat en strukturomvandling i den internationella börsverksamheten. Ett annat exempel är den reglering som berör pensionsförsäkringsmarknaden. Här medför det samlade regelverket betydande inlåsnings effekter som i praktiken innebär att nya företag enbart kan konkurrera om nytillkommande sparflöden. Den befintliga stocken av pensionsförsäkringsmedel är alltså i praktiken endast i begränsad omfattning föremål för konkurrens.

Strävan efter ett stabilt finansiellt system kan alltså lätt bli en ursäkt för att bevara ett statiskt system. Förändringar är nödvändiga och de mest effektiva producenterna av finansiella tjänster bör få möjlighet att konkurrera ut de mindre effektiva producenterna. En viktig konsekvens av detta är att även finansiella företag måste kunna tillåtas gå i konkurs. Det väsentliga är att en avveckling kan ske i ordnade former. Det är funktionen som kan behöva skyddas och inte de enskilda företagen.

#### DYNAMISK EFFEKTIVITET

Målkonflikter finns inte enbart mellan stabilitet och effektivitet, utan kan även uppstå i skärningen mellan statisk effektivitet och effektivitet i mer långsiktig, dynamisk mening. En samhällsekonomiskt effektiv prissättning innebär att priserna sätts lika med marginalkostnaden. Stora fasta kostnader och stordriftsfördelar medför dock att producenterna kan få svårt att täcka sina fasta kostnader om man övergår till en sådan prissättning. Marginalprissättning skulle även försvåra finansieringen av de stora investeringar som med jämna mellanrum behövs i den finansiella infrastrukturen för att fortsatt kunna tillhandahålla vissa finansiella tjänster på ett effektivt sätt.

Det finns därför en konflikt mellan att uppnå statisk effektivitet med hjälp av marginalprissättning och möjligheterna att ge utrymme för förändring och omvandlingstryck, dvs. att uppnå en mer dynamisk effektivitet. En sådan konflikt är, som vi konstaterat tidigare, inte unik för de finansiella infrastrukturföretagen. Men mot bakgrund av att regleringar motiverade av stabilitets- eller konsumentskyddsskäl kan förstärka koncentrationstendenser och försvåra för konkurrerande verksamheter kan problemet förstärkas för denna typ av finansiella företag.

Vi har även pekat på andra källor till indirekta regleringskostnader, som moral hazard-problem. Dessa kan vara betydande i det finansiella systemet. När staten exempelvis bygger upp ett skydd mot systemrisk kan det leda till att bankernas risktagande ökar.<sup>71</sup> Det beror på att bankernas aktieägare får större avkastning om ett riskfyllt projekt slår väl ut, medan det offentliga skyddsnätet kan komma till användning om projektet misslyckas och banken får problem. På

<sup>71</sup> Det finns även en typ av moral hazard-problem mellan företagsledning och ägare ofta kallat principal agent problem. I en kris kommer dessa skillnader i incitament rimligen att öka. Det ligger då troligen i företagsledningens intresse att ta extra risk. Om det går bra får man behålla jobbet. Om det går dåligt är det aktieägarnas pengar som sätts.



väl fungerande marknader och under normala omständigheter torde detta problem vara begränsat. Men om en bank hamnar farligt nära en finansiell kris, kan ökat risktagande te sig frestande om inte dessa incitamentsproblem hanteras på något sätt. I utformningen av en systemskyddsreglering är det således viktigt att moral hazard-problemen begränsas.

#### SÄRSKILDA KONSUMENTSKYDDSASPEKTER

I fråga om konsumentskydd kan avvägningar mellan regleringars nytta och kostnad vara särskilt svåra. Ett alltför svagt skydd riskerar att leda till att konsumenterna väljer bort komplicerade, men potentiellt mycket värdefulla tjänster, därför att informationsproblemen är för stora. Det kan därmed uppstå en effektivitetsförlust i ekonomin.

Å andra sida kan som tidigare påpekats ett alltför starkt konsumentskydd fördyra finansiella tjänster och därmed minska utbudet eller begränsa kretsen av personer som utbudet vänder sig till. I extremfallet kan det leda till att tjänsten helt försvinner från marknaden, vilket kan innebära en effektivitetsförlust. Ett överdrivet konsumentskydd kan också bidra till att konsumenternas kritiska utvärdering av de finansiella tjänsteproducenterna minskar. Det kan också minska konsumenternas motiv att ifrågasätta och kontrollera de finansiella riskerna hos producenterna. Det uppstår med andra ord åter igen ett moral hazard-problem, med negativa konsekvenser för såväl effektiviteten som stabiliteten i ekonomin.

När det gäller konsumentskyddet kan en viktig gränslinje kan dras mellan professionella aktörer och icke-professionella detaljistkunder. De icke-professionella kunderna behöver inte enbart avse hushåll – alltså konsumenter i traditionell mening – utan även företag.<sup>72</sup> På marknader med endast professionella aktörer är det svårt att se något väsentligt motiv för konsumentskydd, framför allt för att informationsproblemen är mindre, men också för att dessa aktörer, speciellt på värdepappersmarknaderna, främst agerar som jämbördiga motparter.

Däremot kan regleringar som syftar till att skydda konsumenter på detaljistmarknaden, men som stör de professionella marknadernas funktion, påverka de professionella aktörernas utbud av finansiella tjänster i detaljistledet till men för konsumenternas nytta, utan att något väsentligt konsumentskyddsbehov blir tillfredsställt. För ett värdepappersföretag gäller normalt olika spelregler beroende på om det gör affärer med en detaljistkund eller med andra värdepappersföretag på grossistmarknaden. Om exempelvis de särskilda krav som en värdepappersmäklare har att leva upp till då han utför en detaljistkunds order skulle överföras till att i alla delar även gälla hans affärer med andra värdepappersmäklare, skulle effekten kunna bli att det blir olön-

<sup>72</sup> Uppenbarligen kan stora företag som exempelvis Volvo eller Ericsson vara detaljistkunder i fråga om många finansiella tjänster. Även stora finansiella företag kan i vissa fall befinna sig i en detaljistkundssituation när de beställer en brandförsäkring eller någon annan finansiell tjänst som de inte själva yrkesmässigt tillhandahåller.

samt att fortsätta att göra affärer.<sup>73</sup> Utbudet av finansiella tjänster till detaljstokunderna riskerar då att minska. Försvinner utbudet av denna tjänst kan det innebära en mycket större nyttoförlust för konsumenten än den eventuella vinsten av ett utvidgat investerarskydd.

En intressant iakttagelse är också att även om ett grundläggande motiv bakom konsumentskyddet har att göra med asymmetrisk information, är det endast en begränsad del av regleringarna som faktiskt syftar till att hantera informationsproblemen. En stor del av regleringarna, till exempel olika former av solvensregler, syftar till att hantera symptomen snarare än grundproblemet. Det är möjligen effektivt i en del fall, men underlättar inte möjligheterna att analysera om nyttan av summan av all reglering överstiger kostnaderna.

#### INTERNATIONELL HARMONISERING AV REGLERING

Utvecklingen mot allt mer integrerade finansiella marknader skapar en dynamik mot harmonisering av regler mellan olika länder. Denna trend är tydlig inom till exempel bankverksamhet, värdepappershandel och redovisning. Harmoniseringen är viktig, eftersom den bör kunna leda till lägre inträdesbarriärer och en globalt sett effektivare allokering av kapital och risker. Detta är också det uttryckliga syftet bakom de flesta harmoniseringssträvanden.

Det finns dock risker av mer dynamiskt slag. Harmoniseringen behöver inte nödvändigtvis leda till mer effektiva regler, eftersom de ofta är resultatet av kompromisser, där den effektivaste lösningen inte alltid är det givna utfallet. Snarare kan regelstrukturen bli alltför komplicerad, eftersom alla förhandlingsparter vill ha med sina delar.

Även om harmonisering i grunden är någonting positivt, kan också något gå förlorat i processen. Om konkurrens är bra för utvecklingen av de flesta andra verksamheter, borde detta i någon mån även gälla offentliga regleringar. När olika länder använder olika strategier för reglering finns det också möjligheter att lära av andras misstag och framgångar på regleringsområdet. Harmonisering som medför en mer enhetlig regelstruktur leder till att dessa möjligheter minskar.

### Några implikationer för den finansiella regleringen i Sverige

Även om syftet med denna artikel inte är att utvärdera några specifika regleringar eller förslag till regleringar vill vi peka på några områden där mycket tyder på att regleringen inte möter upp till de kriterier vi här har ställt upp.

Det första exemplet är hanteringen av banker i kris. Vi har konstaterat att finansiella kriser kan vara kostsamma för samhället och att det finns utrymme för regleringar för att minska risken för kriser. Samtidigt finns det en genuin instabilitet i bankverksamhet och en reglering kan aldrig bli heltäckande. Det är därför viktigt att det införs

73 EG-direktivet 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument innehåller en del krav som kan tolkas på detta sätt. Den exakta tolkningen och genomförandet av detta direktiv är dock inte klar.

tydliga regler och lagar för hur banker ska hanteras när en kris inträffat. Risken för moral hazard-problem är annars uppenbar. I länder som Sverige, med relativt färsk erfarenhet av att rädda banksektorn undan kollaps, är det särskilt viktigt att uppmärksamma och hantera den här typen av potentiella problem. Det finns ett förslag till lag om offentlig administration av banker i kris<sup>74</sup> och det är viktigt att de centrala delarna genomförs och dessutom utvidgas till att omfatta även försäkringsbolag.

Det andra exemplet är från livförsäkringsbranschen. Vi drar i artikeln slutsatsen att det är svårt att se allvarigare systemrisk i branschen, men att det finns tydliga konsumentskyddsmotiv till reglering av försäkringsbolagen. Denna reglering är idag redan omfattande. Många av regleringarna kan te sig motiverade var för sig, men skapar sammantaget inlåsnings effekter, inträdesbarriärer och andra ineffektiviteter. Det är därför tveksamt om summan av alla regleringar verkligen ger den önskade effekten. Problemet förstärks av att regleringsstrukturen över tiden tenderar att snedvrída hela sparandemarknaden.

Ett tredje exempel gäller de inträdesbarriärer som finns för värdepappersföretagen. På senare år har det från EU kommit en rad direktiv som riktas mot värdepappersmarknaden, till exempel Prospekt-direktivet, Marknadsmisbruksdirektivet, UCITS-direktivet och Direktivet om marknader för finansiella instrument. Även om dessa direktiv kan motiveras i sig innebär summan av alla detaljregler en betydande börda för värdepappersföretagen. Risken är att den samlade regleringsbördan avskräcker nyetablering på värdepappersmarknaderna och att de största och mest väletablerade företagens positioner på marknaden befästs.

## Avslutande kommentarer

Ett övergripande samhällsekonomiskt mål är att ekonomiska resurser ska fördelas effektivt, det vill säga styras till de projekt och användningsområden som är mest produktiva. I denna artikel har vi diskuterat ett sätt att analysera regleringar av olika delar av den finansiella sektorn.

En viktig slutsats är att regleringar av finansiell verksamhet bör baseras på dels en analys av marknadsmislyckanden, dels en avvägning av regleringens nytta och kostnader. Även om en sådan analys kan vara svår att genomföra av ett enskilt regleringsförslag är den desto mindre viktig. Risken är annars att det införs regleringar som motverkar sitt syfte eller som försämrar den samhällsekonomiska effektiviteten och därmed ger medborgarna med sämre välfärd.

En annan slutsats är att ett finansiellt system som är instabilt och där konsumenter regelmässigt förleds ingå oförmånliga avtal knappast fullgör sina grundläggande uppgifter – att förmedla betalningar och

74 Se SOU 2000:66.

kapital, samt att hantera och omfördela risker – på ett samhällsekonomiskt effektivt sätt. Det finns därför relevanta ekonomiska motiv för en särreglering av den finansiella sektorn. Samtidigt existerar systemriskerna endast i vissa delar av den finansiella sektorn. Behovet av konsumentskydd varierar också mellan olika kundkategorier och olika finansiella delmarknader.

Riksbanken har som uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. En rimlig tolkning av denna uppgift är att i första hand verka för att undvika systemkriser som försvårar tillgängligheten till det finansiella systemets tre grundläggande funktioner. Regler som påverkar stabiliteten och effektiviteten i det finansiella systemet är därför av högsta prioritet för Riksbanken. En effektiv finansiell sektor förutsätter också ett välavvägt konsumentskydd. I Sverige ligger dock ansvaret för konsumentskydd i den finansiella sektorn i första hand på Finansinspektionen och Konsumentverket. Även konkurrensfrågorna är i flera fall speciella inom den finansiella sektorn. Konkurrensverket har här, tillsammans med övriga berörda myndigheter, en viktig roll att fylla.

Även om systemskydd och konsumentskydd i strikt principiell mening har olika syften sammanfaller de i praktiken i flera fall. I slutändan kan många regleringar motiveras ur både system- och konsumentskyddsperspektiv. Systemskyddsregleringar syftar till att säkerställa tillgången till de grundläggande finansiella tjänsterna, exempelvis betalsystem. Sådana regleringar är också högst relevanta ur ett konsumentskyddsperspektiv. På motsvarande sätt förutsätter ett effektivt finansiellt system i slutändan att konsumenter har ett tillräckligt skydd för att de ska känna förtroende och våga nyttja de finansiella tjänster som systemet erbjuder.

## ■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

### ■ 2004:2

Priser och kostnader i det svenska betalningssystemet

Marknaden för långsiktigt sparande

Storbankernas finansiering

### ■ 2004:1

De svenska hushållens skuldsättning och betalningsförmåga

– en analys på hushållsdata

Intern riskklassificeringssystem och riskkänsliga kapitalkrav

### ■ 2003:2

Riksbankens roll som lender of last resort

Finansiell integration och ansvaret för det finansiella systemets

stabilitet inom EU

### ■ 2003:1

Kan ett bankfallissemang hota betalningssystemet?

Euron och finansiell stabilitet i Sveriges riksbank

### ■ 2002:2

Central motpartsclearing i värdepappersmarknaden

Utlåningstillväxt som indikator på finansiell stabilitet

Svenska bankers internationella expansion

### ■ 2002:1

Det framtida betalningssystemet i Sveriges riksbank

Hanteringen av marknadsrisk

Svenska storbanker i en internationell jämförelse

### ■ 2001:2

Övervakning av den finansiella infrastrukturen och finansiell stabilitet

Kreditgivning och kreditrisk

CLS Bank – förbättrad riskhantering på valutamarknaden

Ekonomiska effekter av utbyggnaden av tredje generationens

mobiltelefoni – 3G

## ■ 2001:1

Likviditet och likviditetsrisk

Konjunkturcykeln och regelverket för banker

Operativa incidenter i banksystemet – två exempel

Ökad finansiell stabilitet genom internationella standarder

## ■ 2000:2

Operativa risker

## ■ 2000:1

Vilka åtgärder kan vidtas om det sker en oroande

riskupbyggnad i bankerna?

## ■ 1999:2

Förberedelser inför övergången till år 2000

## ■ 1999:1

År 2000 – omställningen i den finansiella sektorn

## ■ 1998:1

Motparts- och avvecklingsrisker – en introduktion

År 2000 – en risk för den finansiella stabiliteten?