



Finansiell stabilitet

2006:1

■ Innehåll

- SAMMANFATTANDE STABILITETSBEDÖMNING 7
 - Slutsatser 13
 - Riksbankens roll i arbetet med finansiell stabilitet* 14

- FINANSIELLA MARKNADER 17
 - Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna 17
 - Risker från de finansiella marknaderna 20
 - Sammanfattande bedömning 21
 - Huspriser i ett internationellt perspektiv* 22

- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 25
 - Den svenska företagssektorn 25
 - Riskkapitalmarknaden under 2005* 28
 - Fastighetsföretagen 30
 - Den kommersiella fastighetsmarknaden* 31
 - Företagssektorerna i Tyskland, de övriga nordiska och de baltiska länderna 33
 - Den svenska hushållssektorn 34
 - Hushållssektorerna i Tyskland, de övriga nordiska och de baltiska länderna 37
 - Hushållens ekonomi 2004* 38
 - Sammanfattande bedömning 41

- UTVECKLINGEN I BANKERNA 43
 - Lönsamhet och intjäning – strategisk risk 43
 - Fördjupning – räntenetto och kostnader* 47
 - Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk 50
 - Finansiering- likviditetsrisk 54
 - Sammanfattande bedömning 57

- DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN 59
 - Det svenska betalningssystemet 59
 - Utvärdering en del av övervakningsuppdraget 65
 - Förändringar på kontantmarknaden 69

- **ATT MÄTA KREDITRISK MED EXTERN INFORMATION 75**
 - Portföljanslys av kreditrisk 76
 - Beräkning av förluster – förväntade och oförväntade 77
 - Tillämpning av portföljansatsen på svenska banker 79
 - Storbankernas utlåning* 80
 - Några resultat från modellen 85
 - Stresstester och känslighetsanalyser 86
 - Avslutande kommentarer 87

- **HEDGEFONDER OCH DET FINANSIELLA SYSTEMET 89**
 - Vad är en hedgefond? 89
 - Investeringsstrategier* 92
 - Hedgefonder internationellt och i Sverige 93
 - Statistiska felkällor om hedgefonder* 96
 - Hedgefondernas betydelse för de finansiella marknaderna 97
 - Krisen i LTCM* 100
 - Hedgefonder och reglering 101
 - Avslutning 102

- **ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER 103**

■ Förord

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

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

Utgångspunkten för bedömningen är de omvärldsfaktorer som kan påverka aktörerna i det svenska betalningsväsendet. Rapporten inleds därför med ett kapitel som diskuterar utvecklingen i real-ekonomin och på de finansiella marknaderna.

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

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

För att få en uppfattning om strukturella svagheter som kan orsaka spridningseffekter via betalningssystemet övervakar Riksbanken även den finansiella infrastrukturen. Denna består av de system som behövs för att möjliggöra betalningar samt handel, clearing och avveckling av finansiella instrument. Infrastrukturen kan även ses som ett vidare begrepp och även omfatta det offentliga ramverket för finansiella transaktioner, det vill säga regelverk, tillsyn och krishantering. I denna rapport ägnas infrastrukturkapitlet åt att beskriva den finansiella infrastrukturen och då särskilt de delar som Riksbanken övervakar. Riksbankens utvärdering av dessa delar för verksamhetsåret 2005 presenteras också samt en diskussion om de förändringar som för närvarande pågår på kontantmarknaden.

Stabilitetsrapporten avslutas med två artiklar. I den första beskrivs en metod att mäta kreditrisk i banksektorn med extern information. I den andra artikeln kartlägger Riksbanken hedgefondernas utveckling och deras betydelse för det finansiella systemet.

Rapporten har behandlats i Riksbankens direktion den 4 och 18 maj. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen fram till och med den 15 maj.

Stockholm i maj 2006

Stefan Ingves

RIKSBANKSCHEF

■ Sammanfattande stabilitetsbedömning

De svenska storbankerna har enligt Riksbankens bedömning god beredskap att klara av oväntade förluster i dagsläget. Lönsamheten har förbättrats främst till följd av ökad omsättning på aktiemarknaden, växande kreditvolym och låga kreditförluster. Förutsättningarna är därmed goda att det finansiella systemet ska klara av eventuella störningar under de kommande åren. Några inslag i utvecklingen förefaller emellertid inte vara hållbara på längre sikt, även om de i dagsläget inte utgör några problem. Ett sådant är att direktavkastningskraven bland fastighetsföretagen fortsatt att falla trots att den riskfria långa räntan stigit. Ett annat är den snabba ökningstakten i huspriser och hushållens skuldsättning.

Under 2005 fortsatte konjunkturen att stärkas såväl i Sverige som i omvärlden. I inflationsrapporten i februari bedömde Riksbanken att den internationella tillväxten skulle uppgå till omkring 4 procent under de närmaste två åren. Vid det penningpolitiska mötet den 27 april konstaterade Riksbanken att den tillväxtbild som presenterades i inflationsrapporten i stora drag består, men att det fanns skäl att tro på något starkare utveckling i omvärlden mot bakgrund av den statistik som kommit in.

Vinsterna i företagssektorn har fortsatt att bli högre än förväntat, vilket bidragit till stigande kurser på de internationella aktiemarknaderna. Värderingen i termer av P/E-tal ligger fortfarande nära medelvärde sedan mitten av 1990-talet. Volatiliteten på aktiemarknaderna har stigit något den senaste tiden, men är fortfarande förhållandevis låg.

Under vintern och våren har flera centralbanker höjt sina styrrentor, däribland Riksbanken. De långa räntorna har också stigit sedan förra stabilitetsrapporten, även om de fortfarande är låga. De faktorer som nämndes i förra rapporten som tänkbara förklaringar – ökad trovärdighet för låg och stabil inflation, högt sparande i de asiatiska och oljeproducerande länderna samt ändrade regler för institutionella placerare – förefaller fortsätta att påverka utvecklingen av de långa räntorna.

Kreditspreadar för mer riskfyllda obligationer har återigen minskat. Kompensationen för risk är därmed lägre, vilket till viss del skulle kunna motiveras av stigande vinster och bättre makroekonomiska förutsättningar i tillväxtekonomierna. Bilden är densamma för spreaden för vissa kreditderivat, credit default swaps, som minskat under våren.

FÖRETAGEN

Företagen ökade sin upplåning i förhållandevis hög takt under 2005. Under de första månaderna 2006 minskade emellertid upplåningstakten något. Merparten av upplåningen är från bankerna. Riksbanken bedömer att företagen kommer att fortsätta att öka sin upp-

låning. Ett skäl till detta är att företagens fasta bruttoinvesteringar förväntas öka.

Företagens skulder har ökat i förhållande till deras totala tillgångar. Under 2005 hade dock 40 procent av de börsnoterade företagen en skuldsättning som var lägre än 50 procent, vilket är oförändrat jämfört med 2004.

Förbättrade resultat och ökad omsättning i företagssektorn har fortsatt att bidra till förbättrad betalningsförmåga. Rörelseresultat och finansiella intäkter har ökat samtidigt som räntorna förblivit låga. Förväntade konkurssannolikheter för företagen, som beräknas utifrån bokslutsdata och aktiekurser, har gradvis fallit under de senaste fyra åren. De senaste beräkningarna visar att de förväntas fortsätta falla framöver och att betalningsförmågan därmed förblir god.

Fastighetsföretagen – bankernas största enskilda branschexponering – ökade sin upplåning i bank i snabbare takt än företagssektorn i sin helhet. Även denna företagskategori förefaller dock ha god betalningsförmåga. Skuldsättningsgraden har fallit och räntetäckningsgraden ökat. Riksbanken bedömer att betalningsförmågan förblir god i denna bransch, bland annat till följd av att hyresmarknaden förväntas bli stark. Beräknad sannolikhet för att dessa företag går i konkurs inom ett år – baserat på aktiekurser och bokslutsdata – minskar, vilket också det talar för att fastighetsföretagens betalningsförmåga består.

Samtidigt som detta ger en ljus bild av fastighetsföretagens utveckling har de blivit mer känsliga till följd av att deras räntebindningstid minskar samtidigt som de ökar sin upplåning.

På den kommersiella fastighetsmarknaden har priserna på kontorslokaler stigit i samtliga storstadsregioner. En anledning till detta är att företagens direktavkastningskrav gradvis har fallit, vilket sannolikt berott på fallet i den långa riskfria räntan. I likhet med utvecklingen på andra marknader verkar emellertid även riskpremierna – investerarnas ersättning för risk – ha fallit. Detta förefaller än mer uttalat under det första kvartalet 2006, då de reala priserna ökade med upp till 25 procent på årsbasis på sina håll samtidigt som den riskfria räntan steg något. Det tyder på att riskpremien har fortsatt att minska.

Över hälften av de svenska storbankernas utlåning till företag går till utlandet, främst de övriga nordiska och de baltiska länderna samt Tyskland. Utvecklingen i de övriga nordiska länderna är i stort densamma som den svenska med ökande upplåning bland företagen, men fortsatt god betalningsförmåga.

De baltiska länderna fortsätter att kännetecknas av snabb ekonomisk tillväxt och hög efterfrågan på krediter. Företagens finansiella ställning – och därmed deras betalningsförmåga – är emellertid fortsatt god. Den kraftiga kredittillväxt som nu sker i de baltiska länderna kan emellertid inte fortgå hur länge som helst även om den sker från en låg nivå. Den fasta växelkursregimen hindrar dessutom de baltiska centralbankerna att med penningpolitiska medel påverka den snabba

kreditillväxten. Låntagarna har också valutarisk i sin upplåning. Allt detta sammantaget gör att det finns skäl att vara uppmärksam på att obalanser inte byggs upp som kan leda till betalningssvårigheter för låntagarna.

Utvecklingen i Tyskland är svagare, men det finns vissa tecken som tyder på att de tyska företagens kreditefterfrågan kommer att öka framöver, till följd av att företagen visar ökat intresse för att investera igen.

HUSHÅLLEN

Hushållen har fortsatt att öka sina skulder i allt snabbare takt. Den totala upplåningen ökade med 13 procent mellan januari i år och januari förra året, vilket är den snabbaste ökningstakten sedan början av 1990-talet. Hushållssektorns totala skulder i förhållande till disponibel inkomst uppgick i slutet av 2005 till drygt 130 procent.

Som tidigare är merparten av lånen bostadslån och huspriserna har fortsatt att stiga. De regionala skillnaderna är fortfarande betydande med lägre prisökningstakter i Stockholm än i riket som helhet. Statistiken visar att de räntehöjningar som Riksbanken genomfört hittills inte fått något större genomslag på småhusprisutvecklingen.

Hushållens betalningsförmåga är fortsatt god. Ränteutgifterna har fortsatt att falla i förhållande till hushållens disponibla inkomster. Baserat på uppgifter om inkomster, skulder och ränteutgifter för enskilda hushåll har Riksbanken uppdaterat studien om betalningsförmåga i olika inkomstklasser. Hushållen är nu uppdelade i tio olika klasser. Det var främst hushåll i de två högsta inkomstklasserna som ökade sin skuldsättning mellan 2003 och 2004. Dessa hushåll var redan de mest skuldsatta – både absolut och i relation till sin inkomst. Det var emellertid också i dessa hushåll som merparten av hushållssektorns tillgångar fanns. Riksbankens beräkning av hushållens ekonomiska marginaler – hur mycket de har kvar efter skatt när räntor och andra levnadsomkostnader har betalats – visar att hushållen i dessa översta inkomstklasser hade marginaler att klara räntestegringar eller inkomstbortfall även när de ökat sin skuldsättning.

Även om de svenska hushållen förefaller kunna betala för sina lån är en situation där skulder och huspriser ökar med i genomsnitt 10 procent per år inte hållbar på sikt. Såväl bostadspriser som hushållens skuldkvot bedöms öka i långsammare takt framöver. Riksbanken har uppdaterat beräkningarna av framtida huspriser enligt de ekvationer som presenterades i den förra rapporten. Dessa tyder på att ökningstakten i huspriserna kommer att mattas något i år och mer uttalat under 2007 och 2008.

Även om hela hushållssektorn som grupp har god betalningsförmåga kan den ökade skuldsättningen leda till problem i enskilda hushåll. Ökade belåningsgrader och minskade amorteringskrav har gjort det möjligt att för enskilda låntagare att ta större risk än tidigare. Det finns anledning att nära följa denna utveckling och de möjliga effekter den kan få på såväl hushållens betalningsförmåga som deras konsumtion.

Omkring hälften av bankernas hushållsutlåning går till hushåll utanför Sverige. Även på hushållssidan påminner utvecklingen i de övriga nordiska länderna om den svenska med ökande skuldsättning och huspriser, men fortsatt god betalningsförmåga.

I de baltiska länderna ökade hushållen sin skuldsättning kraftigt under 2005. Kredittillväxten har dels drivits av stark inhemsk efterfrågan på bostäder, dels av hushållens uppdämda behov att låna när kreditmarknaden avreglerats. Ökningen i skuldsättningen har därmed skett från låg nivå och hushållens skuldkvot är fortfarande förhållandevis låg.

De tyska hushållen har varit fortsatt försiktiga i sin upplåning och deras skuldkvot har trendmässigt fallit sedan 2000, dock från en förhållandevis hög nivå. Hushållens försiktiga upplåning har i hög grad varit en konsekvens av den svaga ekonomiska utvecklingen, men demografiska faktorer och ett överutbud av bostäder har också spelat in.

BANKERNA

De fyra storbankernas lönsamhet ökade under resultatperioden, det vill säga de senaste fyra kvartalen till och med första kvartalet 2006. Detta beror på hög utlåningstillväxt både till hushåll och företag, stigande aktiemarknader, lägre långräntor och sjunkande kreditförluster.

Räntenettet är fortfarande bankernas främsta intäktskälla. I ett läge då räntemarginalerna pressats har bankernas utlåningsvolymerna växt. Om utlåningen till företag och hushåll skulle upphöra att öka skulle det påverka storbankernas lönsamhet väsentligt. Ett räkneexempel visar att effekten blir mellan 19 och 28 procents lägre lönsamhet.

Utlåningstillväxten har emellertid varit hög under den senaste resultatperioden. I samtliga banker är den snabbare i utlandet än på den svenska marknaden.

Under 2005 började företagsutlåningen öka i snabbare takt igen, dock med vissa skillnader mellan bankerna. Det var framförallt utlåning till företag inom fastighetsförvaltning och handel och serviceverksamhet som ökade. Ökningstakten avtog emellertid något under de första månaderna 2006.

Hushållsutlåningen fortsatte att öka snabbt på den svenska marknaden, främst via bankernas bostadsinstitut. Storbankernas marknadsandelar har emellertid minskat eller varit oförändrade för storbankerna. Det är SBAB, Danske Bank och Länsförsäkringar Bank som tagit marknadsandelar.

Kreditförlusterna har fortsatt att minska och är nu i det närmaste obefintliga i de fyra storbankerna.¹ Till skillnad från de tidigare två åren – då kreditförlusterna minskade på grund av minskade reserveringar för nya förluster – har minskningen nu skett till följd av att

¹ Posten kreditförluster består av reserveringar för redan konstaterade förluster samt för de som befaras äga rum, men även av återvinningar och återföringar från de förluster som inträffat. Det innebär att posten kan ge ett positivt bidrag till bankernas lönsamhet om återföringarna är högre än reserveringarna.

återföringar ökat. Med den konjunkturprognos som Riksbanken presenterade i inflationsrapporten i februari förväntas kreditförlusterna förbli låga de närmaste åren. Utvecklingen i de baltiska länderna är emellertid en osäkerhetsfaktor. Om den kraftiga tillväxten vänder kan det leda till ökade kreditförluster. Så även om fastighetsföretagens betalningsförmåga försämras.

I dagsläget förefaller bankernas utlåning och utvecklingen av kreditförlusterna inte skapa några problem. Erfarenheterna visar emellertid att det är i detta skede som banker – genom att på olika sätt mjuka upp sina lånevillkor – lägger grund för framtida kreditförluster. Det finns därför anledning att uppmärksamt följa kreditkvaliteten i olika marknadssegment.

I takt med att bankernas lönsamhet har förbättrats de senaste åren har också deras kapital ökat. Deras genomsnittliga primärkapitalnivå uppgick till knappt 7 procent i slutet av resultatperioden. I det rådande konjunkturläget och med den utveckling som bankernas intjäning och kreditförluster uppvisar förefaller det vara tillfredsställande.

Sedan tidigt 1980-tal har bankerna haft ett inlåningsunderskott, det vill säga utlåningen till allmänheten har varit större än inlåningen. Detta underskott har växt under åren och medfört att de fyra storbankerna i allt högre utsträckning är beroende av interbank- och värdepappersmarknaderna för att finansiera sig. Under resultatperioden har bankerna främst finansierat sig genom att emittera värdepapper i USA-dollar, euro och danska kronor. Upplåningen har dock kurssäkrats i hög utsträckning och därmed varit säkrad mot valutarisk. Att bankerna lånar på ett antal marknader är positivt ur ett stabilitetsperspektiv eftersom det minskar beroendet av en enskild finansieringskälla. Samtidigt blir bankerna mer känsliga för problem på de finansiella marknaderna.

Sammantaget förefaller de svenska storbankerna ha god förmåga att klara av oväntade förluster under de kommande åren. Lönsamheten har förbättrats främst till följd av ökad omsättning och stigande kurser på aktiemarknaden, växande kreditvolym och låga kreditförluster. Förutsättningarna är därmed goda att det finansiella systemet ska klara av eventuella störningar.

RISKER FRÅN DE FINANSIELLA MARKNADERNA

Prisanpassningar på de finansiella marknaderna kan mycket väl komma att ske under ordnade former. Flera händelser under de senaste åren – till exempel övergången till mer åtstramande penningpolitik i USA och Europa – har passerat förhållandevis obemärkt på de finansiella marknaderna. Det finns dock flera tänkbara orsaker till att en framtida anpassning skulle kunna bli snabb och turbulent med

hastigt ökad volatilitet. Långräntorna är låga givet den ekonomiska utvecklingen och kreditspreadar nedpressade. Det kan inte uteslutas att investerare efterfrågar allt mer riskfyllda obligationer i försök att nå högre avkastning än vad statsobligationer kan ge, utan att kräva ersättning för risk. Om kreditkvaliteten oväntat skulle försämras med ökade konkurser och betalningsinställelser kan kreditspreadarna snabbt öka.

Den snabba tillväxten på kreditderivatmarknaden medför att det kan vara svårt att överblicka hur marknadslikviditeten skulle utvecklas vid en störning. Samtidigt som denna marknad har växt har hedgefonder trätt fram som viktiga aktörer. Hedgefonderna är aktiva även på andra marknader, vilket kan innebära att störningar snabbt sprids mellan olika marknader. Det finns även indikationer som tyder på att kreditinstitut har sänkt sina motpartskrav på hedgefonder och tillåter allt högre belåningsgrader för att konkurrera om de intäkter dessa fonder genererar.

Allt detta sammantaget kan leda till att aktörerna snabbt vill vika om sina portföljer om någon händelse skulle inträffa som plötsligt förändrar deras förväntningar och istället investera i tillgångar med högre kreditkvalitet. Ett sådant händelseförlopp kan leda till ytterligare turbulens och att likviditeten snabbt minskar på mer komplexa marknader, såsom kreditderivatmarknaden.

De svenska bankernas goda motståndskraft gör dock att dessa inte förväntas få solvensproblem om den finansiella turbulensen ökar. De svenska bankernas marknadsrisker är förhållandevis små, även om de förefaller ha ökat något på senare tid. Minskad likviditet på en del marknader skulle dock kunna göra marknadsfinansiering dyrare. Om räntorna stigit med en procentenhet över hela avkastningskurvan från en dag till en annan skulle det ha minskat deras resultat med omkring 20 procent 2005 genom effekter på deras räntebärande tillgångar och skulder. Det förutsätter att bankerna väljer att realisera hela värde-minskningen.

De indirekta effekterna av finansiell turbulens och minskad marknadslikviditet på längre sikt är svårare att uppskatta. Om investeringar uteblir i företagssektorn, utlåningen avtar i ett läge med lägre tillväxt och värdepappershandeln minskar kommer bankernas viktigaste intäktskällor, provisions- respektive räntenetto, att påverkas.

DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN

Riksbanken utvärderar årligen de viktigaste betalningssystemen. Denna utvärdering visar att systemen håller god internationell standard. Några svagheter finns dock vad gäller transparensen och tillträdeskraven hos ett par av systemen. Det är rimligt att ett land som Sverige uppfyller de internationella krav som finns. Dessa svagheter bedöms dock inte kunna utgöra några hot mot den finansiella stabiliteten.

Slutsatser

- De svenska storbankerna uppvisar god lönsamhet och förmåga att klara oväntade förluster.
- Hushåll och företag ökar sin upplåning, men låntagargrupperna i sin helhet har god förmåga att betala för sina skulder. Vissa inslag i utvecklingen förefaller emellertid inte hållbara på sikt vad gäller låntagarna. Ett sådant är att priserna på den kommersiella fastighetsmarknaden förutsätter starkare hyresmarknad framöver. Ett annat är den snabba ökningstakten i huspriser och hushållens skuldsättning.
- Om utlåningen till hushåll och företag avtar eller börskurserna faller kraftigt så skulle lönsamheten försämrats väsentligt för bankerna. Snabba prisanpassningar i övrigt på de finansiella marknaderna med hastigt ökad volatilitet skulle också kunna påverka lönsamheten genom att deras marknadsfinansiering därmed blir dyrare.

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 systemet är stabilt. Om systemet skulle upphöra att fungera 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 roll i betalningssystemet, fått i uppdrag av riksdagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Här finns också en tydlig koppling till Riksbankens andra mål – att upprätthålla ett fast penningvärde. Stabilitet i det finansiella systemet är en grundförutsättning för en fungerande inflationsmålspolitik.

Bankernas viktiga roll i betalningssystemet gör att de står i centrum för samhällets intresse att övervaka den finansiella stabiliteten.² En kris i banksystemet skulle kunna drabba betalningsväsendet på ett allvarligt sätt. Övervakningen av bankerna är extra komplicerad till följd av att bankverksamhet i sig är mer riskfylld än verksamhet i de flesta

andra företag. Bankernas skulder – inlåning eller lån från andra banker – är till största delen kortfristiga, medan deras tillgångar ofta är långfristiga.

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

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

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

² Finansinspektionen och Riksbanken har båda viktiga roller i denna övervakning och myndigheterna uppgifter har ofrånkomligen många beröringspunkter. Tillsammans med finansdepartementet har de båda myndigheterna tydliggjort arbetsfördelningen och samarbete i dessa frågor i en överenskommelse. Se www.riksbank.se/upload/dokument_riksbank/kat_AFS/overenskommelse.pdf

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

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

I rapporten Finansiell stabilitet publicerar Riksbanken två gånger per år sin syn på ris-

kerna i det finansiella systemet och bankernas motståndskraft mot eventuella störningar. Eftersom de fyra stora bankkoncernerna svarar för omkring 80 procent av den svenska marknaden koncentreras analysen av bankernas motståndskraft på dessa.

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

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

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

Goda makroekonomiska förutsättningar och stigande vinster i företagen har lett till stigande börskurser. De långa räntorna har stigit medan spreadarna för företagsobligationer och obligationer utgivna av tillväxtekonomin varit fortsatt låga. I allt väsentligt kvarstår de risker som lyftes fram i stabilitetsrapporten i november – snabba anpassningar av långa räntor och räntedifferenser samt snabba förändringar av marknadslikviditet – även om sannolikheten att de ska realiseras bedöms vara låg.

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

Konjunkturbilden och de finansiella marknaderna

Under 2005 fortsatte konjunkturen att stärkas i såväl Sverige som omvärlden. I Riksbankens senaste inflationsrapport gjordes bedömningen att den globala tillväxten kommer att utvecklas starkt även framöver och uppgå till cirka 4 procent under de närmaste två åren.

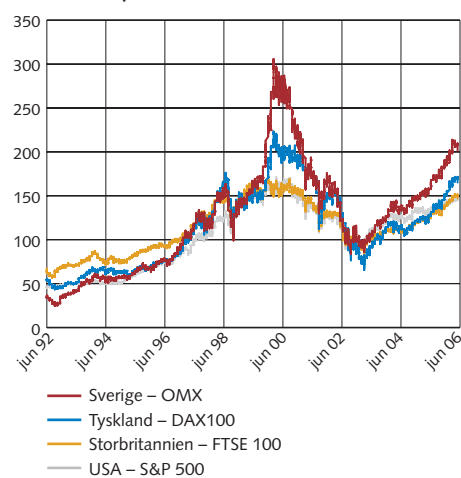
Tillväxten i USA förväntades mattas av något, men förbli förhållandevis hög. Det mesta tyder på att den nedgång som skedde under slutet av 2005 var temporär. I Asien har Japan börjat återhämta sig, samtidigt som Kina växer i snabb takt. Detta har lett till expansion även i andra ekonomier i regionen.

Under 2005 kom också tecken på högre tillväxt i euroområdet, och utsikterna för en fortsatt återhämtning bedömdes vara goda. Tillväxten i Estland, Lettland och Litauen har förblivit stark och härrör liksom tidigare främst från stark inhemsk efterfrågan.

Den svenska tillväxten tog fart under 2005, efter att ha mattats av något runt årsskiftet 2004/2005. I den senaste inflationsrapporten bedömde Riksbanken att tillväxten uppgår till cirka 3,5 procent under 2006, för att därefter avta något till följd av mindre expansiv finanspolitik och stigande räntor.

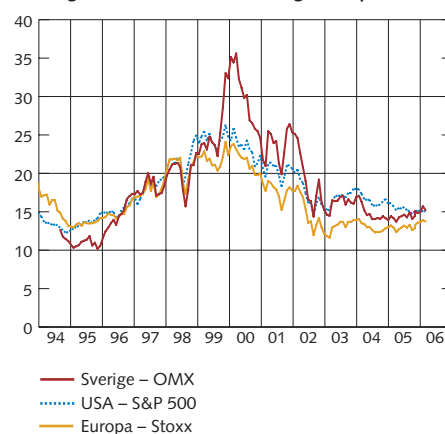
Vid det penningpolitiska mötet den 27 april konstaterade Riksbanken att bilden av tillväxten i Sverige och omvärlden i stora drag består, men att nyinkommen statistik visar på något starkare utveckling än väntat i omvärlden.

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

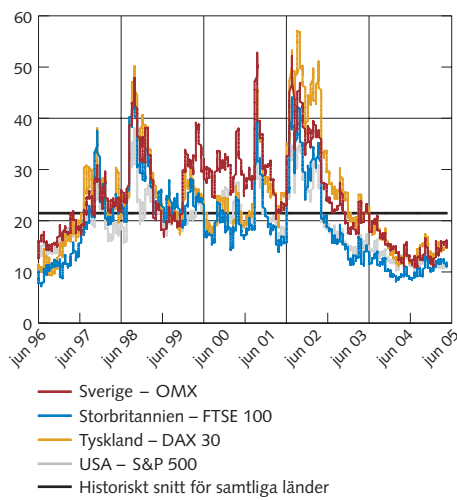


Källa: Reuters EcoWin

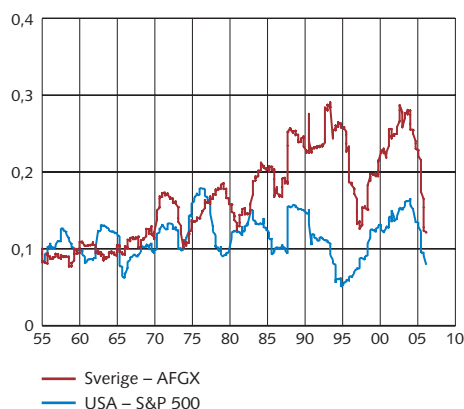
Diagram 1:2. P/E-kvot för Sverige, Europa och USA



Källa: Reuters EcoWin

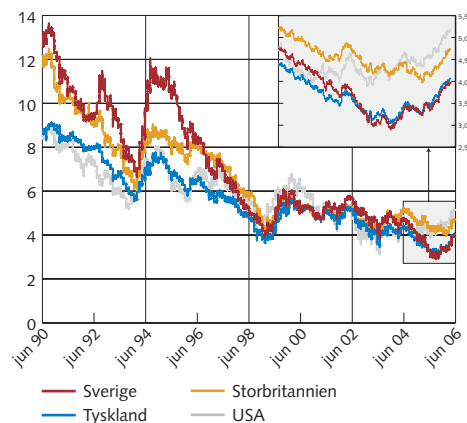
Diagram 1:3. Implicit volatilitet för aktiemarknaderna Index

Källa: Bloomberg

Diagram 1:4. Historisk volatilitet för aktiemarknaderna i Sverige och USA

Anm. Historisk volatilitet visar hur mycket aktiepriser rört sig. I diagrammet är det beräknat utifrån 24-månaders överlappande observationer och anges i årsnivå.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:5. Ränta på tioåriga statsobligationer Procent

Källa: Reuters EcoWin

AKTIEMARKNADEN

Den senaste tidens gynnsamma ekonomiska utveckling har även återspeglats på aktiemarknaderna globalt. Trots att utvecklingen på dessa var något svagare under hösten, till viss del orsakad av oro för tilltagande inflation och stigande räntor, så har de internationella börskurserna generellt stigit (se diagram 1). Liksom tidigare beror kursuppgången på överraskande höga vinster i företagen. Av bolagen på S&P 500 var det drygt 60 procent som överträffade vinstförväntningarna under fjärde kvartalet 2005. Motsvarande siffra på OMX var drygt 50 procent. Generellt förväntas vinsterna fortsätta att stiga under 2006, om än inte i samma takt som mellan 2004 och 2005.

Värderingen i termer av P/E-tal för Sverige, Europa och USA ligger relativt nära ett medelvärde sedan mitten av 1990-talet (se diagram 2) och på i stort sett samma nivåer som under de senaste fyra åren.

Sedan början av 2000-talet har marknadens osäkerhet om den framtida börsutvecklingen – mätt som implicit volatilitet – minskat kraftigt (se diagram 1:3).³ Den implicita volatiliteten är lägre än det historiska genomsnitt som rått mellan 1996 och mars 2006 (se diagram 3). Sett i ett längre perspektiv – från 1953 fram till idag – är dock inte volatiliteten anmärkningsvärt låg (se diagram 4).

RÄNTEMARKNADEN

De långa räntorna har under en längre period legat på historiskt låga nivåer givet den ekonomiska utvecklingen (se diagram 5). Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i november har de långa räntorna emellertid stigit något. Flera centralbanker, däribland Federal Reserve, ECB och Riksbanken, har höjt sina styrräntor under denna period. I vissa länder har dock de långa räntorna inte stigit i samma utsträckning som styrräntor och kortare marknadsräntor, vilket har resulterat i flackare eller negativt lutande avkastningskurvor.

Ett antal faktorer som inte direkt har att göra med den makroekonomiska utvecklingen verkar ha haft betydelse för de låga räntorna och därmed avkastningskurvans utseende. Ökad trovärdighet för låg och stabil inflation är en sådan. Andra förklaringar som brukar nämnas är till exempel högt sparande i vissa regioner, hög likviditet som allmänt drivit upp tillgångspriser, liksom struktur- och regelförändringar som fått institutionella placerare och pensionsbolag att i ökad utsträckning efterfråga långa obligationer.⁴

³ Implicit volatilitet visar hur mycket marknadsaktörerna tror att börskurserna kommer att röra sig i framtiden och beräknas med hjälp av en formel för optionsprissättning.

⁴ För Storbritannien se Bank of England Quarterly Bulletin, spring 2006.

På kreditmarknaden har räntespreadarna för företagsobligationer minskat igen i såväl Europa som USA, efter en svag uppgång under slutet av 2005 (se diagram 6 och 7). Små räntespreadar innebär att kompensationen för risk är låg, vilket kan motiveras av såväl starka vinster som få konkurser och små betalningsproblem i företagssektorn. Under 2005 var det endast ett kreditvärderat företag i Europa som inte klarade av att betala sina finansiella kostnader.⁵ Detta var det svenskägda bussbolaget Concordia.

Samma bild framgår av utvecklingen av spreaden för den typ av kreditderivat som kallas *credit default swaps* (CDS).⁶ Spreaden visar i princip kostnaden för att försäkra sig mot kreditrisk och är på det sättet en indikator för förväntningarna om framtida betalningsinställelser. I diagram 8 visas index över den genomsnittliga spreaden för högt graderade företag i Nordamerika och Europa, vilken har sjunkit under året.

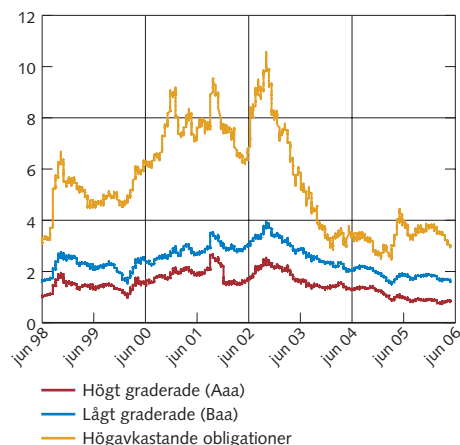
I tillväxtekonomierna har tillgångspriserna generellt utvecklats starkt sedan en period. Detta gäller även för obligationer emitterade av tillväxtekonomier. Spreadarna gentemot amerikanska statsobligationer har fallit till historisk låga nivåer (se diagram 9). Samtidigt har kreditvärdigheten i flertalet tillväxtekonomier förbättrats, vilket skulle kunna motivera ett högre obligationspris.

En kompletterande bedömning av kreditrisken i företagssektorn i USA, Europa och i tillväxtekonomierna utgörs av de värderingar som kreditvärderingsföretagen gör. Av de kreditbedömningar som Standard & Poors utfärdar har under en längre tid antalet nedgraderingar varit högre än antalet uppgraderingar i Europa och USA. Under första kvartalet ökade andelen nedgraderingar för europeiska företag. För amerikanska företag var emellertid utvecklingen den motsatta och andelen nedgraderingar minskade.

För tillväxtekonomier har antalet uppgraderingar sedan en längre tid vida överstigit antalet nedgraderingar, vilket speglar en stark makroekonomisk utveckling. Under första kvartalet var andelen nedgraderingar i tillväxtekonomier 12 procent, vilket kan jämföras med 51 procent i USA och 72 procent i Europa.⁷

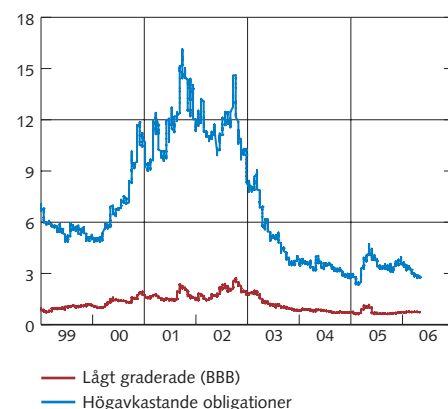
Den bild som såväl räntespreadar som premier ger är således konsistent. Det kan tyda på att kreditrisken bedöms vara låg. Låga spreadar och premier kan emellertid också vara en följd av att investerare – i en miljö med låga långräntor och hög likviditet – sökt sig till mer riskfyllda tillgångar för att få bättre avkastning.

Diagram 1:6. Kreditspreadar för högt respektive lågt graderade företag i USA
Procentenheter



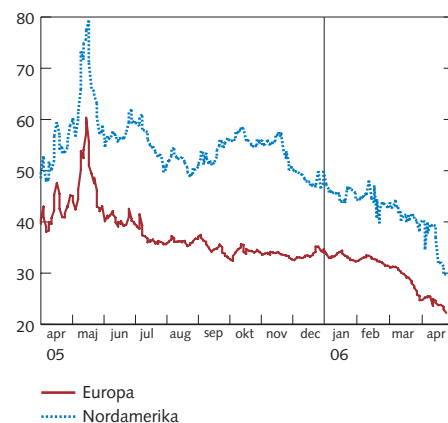
Källor: Reuters EcoWin, Federal Reserve Board och Merrill Lynch

Diagram 1:7. Kreditspreadar för företagsobligationer i Europa
Procentenheter



Källor: Reuters Ecwin, J.P. Morgan och Merrill Lynch

Diagram 1:8. Credit default swap spreadar



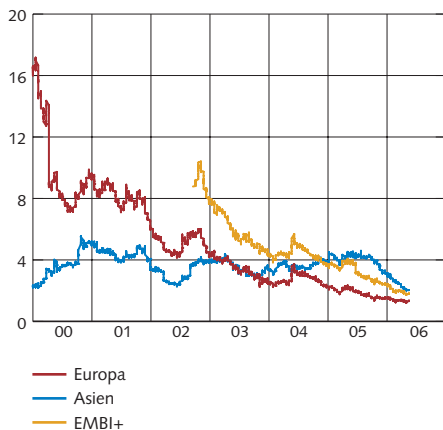
Anm. Avser genomsnitt av köp och sälj spreadar.
Källa: Bloomberg

⁵ Standard and Poor's *Global Credit Market Trends: Quarterly Update and Forecast*, Fourth Quarter 2005.

⁶ Credit default swaps är en variant av kreditderivat som i princip fungerar som en försäkring gentemot kreditrisk. Köparen betalar en premie för att i gengäld få ersättning om vissa, i förväg bestämda, kredit-händelser inträffar, t.ex. en konkurs. Premien som köparen betalar bör därigenom spegla förväntningar om utvecklingen av kreditrisk. I diagrammet visas index över den genomsnittliga premie som betalas.

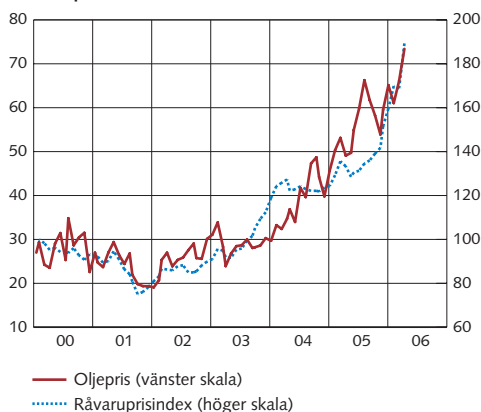
⁷ Standard and Poor's *Global Corporate And Sovereign Rating Actions: First Quarter 2006*.

Diagram 1:9. Kreditspreadar för obligationer utgivna av tillväxtekonomier
Procentenheter



Källa: Bloomberg

Diagram 1:10. Oljepris och råvaruprisindex
USD per fat och index, februari 2000=100



Källor: The Economist och Reuters EcoWin

RÅVARUMARKNADERNA

Priserna på såväl olja som andra råvaror har stigit ytterligare sedan stabilitetsrapporten publicerades i höstas. Liksom tidigare har oljepriset stigit mer än vad de flesta bedömare förväntat sig, samtidigt som priser för andra råvaror har ökat snabbare än tidigare (se diagram 10).

Risker från de finansiella marknaderna

Mot bakgrund av låga långa räntor och fortsatt låga kreditspreadar, samt den fortsatta snabba utvecklingen av marknader för komplexa kreditinstrument, finns det risk för snabba prisanpassningar och ökad turbulens på de finansiella marknaderna.

Prisanpassningar på de finansiella marknaderna kan mycket väl komma att ske under ordnade former. Flera händelser under de senaste åren har passerat förhållandevis obemärkt på de finansiella marknaderna, så som exempelvis övergången till mer åtstramande penningpolitik i USA och Europa. Det finns dock flera tänkbara orsaker till att anpassningen skulle kunna bli snabb och turbulent med hastigt ökad volatilitet. En sådan är om de låga räntedifferenserna till viss del är låga som ett resultat av att investerare söker riskfyllda placeringar som kan ge dem högre avkastning än statsobligationer utan att de samtidigt kräver den ersättning för risk som de normalt skulle göra. Om kreditkvaliteten snabbt skulle försämrats, med ett större antal konkurser på de internationella obligationsmarknaderna som resultat, kan kreditspreadarna snabbt öka. Antalet företagskonkurser i utestående företagsobligationer har varit lågt under det senaste året, samtidigt som fler företag med lägre kreditkvalitet har emitterat obligationslån.

Den snabba tillväxten på kreditderivatmarknaden medför att det kan vara svårt att överblicka hur marknadslikviditeten skulle utvecklas vid en störning. Så här långt har denna marknad visat sig vara robust mot betalningsinställelser och ökad osäkerhet. Koncentrationer på de mer komplexa kreditmarknaderna kan innebära att spridningsriskerna blivit större.⁸ Samtidigt som denna marknad har växt har hedgefonder trätt fram som viktiga aktörer på kreditderivatmarknaden. De står för omkring 15 procent av köp och försäljning av kreditskydd. Hedgefonderna är aktiva även på andra marknader, vilket skulle kunna innebära att störningar snabbt sprids mellan olika marknader och turbulensen därmed ökar. Det finns även indikationer som tyder på att kreditinstitut har sänkt sina motpartskrav på hedgefonder och tillåter allt högre belåningsgrader för att konkurrera om de intäkter dessa fonder genererar, en utveckling som också ökar riskerna för att anpassningen skulle kunna bli mer abrupt.⁹

⁸ Det finns koncentrationer på flera olika nivåer, t ex står de 15 största internationella bankerna för drygt 75 procent av all handel i komplexa kreditinstrument och bolån står för en stor del av säkerhetsmassan i emitterade CDOs. Se Fitch, "Global Credit Derivatives Survey: Risk Dispersion Accelerates", November 2005 samt S&P, "CDO Spotlight: Is the Fortune For Structured Finance CDOs Tied to RMBS Performance for Better or Worse?", September, 2005.

⁹ Se Greenwich Associates, "European Fixed Income: Focus on Hedge Funds", December 2005.

Allt detta sammantaget kan leda till att aktörerna snabbt vill vika om sina portföljer om någon händelse skulle inträffa som plötsligt förändrar deras förväntningar och istället investera i tillgångar med högre kreditkvalitet. Ett sådant händelseförlopp kan leda till ytterligare turbulens och att likviditeten snabbt minskar på mer komplexa marknader, såsom kreditderivatmarknaden. De finansiella aktörerna får då större totala riskexponeringar enligt sina VaR-modeller. Detta bör dock inte leda till oförutsedda förluster om aktörerna stresstestat sina exponeringar och motparter. Det finns dock en risk att korrelationen mellan tillgångar förändras i ett sådant förlopp, som skulle kunna leda till förluster samtidigt som marknadslikviditeten minskat.

En turbulent utveckling på de finansiella marknaderna förväntas dock inte påverka det svenska finansiella systemet i en sådan utsträckning att bankerna får solvensproblem. De svenska bankernas marknadsrisker är förhållandevis små. Minskad likviditet på en del marknader skulle dock kunna göra marknadsfinansiering dyrare. En snabb ökning av räntenivåer och räntedifferenser skulle minska värdet på bankernas obligationsportföljer (se kapitel 3).

De indirekta effekterna av finansiell oro och minskad marknadslikviditet på längre sikt är svårare att uppskatta. Om investeringar uteblir i företagssektorn, utlåningen minskar i ett läge med lägre tillväxt och värdepappershandeln minskar kommer bankernas viktigaste intäktskällor, provisions- respektive räntenetto, att påverkas.

Sammanfattande bedömning

- Aktie- och kreditmarknader speglar förväntningar om fortsatt stark global markoekonomisk utveckling och stark vinstutveckling i företagssektorn.
- Kompensationen för risk på kreditmarknaderna verkar emellertid vara låg ur ett historiskt perspektiv. Skulle kreditkvaliteten försämrats snabbt inom det kommande året kommer riskkompensationen troligen behöva öka.
- Låga långa räntor och små kreditspreadar gör att risken för snabba prisjusteringar på de finansiella marknaderna består.

Sedan mitten av 1990-talet har huspriserna stigit snabbt i många länder, däribland Sverige. De har också stigit mer och under en längre period än tidigare.

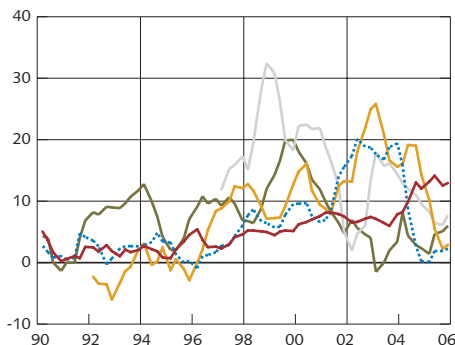
Sedan ungefär ett år har dock öknings-takten mattats i några av länderna (se diagram R1 och R2). Den mest märkbara avmattningen har skett i Storbritannien och Australien efter att räntan höjts. I Australien skedde emellertid detta med viss eftersläpning. Trots att centralbanken började höja styrräntan under 2002, dämpades inte öknings-takten i huspriserna förrän under våren 2004. I vissa regioner av Australien har priserna till och med fallit under den senaste tiden. Däremot verkar det som om öknings-takten återigen ökar i Storbritannien.¹⁰ Hus-

prisökningarna i Irland verkar ha stabiliserats på en lite lägre nivå, medan huspriserna i Nederländerna har ökat långsammare under de senaste fem åren.¹¹

I Danmark, Norge, Spanien, Sverige och USA är däremot prisökningstakten fortsatt hög, över 10 procent i årlig ökningstakt. I USA steg priserna under 2005 i den snabbaste takt sedan slutet av 1970-talet. Här har en del mer komplexa bolåneformer, till exempel lån utan eller med så kallad negativ amortering, introducerats under de senaste åren och det finns indikationer på att dessa har utnyttjats i högre grad i delstater där huspriserna ökat som mest.¹² Till skillnad från Australien och Storbritannien har prisökningstakten varit fortsatt hög i USA, trots att styrräntan höjts.

Det finns sannolikt flera anledningar till att huspriserna ökat snabbt sedan 1990-talet i dessa länder – lägre räntor, högre disponibla inkomster, demografiska faktorer och förändringar av bolånemarknadernas funktionssätt. Det finns dock även viktiga skillnader mellan de olika bostadsmarknaderna, ofta till följd av grundläggande olikheter i fråga om regleringar, skatteregler och institutionella strukturer. Amerikanska hushåll, liksom danska, kan till exempel i förtid lösa in ett lån med bunden ränta till låga avgifter, vilket ofta inte är fallet i andra länder. Det innebär att amerikanska och danska hushåll kan lägga om sina lån när räntan går ner och på så vis säkra sina ränteutgifter. Stiger räntorna bibehåller de sina låga låneräntor. Inga eller låga transaktionsavgifter ökar hushållens flexibilitet. I USA och Danmark kan lånen dessutom vara bundna på 30 år. Den möjlighet som finns i vissa länder att köpa sin bostad för att hyra ut den spelar sannolikt roll för hur bostadspriserna utvecklas. Detta gäller framförallt i Australien, men också i Storbritannien, USA och Irland.¹³

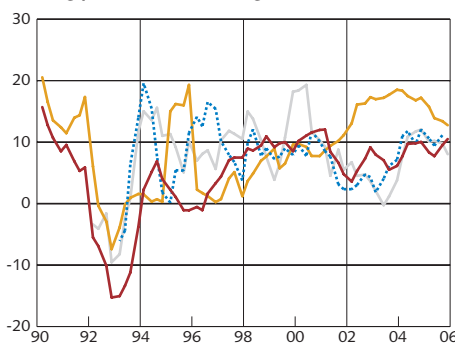
Diagram R1. Nominella huspriser
Årlig procentuell förändring



— USA
 Australien
 — Storbritannien
 — Irland
 — Nederländerna

Källor: Reuters EcoWin och Australian Property Monitor

Diagram R2. Nominella huspriser
Årlig procentuell förändring



— Sverige
 Danmark
 — Spanien
 — Norge

Källa: Reuters EcoWin

10 Se "UK house price gains have further to run", Special report, JPMorganChaseBank, januari 2006.

11 I Nederländerna har 60 procent av bostadslånen en belåningsgrad på över 100 procent, vilket kan vara en förklaring till att huspriserna utvecklats långsammare sedan 2000. Se European Housing Review 2006, RICS, <http://www.rics.org>.

12 Med negativ amortering menas att lånet skrivs upp varje månad samtidigt som låntagaren väljer att betala mindre i ränta. Se A. Frankell, "Prime or not so prime? An exploration of US housing finance in the new century", BIS Quarterly Review, mars 2006.

13 Se "Housing finance in the Global Financial System", Committee of the Global Financial System, Report nr. 26. <http://www.bis.org/> och OECD Economic Outlook 68, 2000.

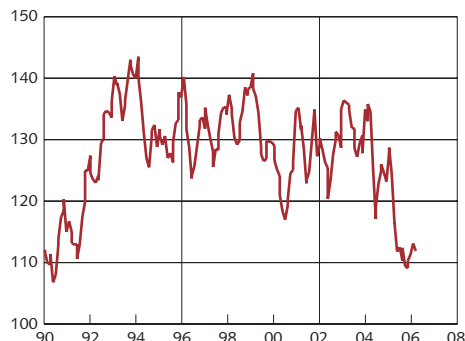
Utvecklingen på bostadsmarknaden har fått bedömare att ifrågasätta om den snabba ökningstakten verkligen är hållbar och vad effekten skulle bli om huspriserna ökar långsammare eller till och med faller framöver. Husprisökningarna har troligen haft en positiv effekt på hushållens konsumtion då hushållen känt sig förmögnare. Hushållen har dessutom konsumerat en del av sin reala förmögenhet genom att öka sin belåning på boendet.

Det mesta tyder dock på att en lägre prisökningstakt, eller till och med fallande huspriser, inte skulle utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten. Stresstester, scenarionalyser som gjorts av ratinginstitut, tillsynsmyndigheter och centralbanker indikerar att hushållssektorn som aggregat har råd med sina bolån.¹⁴ I USA ligger hushållens betalningsförmåga fortfarande på en hög nivå även om den försämrats trendmässigt de senaste åren (se diagram R3).

Om ökningstakten avstannar eller till och med skulle falla framöver skulle det kunna få effekter på hushållens vilja eller möjlighet att konsumera. En lägre ökningstakt i huspriserna innebär att hushållen inte kan öka sin belåning på sitt boende för att konsumera i samma utsträckning. Husprisökningarna i USA anges ofta som ett skäl till varför konsumtionen i USA varit hög under de senaste åren, även om det är svårt att säga exakt vilken roll den spelat. När husprisökningarna avtog i Nederländerna under 2000 påverkade detta även konsumtionen med effekter på den ekonomiska tillväxten.¹⁵

Om bolåneräntorna skulle stiga ökar även hushållens räntekostnader, och hushållen får minska sitt sparande eller sin konsumtion för att kunna betala sina ökade räntekostnader. En generell tendens de senaste åren är att hushållen i allt större utsträckning har lån till helt rörlig ränta eller med endast kort bind-

Diagram R3. Amerikanska hushålls betalningsförmåga vid husköp Index



Anm. Betalningsförmågan är hur stor del av medianhushållets inkomst som används till att betala amorteringar och räntekostnader vid köp av ett hus till medianpris.

Källa: Reuters EcoWin

ningstid. För hushållssektorn i USA påverkar dock inte en högre ränta bolånekunderna direkt. Närmare 60 procent av alla bostadslån i USA har lång bindningstid, upp till 30 år.

På bostadsmarknaden i bland annat USA har emellertid bostadslån till mindre kreditvärdiga hushåll (subprime) ökat snabbt de senaste åren och de utestående lånen till denna grupp har mer än femdubblats i USA mellan 1996 och 2004. Denna typ av lån motsvarade cirka 10 procent av den totala lånestocken mot hushåll i USA 2004.¹⁶ Dessa lån är i stor utsträckning värdepapperiserade, vilket innebär att eventuella kreditförluster inte påverkar de finansiella instituten direkt.

Stigande bolåneräntor och avtagande eller fallande huspriser skulle troligen också komma att påverka intresset för renoveringar och köp av nya hus, vilket skulle påverka byggnadsinvesteringarna. Byggnadsinvesteringarna har i många länder utvecklats starkt under de senaste åren och troligen haft positiv effekt på efterfrågan och den ekonomiska tillväxten. Som exempel kan nämnas att byggsektorn i Spanien utgör 17 procent av BNP.

Även om det kan finns risker förknippade med husprisutvecklingen internationellt, så tyder det mesta på att det sannolikt inte är en risk i första hand för finansiell stabilitet.

¹⁴ Se ibid.

¹⁵ Se P.J.A. van Els, W.A. van den End and M.C.J. van Rooij "Financial behaviour of Dutch households: analysis of the DNB Household Survey 2003" Research Memorandum WO no 744 / Meb-Series no 2003-09.

¹⁶ Denna typ av lån har också växt snabbt i Storbritannien och Kanada, men i dessa länder utgör de än mindre del av lånestocken. Se "Housing finance in the Global Financial System", Committee of the Global Financial System, Report nr. 26. <http://www.bis.org/>.

Däremot kan en avmattning i huspriserna få effekt framförallt på den privata konsumtionen och byggnadsinvesteringarna. Om huspriserna påverkas av överoptimistiska förväntningar finns det en risk att huspriserna fortsätter öka i snabb takt och så även efterfrågan. Detta skulle kunna leda till en situation längre fram där det sker en plötslig anpassning nedåt i huspriser och förväntningar.

Tidigare erfarenheter från Sverige och andra länder tyder på att ett husprisfall kan vara förknippat med svagare utveckling av privat konsumtion och produktion.¹⁷ Utvecklingen i såväl Storbritannien som Australien visar att en anpassning till lägre husprisökningar hittills har kunnat ske under ordnade former och att effekterna på bankerna och den ekonomiska utvecklingen inte behöver bli så stora.

17 Se t. ex. World Economic Outlook, IMF, april 2006.

■ De svenska bankernas låntagare

De svenska företagen ökade sin upplåning under 2005. I takt med att konjunkturen stärks förväntas denna utveckling fortsätta under 2006-2008. Överlag är lönsamheten god med allt färre konkurser och företagssektorn bedöms inte få problem med sin betalningsförmåga. Även hushållen fortsatte att öka sin upplåning under 2005, främst från bolåneinstitut, samtidigt som bostadspriserna fortsatte att stiga. Studier på mikrodata visar dock att hushållens betalningsförmåga är god. På den kommersiella fastighetsmarknaden har vakanser och hyror stabiliserats. Priserna har däremot stigit förhållandevis mycket i samtliga storstadsregioner, främst till följd av fallande direktavkastningskrav, och riskpremien i fastighetsinvesteringar tycks ha ökat.

Den svenska företagssektorn

Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i november 2005 har företagens upplåning fortsatt att öka i hög takt. Under tolv månadersperioden fram till mars i år ökade företagens upplåning från kreditmarknadsinstitutet med omkring 9 procent. Upplåning från bank har ökat i snabbast takt, med omkring 15 procent. Under de första månaderna 2006 har dock företagens totala upplåning ökat i svagare takt än under de sista månaderna 2005 (se diagram 2:1).¹⁸

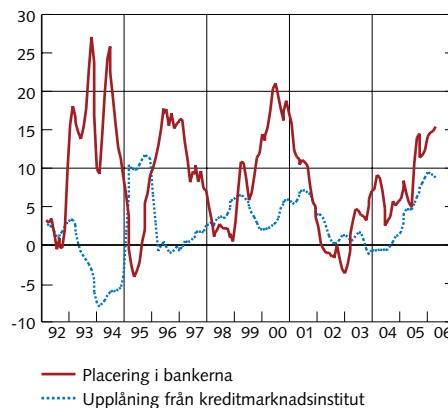
Det är främst handel- och tjänstesektorn samt fastighetsförvaltning som ökar sin upplåning. Totalt ökade dessa branscher sin upplåning med 32 respektive 15 procent under 2005.¹⁹ Fastighetsförvaltningen är den bransch som bankerna har störst exponeringar emot, de står för omkring 40 procent av storbankernas utlåning till företagssektorn. Motsvarande för handel- och tjänstesektorn är 16 procent.

Företagen har även ökat sin upplåning från värdepappersmarknaden. Utestående obligationer och certifikat emitterade av icke finansiella företag uppgick i december 2005 till 380 miljarder kronor, vilket är en ökning med omkring 20 procent jämfört med året före (se diagram 2:2).

Under 2005 ökade investeringsaktiviteten i ekonomin ytterligare. Tillsammans med den relativt goda lönsamhet som företagssektorn uppvisat, har det sannolikt bidragit till att företagens efterfrågan på krediter ökat (se diagram 2:3). Totalt ökade näringslivets investeringar med omkring 10 procent under 2005. Investeringar i bostäder har ökat mest, nära 15 procent.²⁰ Företagssektorns upplåning har även använts till att finansiera förvärv genom riskkapitalbolag. Denna typ av aktiviteter har varit omfattande under 2005, även om de mattades av under tredje kvartalet.²¹

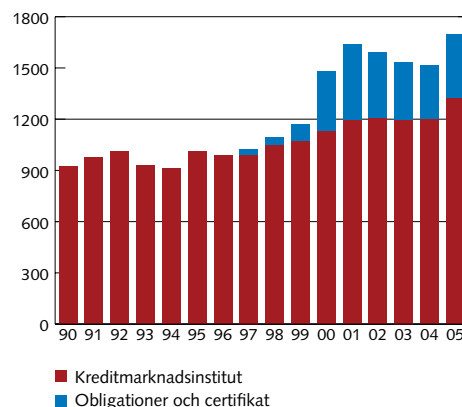
Mycket talar för att upplåningen kommer att fortsätta att öka. Det främsta skälet är att de fasta bruttoinvesteringarna förväntas att öka med nästan 6 procent under 2006 och nästan lika hög takt de följande två åren.²² En enkät bland 150 kontorschefer på banker

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



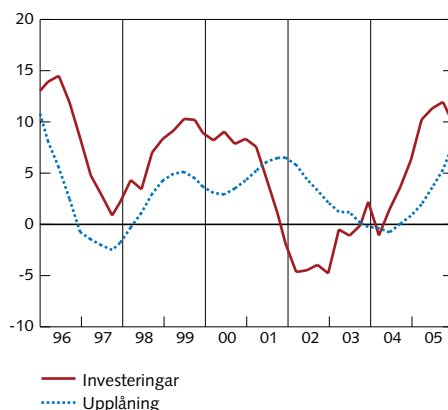
Källa: Riksbanken

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



Anm: I samband med att Nordea AB ombildas till bank i januari 2004 och Nordea Sverige AB fusioneras in, upphörde en intern transaktion som tidigare var inkluderad i den svenska företagssektorn. I december 2003 uppgick den till omkring 30 miljarder kronor.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:3. Näringslivets fasta bruttoinvesteringar samt icke-finansiella företags upplåning från kreditmarknadsinstitut
Årlig procentuell förändring, fyra månaders medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken

18 Den genomsnittliga tillväxttakten sedan år 2000 har legat på drygt 3 procent.

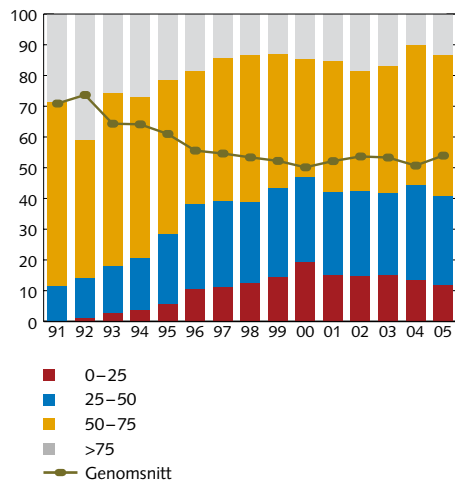
19 Avser upplåningen från de fyra storbankerna.

20 Av de fasta bruttoinvesteringarna 2005 stod 17 procent för investeringar i bostäder.

21 Se ruta om Riskkapitalbolagens aktiviteter.

22 Riksbankens inflationsrapport 2006:1.

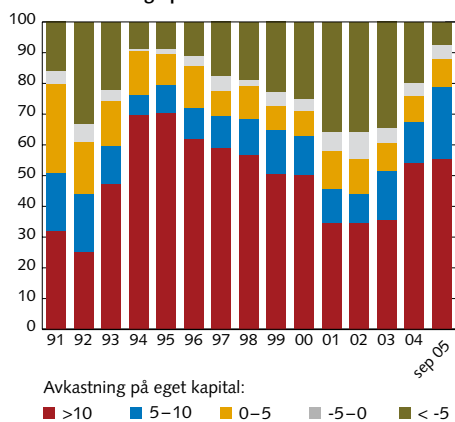
Diagram 2:4. Skulder i relation till totala tillgångar i börsnoterade företag
Andel företag i procent



Anm. 2005 års siffra avser 45 procent av bolagen noterade på Stockholmsbörsen.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 2:5. Avkastning på eget kapital i börsnoterade företag
Andel företag i procent



Anm. 2005 års siffra avser 56 procent av bolagen noterade på Stockholmsbörsen.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

runt om i landet visar att omkring 80 procent av de tillfrågade tror att utlåningen kommer att öka eller öka betydligt under det kommande året jämfört med året före.²³ Tillverkningsindustri antas vara den bransch där efterfrågan på krediter kommer att öka mest, följt av fastighetsförvaltning och verkstadsindustri.

Det har nu gått drygt ett år sedan de nya förmånsrättsreglerna i konkurslagstiftningen trädde i kraft fullt ut.²⁴ Enligt enkäten bland bankkontorscheferna tror 60 procent av de tillfrågade att de nya reglerna inte har påverkat utlåningen alls, medan 39 procent säger att utlåningen har minskat något. Om företagen minskat sin upplåning till följd av de ändrade reglerna kan de ha ersatt denna med factoring och leasing.²⁵ I januari ökade factoring och leasing med 8 procent på årsbasis, vilket är en ökning jämfört med den genomsnittliga tillväxttakten på knappt 3 procent de senaste två åren.

Den genomsnittliga skuldsättningsgraden – skulderna i förhållande till totala tillgångar – ökade något under 2005 (se diagram 2:4). Fortfarande har dock ungefär 40 procent av de börsnoterade företagen en skuldsättning som understiger 50 procent.

Företagens vinster fortsätter att öka. Boksluten för 2005 visar att 68 procent av 349 börsnoterade bolag rapporterade att resultatet förbättrats, medan 54 procent rapporterade att såväl resultat som omsättning ökat. Den totala vinsten för dessa bolag uppgick till drygt 300 miljarder kronor, vilket är en ökning med 45 procent jämfört med 2004. De ökade vinsterna har lett till att andelen företag som uppvisar positiv avkastning på eget kapital också ökat. Dessa utgör nu 87 procent av bolagen noterade på Stockholmsbörsen (se diagram 2:5). Marknadsaktörer gör bedömningen att vinsterna kommer att fortsätta att öka under 2006, men i lägre takt.²⁶

Samtidigt som företagssektorns upplåning växer ökar även sektorns placeringar i banksystemet i allt snabbare takt. I mars uppgick dessa till 550 miljarder kronor, vilket innebär en ökning med 17 procent jämfört med samma månad året före. Det är troligtvis olika företag som väljer att öka sina lån respektive placera pengar i bankerna. Att vissa företag väljer att öka sina placeringar i bankerna kan vara ett tecken på att de troligtvis ännu inte har identifierat tillräckligt med lönsamma investeringsprojekt. Detta vittnar även de ökade återköpen av aktier om. Återköpta aktier för bolagen noterade på Stockholmsbörsen ökade med 18 procent under tolv månadersperioden fram till mars 2006.

Resultatförbättringen och låga räntor tyder på att företagens betalningsförmåga är fortsatt god. Detta vittnar även konkursutvecklingen om. I genomsnitt föll antalet konkurser med omkring 5 procent

23 Almis låneindikator april 2006. Se vidare www.almi.se.

24 De nya reglerna började gälla fullt ut i januari 2005 och innebar bland annat försämrade ställning för banker vid återvinning av foderingar ur konkursbon. Se ruta i Riksbankens stabilitetsrapport, FS 2004:2.

25 Factoring, eller faktura kredit, innebär att företag belånar eller säljer sina fakturor hos ett finansbolag. Leasing innebär att företag hyr utrustning eller real kapital av ett finans-/leasingbolag.

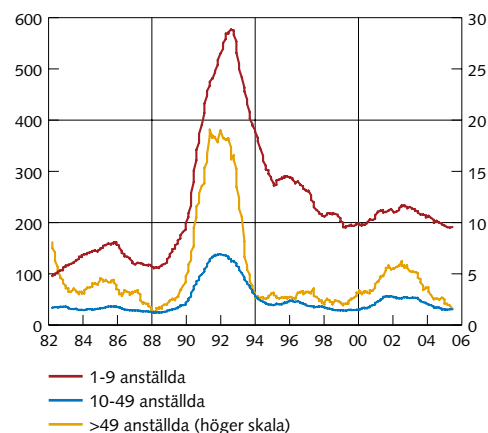
26 Marknadsaktörernas vinstprognoser mäts som förväntad tillväxttakt i intjäning per aktie för bolagen på OMXS30.

i mars jämfört med samma månad året före. De flesta konkurserna sker i små företag med mindre än 9 anställda, men oavsett storleksklass så har konkurserna fallit (se diagram 2:6).

Antalet konkurser fortsätter emellertid att öka inom hotell- och restaurangbranschen, transportsektorn samt fastighetsförvaltningsbranschen, men nu också inom IT – telekom. I samtliga branscher rör det sig fortfarande om få bolag.

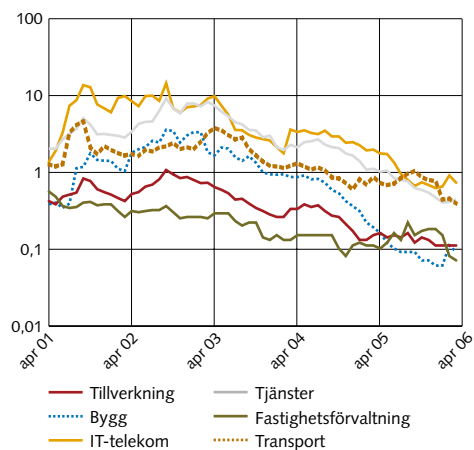
Förväntade konkurssannolikheter beräknade för börsnoterade företag ger ett framåtblickande mått på konkurserna. De beräknas på basis av balansräkningsdata och aktiemarknadsinformation.²⁷ Under de senaste fyra åren har sannolikheterna för konkurser på företagsmarknaden gradvis fallit. Sedan den förra stabilitetsrapporten ligger de förväntade konkurssannolikheterna för byggindustrin samt IT-Telekom sektorn på en högre nivå. I övriga sektorer förväntas konkurserna falla eller vara oförändrade (se diagram 2:7). För företagssektorn som helhet förväntas de emellertid fortsätta falla under det närmaste året, vilket bekräftar bilden av fortsatt god betalningsförmåga (se diagram 2:8).

Diagram 2:6. Antal företagskonkurser fördelat efter företagsstorlek



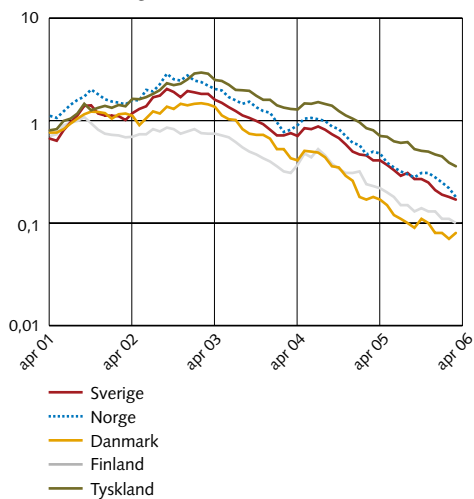
Källa: SCB

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



Källa: Moody's KMV

Diagram 2:8. Förväntade konkurssannolikheter (EDF) för börsnoterade icke-finansiella företag i Norden och Tyskland Procent (logaritmisk skala)



Källa: Moody's KMV

27 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.

den första stabilitetsrapporten 2005 gjordes en kartläggning av riskkapitalbolagen verk-samma i Sverige och deras kopplingar till det svenska banksystemet. I denna ruta görs en uppföljning för att undersöka vad som hänt på riskkapitalmarknaden sedan dess.

Riskkapitalbolagen aktiva i Sverige har för närvarande totalt omkring 134 miljarder kronor i form av riskkapital. Omkring 80 procent av detta, förvaltas av riskkapitalbolag som genomför lånefinansierade företagsförvärv.²⁸ Det är till denna del av riskkapitalmarknaden som banksystemet har starkast kopplingar i och med att bankkrediter i hög utsträckning används för att finansiera företagsförvärv.

Bedömningen i förra årets artikel var att:

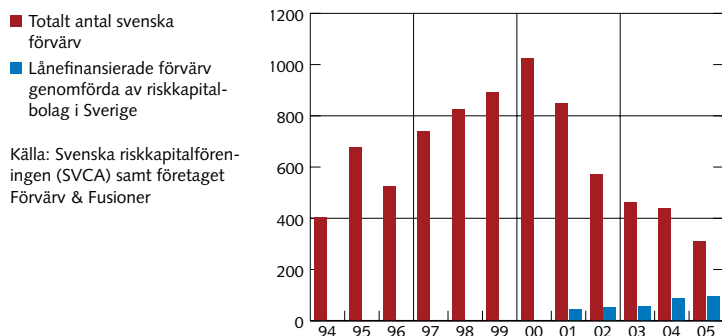
- Även om banklån är den enskilt största finansieringskällan vid lånefinansierade förvärv så utgör de en relativt liten andel av de fyra stora svenska bankernas totala företagsutlåning
- Ökad konkurrens mellan riskkapitalbolagen leder till ökade priser på köpobjekten och ökad konkurrens mellan bankerna leder till ökade belåningsgrader och ökad andel amorteringsfria lån
- Transaktionspris i relation till rörelseresultat för företag förvärvade av svenska riskkapitalbolag inte är höga jämfört med genomsnittet för Europa

- Större affärer i riskkapitalbolagen, ökade priser på portföljföretagen och ökade belåningsgrader i holdingbolagen har bidragit till att risknivån i den lånefinansierade delen av riskkapitalmarknaden är högre än för några år sedan.

Utvecklingen under förra året ger anledning att skärpa denna bedömning något. Både Bank of Englands stabilitetsrapport i december 2005 och BIS kvartalsrapport i mars har uppmärksammat att risknivån i lånefinansierade företagsförvärv ökat globalt under 2005. God tillgång på kapital och låga räntenivåer har lett till högre belåningsgrader, mildare villkor från kreditgivarna och högre transaktionspriser bland lånefinansierade företagsförvärv. Detta gäller i viss utsträckning även på den svenska riskkapitalmarknaden.

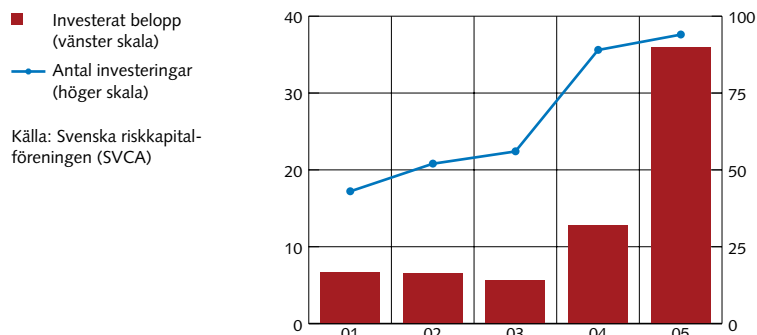
Internationellt betraktas riskkapitalbolagens ökade antal företagsförvärv som en del av en allmän ökning i antalet företagsförvärv. I Sverige ser utvecklingen annorlunda ut. Det totala antalet företagsförvärv med svenska aktörer inblandade har minskat efter 2000 – det år då flest antal företagsförvärv genomfördes sedan 1994. Under samma tid har riskkapitalbolagens förvärv i Sverige stadigt ökat (se diagram R4).

Diagram R4. Företagsförvärv



Källa: Svenska riskkapitalföreningen (SVCA) samt företaget Förvärv & Fusioner

Diagram R5. Investeringar genom lånefinansierade företagsförvärv
Miljarder kronor och antal



Källa: Svenska riskkapitalföreningen (SVCA)

28 Se svenska riskkapitalföreningens och NUTEKs rapport "Riskkapitalföretagens aktiviteter, fjärde kvartalet 2005".

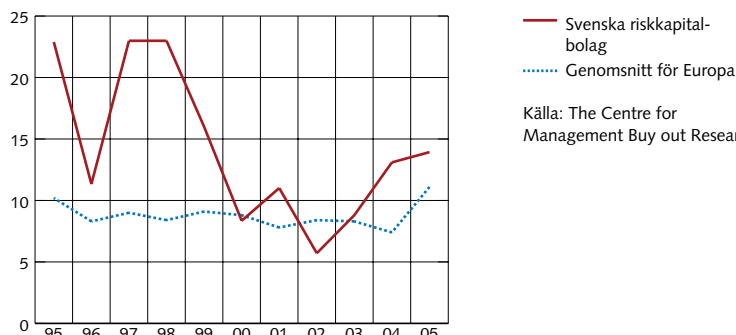
Riskkapitalbolagens investeringar genom lånefinansierade företagsförvärv ökade kraftigt under 2005, nästan tre gånger så mycket som året före. Det är den största ökningen för denna kategori investeringar som registrerats sedan svenska riskkapitalföreningen började undersöka riskkapitalbolagens aktiviteter i Sverige (se diagram R5). Ökningen domineras dock av ett fåtal stora investeringar.

Ett grovt mått som kan användas för att undersöka riskerna förknippade med investeringar i form av lånefinansierade företagsförvärv är så kallade EBIT-multiplar. Dessa visar relationen mellan priset för det förvärvade företaget – transaktionspris – och vinst före räntebetalningar och skatt i detta företag (på engelska förkortat till EBIT). En hög EBIT-multiplik indikerar hög risk, eftersom transaktionspriset är högt i förhållande till den underliggande intjäningsförmågan. Låga räntekostnader och god tillgång till krediter kan leda till höga belåningsgrader och högt uppdrivna transaktionspriser, vilket i slutändan kan leda till ökad sannolikhet för att lånen inte betalas tillbaka till bankerna.

Genomsnittliga EBIT-multiplar för lånefinansierade företagsförvärv i Sverige respektive Europa har ökat under de senaste tre åren (se diagram R6). Detta tyder på att risknivån ökat i den här typen av investeringar i såväl Sverige som övriga Europa. Tittar man på svenska riskkapitalbolags lånefinansierade företagsförvärv i utlandet så finner man att de är förknippade med högre EBIT-multiplar och därmed högre risk än förvärven i Sverige (se diagram R7). Det kan bero på att konkurrensen om förvärvsobjekten är större utomlands.

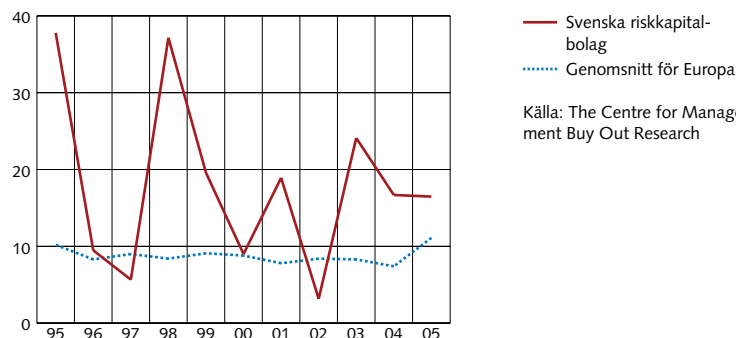
En viktig fråga är hur stor del de svenska bankerna har i denna verksamhet i form av krediter till lånefinansierade företagsförvärv. Riskkapitalbolagens investeringar i lånefinansierade förvärv ger en möjlighet att uppskatta hur mycket de svenska bankerna lånat ut till denna

Diagram R6. EBIT-multiplar för lånefinansierade företagsförvärv
Genomsnitt i miljoner kronor



— Svenska riskkapitalbolag
 Genomsnitt för Europa
 Källa: The Centre for Management Buy out Research

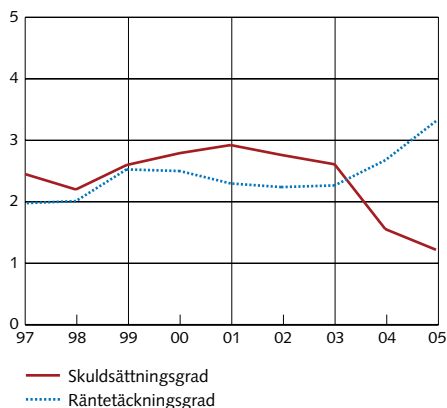
Diagram R7. EBIT-multiplar för svenska riskkapitalbolags förvärv utanför Sverige
Genomsnitt i miljoner kronor



— Svenska riskkapitalbolag
 Genomsnitt för Europa
 Källa: The Centre for Management Buy Out Research

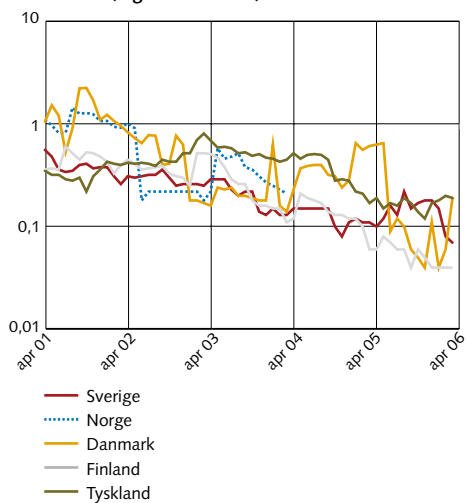
typ av affärer. Riskkapitalbolag aktiva i Sverige har totalt investerat omkring 107 miljarder kronor i lånefinansierade företagsförvärv i form av riskkapital. Om hälften av dessa investeringar sker i Sverige och riskkapitalbolagen därmed lånar av svenska banker till en belåningsgrad på omkring 50 procent av de förväntade företagens värde, så innebär det att de svenska bankerna lånat ut omkring 50 miljarder kronor. Det är cirka 8 procent av bankernas totala utlåning till den svenska företagssektorn. Eftersom bankerna har betydande verksamhet utanför Sverige, framförallt i de övriga nordiska länderna, är dock andelen förmodligen större än så. Bankernas utlåning till riskkapitalbolagen utgör således en inte obetydlig andel av deras totala kreditportfölj.

Diagram 2:9. Genomsnittlig räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad för börsnoterade fastighetsföretag
Kvot



Källor: Årsredovisningar och Riksbanken

Diagram 2:10. Förväntade konkurs sannolikheter (EDF) för börsnoterade fastighetsföretag i Norden och Tyskland
Procent (logaritmisk skala)



Källa: Moody's KMV

Fastighetsföretagen

Fastighetsföretagen står för omkring 20 procent av bankernas utlåning till allmänheten i Sverige och är således den bransch som bankerna har störst exponeringar mot. Vidare sker en stor del av bankernas utlåning med fastigheter som säkerhet. Dessa faktorer motiverar en särskild analys av denna bransch. Fastighetsbolagens betalningsförmåga bestäms till stor del av utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden, vilken belyses i en särskild ruta.

Fastighetsbolagens upplåning från bankerna ökade med 15 procent under 2005.²⁹

Skuldsättningsgraden har fortsatt att falla för de börsnoterade bolagen, samtidigt som intjäningen har förbättrats (se diagram 2:9). Årsboksluten för 2005 visar att 13 av 14 börsnoterade fastighetsbolag uppvisade förbättrat rörelseresultat och 9 av 14 redovisade förbättrat driftsöverskott. De bolag som rapporterar försämrat driftsöverskott har uppgivit att det beror på försämrade hyresintäkter när fastigheter avyttrats. Resultatförbättringen och de fortsatt låga räntorna har medfört att räntetäckningsgraden har stigit.

Även om utvecklingen för de börsnoterade företagen är förhållandevis god ökar konkurserna om man ser till samtliga fastighetsförvaltningsföretag. Hyresutvecklingen har i flera år varit svag, vilket nu visat sig i företagets intjäning. Emellertid rör det sig fortfarande om ett fåtal bolag som går i konkurs. Framåtblickande mått på konkurs sannolikhet ligger på en lägre nivå än de gjorde i samband med den förra stabilitetsrapporten. Konkurserna förväntas falla under det närmaste året³⁰ (se diagram 2:10).

De börsnoterade fastighetsföretagens finansiella ställning och betalningsförmåga förefaller således ha stärkts. Riksbanken bedömer att betalningsförmågan för fastighetsbolagen sammantaget kommer att stärkas framöver som en följd av att hyresmarknaden förväntas stärkas under det kommande året.³¹

Samtidigt som detta ger en ljus bild av fastighetsföretagens utveckling har de blivit mer känsliga till följd av att deras räntebindningstid minskar samtidigt som de ökar sin upplåning.

²⁹ Avser upplåning från de fyra storbankerna.

³⁰ Totalavkastningen på svenska fastighetsaktier var nästan 36 procent under 2005.

³¹ Se ruta om den kommersiella fastighetsmarknaden.

Den kommersiella fastighetsmarknaden

U tvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden påverkar fastighetsföretagens betalningsförmåga.

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

Aktiviteten på den svenska fastighetsmarknaden var fortsatt hög under 2005. Den totala omsättningen uppgick till omkring 120 miljarder kronor, vilket är en ökning med 30 procent jämfört med 2004. Den svenska fastighetsmarknaden fortsätter att locka utländska investerare. Under 2005 stod utländska aktörer för 44 procent av samtliga fastighetsinvesteringar. Totalavkastningen på svenska fastighetsinvesteringar var 12,7 procent under 2005 enligt SFI/IPD Svenskt fastighetsindex vilket är mer än en fördubbling jämfört med året före. Allra mest ökade avkastningen för investeringar i butikslokaler följt av investeringar i bostäder och industrilokaler. Avkastningen på kontorsfastigheter var lägst av de fyra fastighetsslagen.

Kontorsfastigheter

Sedan år 2000 har marknaden för kontorslokaler varit svag och hyrorna har fallit i reala termer, dock har en viss stabilisering skett under 2005.

I Stockholm fortsatte vakanserna att falla under 2005 och första kvartalet 2006. I Malmö var vakanserna oförändrade under 2005 jämfört med året före, för att sedan sjunka något första kvartalet 2006. I Göteborg steg vakanserna något under 2005 jämfört med 2004 för att sedan sjunka marginellt under årets första kvartal. Den totala vakansgraden är emellertid fortfarande högre än under 2004 (se diagram R8).

Vakansgraderna förväntas sjunka i samtliga regioner i takt med att arbetsmarknaden stärks och efterfrågan på kontorslokaler därmed väntas öka.³² Detta bekräftas av att antalet bolag som

Diagram R8. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen
Procent

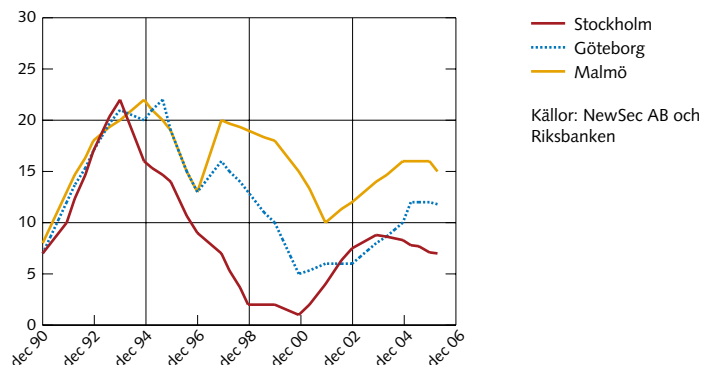
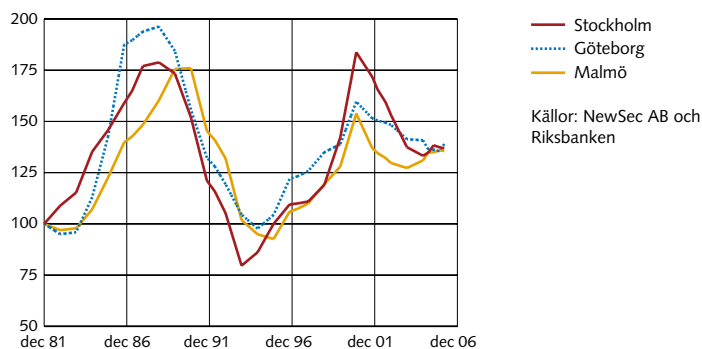


Diagram R9. Reala hyror för kontorslokaler i citylägen
Index 1981 = 100



annonserar efter nya lokaler har ökat i de tre storstadsregionerna.³³

Ytterligare en faktor som bidrar till att vakansgraderna minskat är det låga nytillskottet av kontorsyta på senare år. I Stockholm föll det under 2004 och 2005, efter några år av relativt hög nybyggnation. Produktionen började emellertid öka så smått under 2005, vilket kommer att resultera i ökat utbud av kontorsyta de närmaste åren. Risken att de nya kontorslokalerna kommer att påverka vakansgraderna märkbart anses emellertid vara relativt liten.³⁴

I Göteborg avstannade nybyggnationen av kontorslokaler under 2005, efter att ha ökat relativt kraftigt under 2003. Nytillskottet förväntas vara fortsatt lågt det närmaste åren, vilket ger

32 Se Riksbankens inflationsrapport 2006:1.

33 Se Kontorsmarknaden allt hetare i Dagens Industri 2006-04-19.

34 Se Nordic Report RealEstate Spring 2006 från fastighetskonsultföretaget NewSec AB.

marknaden en chans att återhämta sig. I Malmö har utbudet av ny kontorsyta varit relativt lågt och stabilt de senaste åren. Under 2006 förväntas emellertid utbudet öka.³⁵ Detta kan leda till att vakanserna faller i långsammare takt.³⁶

Lägre vakansgrader på Stockholmsmarknaden har inte fått någon större effekt på hyrorna i regionen. Första kvartalet 2006 steg de reala hyrorna med omkring 1,5 procent jämfört med samma period året före. I Malmö var hyrorna i stort sett oförändrade under samma period, medan de ökade med nästan 2 procent i Göteborg trots att det ännu inte har skett en vändning på marknaden (se diagram R9). Alltefter som vakanserna sjunker förväntas hyrorna stiga.

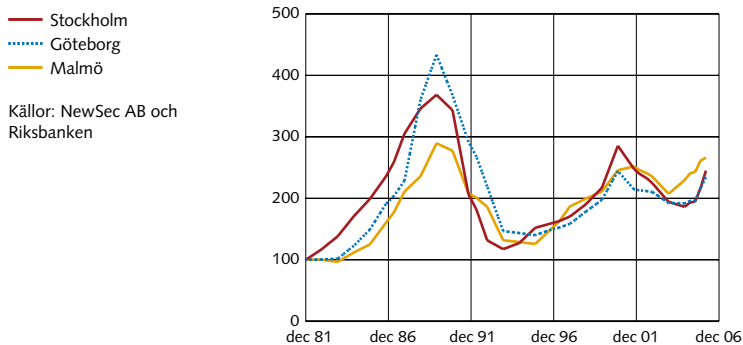
Priserna på kontorslokaler beror på kort sikt på hur fastighetsbolagens direktinvesteringskrav utvecklas. Dessa beror i sin tur på utvecklingen

av den riskfria långa räntan och riskpremier. På längre sikt beror priserna på utvecklingen av hyror och vakanser. Trots att det ännu inte skett en tydlig återhämtning ökar priserna i samtliga storstadsregioner. De reala priserna steg med mellan 10 och 25 procent på årsbasis första kvartalet 2006 (se diagram R10).

En anledning till att priserna har stigit under 2005 är att bolagens direktavkastningskrav har fallit. Detta beror på att de långa räntorna är låga, men i likhet med utvecklingen på andra marknader så förefaller riskpremien ha fallit även på den kommersiella fastighetsmarknaden.

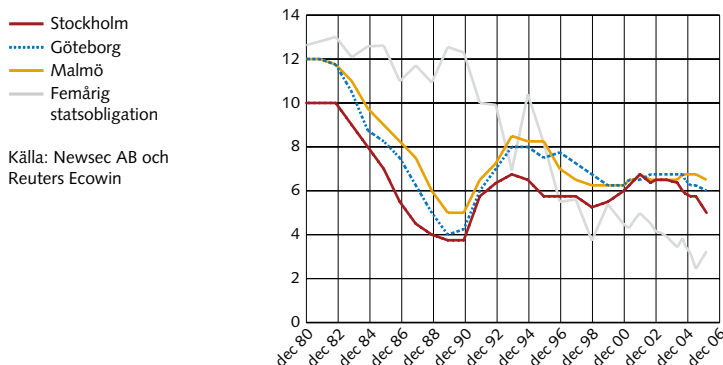
Under tidigare perioder har avkastningskravet stigit då den långa riskfria räntan stiger. Så har emellertid inte varit fallet under det första kvartalet 2006. Detta tyder på att riskpremierna har fortsatt att minska (se diagram R11).

Diagram R10. Reala priser för kontorslokaler i citylägen Index 1981 = 100



Källor: NewSec AB och Riksbanken

Diagram R11. Genomsnittligt direktavkastningskrav på kontorsfastigheter i citylägen Procent



Källa: Newsec AB och Reuters Ecwin

Flerbostadshus

När det gäller marknaden för flerbostadshus är bilden en annan. På denna marknad stiger både priser och hyror. De reala priserna ökade med mellan 10 och 30 procent på årsbasis för de tre storstadsregionerna under första kvartalet 2006. Prisbilden styrs till hög grad av det låga ränteläget, stigande priser på bostadsrätter, ett relativt lågt utbud av nybyggda bostäder samt fortsatta ombildningar till bostadsrätter. Det går emellertid inte att utesluta att förväntningar om eventuella förändringar av hyresregleringar också påverkar prisutvecklingen.

Industrifastigheter och butikslokaler

På marknaden för industrifastigheter steg priserna med 5,8 procent under 2005 efter fyra års prisfall, enligt SFI/IPD Svenskt fastighetsindex. Priserna på butikslokaler fortsatte att stiga. Efter att ha fallit 2003, började priserna stiga igen under 2004. Under 2005 steg de ytterligare, med 11 procent. Utbudet av nybyggda butikslokaler är stort och förväntas vara så under ett antal år. Samtidigt rustas befintliga lokaler upp. Detta kan påverka vakansgraderna på sikt.

35 Se Nordic Report RealEstate Spring 2006 från fastighetskonsultföretaget NewSec AB.

36 Se Nordic City report Spring 2006 från fastighetskonsultföretaget Jones Lang Lasalle.

Företagssektorerna i Tyskland, de övriga nordiska och de baltiska länderna

De svenska bankernas exponeringar i utlandet är till stor del riktade mot de nordiska länderna, samt Tyskland och de baltiska länderna. Detta motiverar en särskild analys av företagssektorerna i dessa länder.

Utvecklingen i de övriga nordiska länderna är ungefär densamma som utvecklingen i Sverige. Till följd av att investeringarna nu tagit fart i Norge, ökar företagen sin upplåning från kreditmarknadsinstituten i allt högre takt. Under 2005 ökade upplåningen med nästan 16 procent, vilket kan jämföras med en tillväxttakt på 1,5 procent under 2004. Utvecklingen har hållit i sig under de första månaderna 2006. Trots att företagens upplåning har ökat har skulder i förhållande till eget kapital minskat. Samtidigt har vinstutvecklingen varit god de senaste två åren, vilket bör ha stärkt företagets finansiella ställning. Denna bild bekräftas av konkursutvecklingen. Under 2005 föll antalet konkurser med 20 procent och de förväntas fortsätta att falla ytterligare under det kommande året (se diagram 2:8 och 2:10).

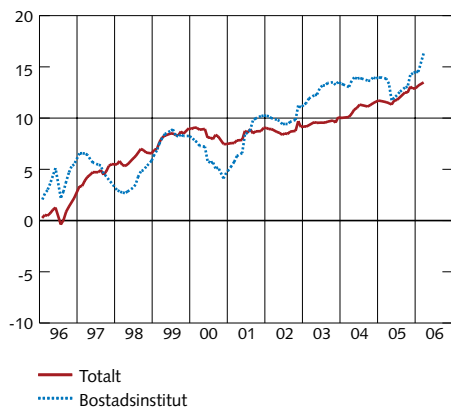
I Finland ökade företagets upplåning med nästan 8 procent under 2005. Företagens upplåning från utlandet har minskat till förmån för upplåning via inhemska banker. Skuldsättningen är låg och det finns inget som tyder på att företagets betalningsförmåga har försämrats. Konkurserna föll endast marginellt under 2005, men från redan mycket låga nivåer. Framåtblickande konkursmått visar att konkurserna kommer att fortsätta att falla eller vara oförändrade det närmaste året (se diagram 2:8 och 2:10).

Även i Danmark har företagets upplåning fortsatt att öka i allt högre takt, drygt 14 procent under 2005 jämfört med 7 procent 2004. En bidragande orsak till denna utveckling är troligtvis att investeringstakten har varit relativt hög de senaste två åren. Antal konkurser har fallit med omkring 8 procent under 2005. Förväntade konkurssannolikheter för företagssektorn som helhet har ökat marginellt men är på en oförändrad nivå jämfört med när den förra stabilitetsrapporten publicerades. För fastighetsförvaltningsföretagen har emellertid de förväntade konkurssannolikheterna ökat markant (se diagram 2:8 och 2:10).

De baltiska länderna fortsätter att kännetecknas av stark ekonomisk tillväxt och stor efterfrågan på krediter. Från att 2004 ha växt med omkring 30 procent i samtliga av dessa länder, har företagen i Estland och Lettland ökat sin upplåning från kreditmarknadsinstituten med omkring 50 procent under 2005. I Litauen var upplåningstakten drygt 40 procent.³⁷ Den starka efterfrågan – inhemskt och från omvärlden – har medfört att vinsterna i företagssektorerna ökat och att antalet nyregistrerade företag blir allt större. I Litauen beror emellertid vinstökningen snarast på att företagen skär i sina kostnader än att omsättningen ökat. De baltiska företagens betalningsförmåga förefaller emellertid överlag vara god. Detta får stöd av konkursutvecklingen som visar att konkurserna har fallit i Estland och Lettland

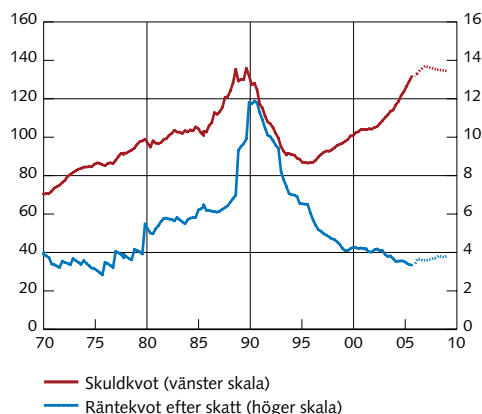
³⁷ Se vidare i kapitel 3 om de svenska bankernas utlåning till de baltiska länderna.

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



Källa: Riksbanken

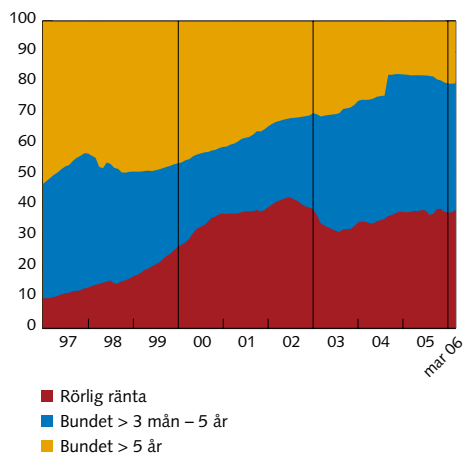
Diagram 2:12. Hushållens skulder och ränteutgifter i förhållande till disponibel inkomst
Procent



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:13. Bindningstider i hushållens stock av bostadslån
Procent



Källa: Riksbanken

med 20 respektive 40 procent under 2005. I Litauen har dock antalet konkurser ökat något, 8 procent under 2005.

Den snabba kreditillväxten i de baltiska länderna sker från låg nivå. Den kraftiga kreditillväxt som nu sker kan emellertid inte fortgå hur länge som helst. Detta – i kombination med det faktum att den fasta växelkursregimen hindrar de baltiska centralbankerna att med penningpolitiska medel påverka den snabba kreditillväxten – gör att det finns skäl att vara uppmärksam på skuldökningen.

I Tyskland var företagens upplåning från kreditmarknadsföretagen i stort sett oförändrad under 2005 jämfört med året före. Däremot visar olika enkätundersökningar bland bankerna på att företagens vilja att investera har ökat. Detta ger en indikation om att företagens upplåning kommer att öka framöver. Det är främst de små och medelstora företagen som visar ökat intresse för att investera igen. Skuldsättningen bland dessa företag faller trendmässigt. Även bland de större företagen är den finansiella ställningen generellt god. Konkurserna föll för andra året i rad, med 3,5 procent under 2005. Förutom enmans och små företag som främst går i konkurs föll konkurserna med 12 procent 2005. Denna utveckling förväntas hålla i sig (se diagram 2:8). Bland fastighetsföretagen väntas emellertid konkurserna öka (se diagram 2:10).

Den svenska hushållssektorn

Hushållen fortsatte att öka sin upplåning under 2005. Totalt ökade hushållen sina skulder hos finansinstitut med 13 procent mellan januari 2005 och januari 2006, vilket är den snabbaste ökningstakten sedan mitten av 1990-talet (se diagram 2:11). Mest ökade upplåningen från bostadsinstitut som steg med 14 procent. Av hushållens skuldstock vid slutet av 2005 härrörde 70 procent från bostadsinstitut, men detta är en underskattning av bolånens andel av hushållens totala skuld eftersom bland annat topplånen ligger hos bankerna. Sammanlagt var över 85 procent av hushållens skulder i finansinstitut säkrade mot fastigheter vid slutet av 2005.³⁸

Hushållens ökade disponibla inkomster under de senaste åren och de låga räntorna har varit en starkt bidragande orsak till att hushållen lånat i snabb takt. Hushållens samlade skuldkvot (skuldernas andel av inkomsterna) uppgår till drygt 130 procent, medan räntekvoten (ränte-

³⁸ Räknat på koncernnivå står hushållen (både svenska och utländska) för ungefär 40 procent av storbankernas totala utlåning.

utgifternas andel efter skatt av de disponibla inkomsterna) har fallit till 3,2 procent (se diagram 2:12).³⁹ Om enbart skuldsatta hushåll inkluderas blir skuld- och räntekvot 170 respektive 5 procent.

Trots att hushållen ökat sin upplåning kraftigt, finns det inget som talar för att hushållssektorn i sin helhet riskerar att hamna i betalnings-svårigheter eftersom de hushåll som har de största skulderna även har de högsta inkomsterna (se ruta nedan).

Sedan mitten av 1990-talet har andelen rörliga lån i hushållens bolånestock ökat trendmässigt (se diagram 2:13). En tänkbar förklaring till detta kan vara att låginflationsregimen etablerats och volatiliteten i de nominella och reala räntorna därmed minskat. Hushållen kanske därmed är mindre villiga att betala för den "försäkringspremie" som ett bolån med fast ränta innebär. En annan möjlighet är att hushållssektorn vid mitten av 1990-talet missbedömde den framtida ränteutvecklingen och att man sedan dess successivt korrigerat för detta genom att lägga om sina bostadslån till rörlig ränta.

Hushållens upplåning består i hög utsträckning av bostadslån. Småhuspriserna och hushållens skuldsättning har historiskt sett följt varandra väl (se diagram 2:14). Huspriserna fortsatte att stiga under 2005. SCB:s fastighetsprisindex för småhus ökade med nästan 10 procent, vilket är i stort samma ökningstakt som 2004. Dock finns det betydande regionala skillnader och huspriserna i Stockholm ökar sedan 2002 långsammare än resten av riket (se diagram 2:15).

SCB:s småhusbarometer – som blir snabbare tillgänglig än fastighetsprisindex, men inte ger en lika heltäckande bild – visar att småhuspriserna fortsatt att öka under de tre första månaderna 2006.

Antalet nybyggda bostäder har också ökat kraftigt under de senaste åren, även om antalet fortfarande är betydligt lägre än under 1980-talet (se diagram 2:16). Höga bostadspriser och låga räntor har gjort det lönsamt att bygga, åtminstone i storstadsregionerna. Ett sätt att beräkna lönsamheten är att dividera marknadsvärdet på ett småhus med produktionskostnaden och därmed få fram ett så kallat "Tobins q ". Om "Tobins q " är större än ett kan detta tolkas som att det är lönsamt att bygga.⁴⁰ Under 2005 var q -värdet högre än ett främst i kommuner i Stockholm, Västra Götaland och Skåne. Totalt var det bara 87 kommuner (30 procent) som hade ett q -värde större än ett och där det därmed var lönsamt att bygga 2005.

Vad gäller prisutvecklingen på bostadsrätter har denna sannolikt överträffat småhusen de senaste tio åren. Enligt mäklarstatistik har

Diagram 2:14. Hushållens skuldsättning samt småhuspriser
Index 1986 = 100

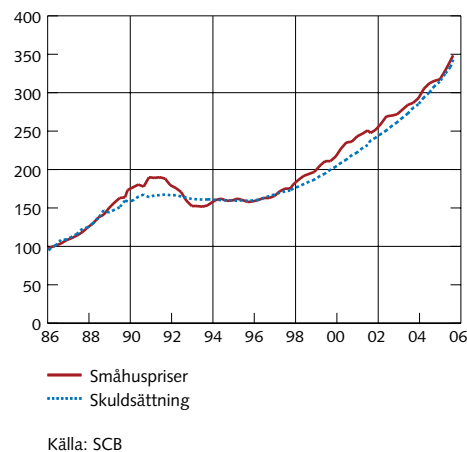


Diagram 2:15. Småhuspriser
Index 1986 = 100

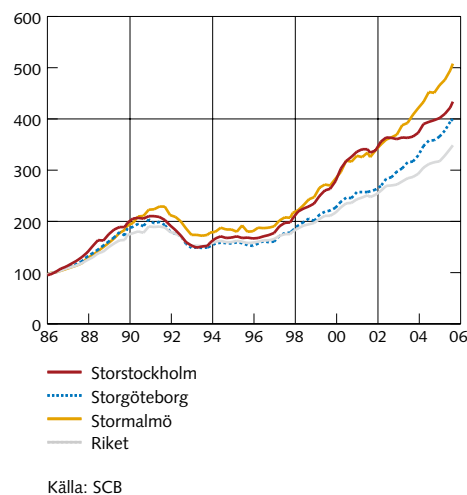
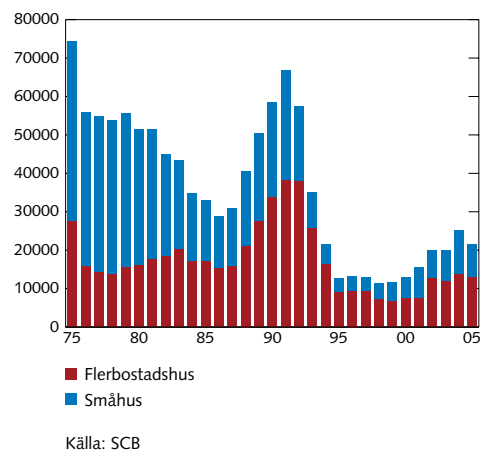


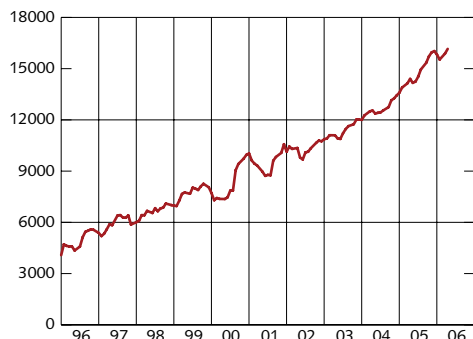
Diagram 2:16. Färdigställda lägenheter i nybyggda hus efter hustyp
Antal



³⁹ Skuldkvoten beräknas som skuldernas andel av summan av de senaste fyra kvartalens disponibla inkomster. Vad gäller räntekvoten beräknar SCB numera hushållens ränteutgifter exklusive värdet av de finansiella tjänster som hushållen implicit konsumerar när de utnyttjar kreditinstitutens tjänster (s.k. FISIM). För att behålla jämförbarheten med äldre statistik är de ränteutgifter som visas i diagram 2:12 beräknade inklusive värdet av dessa tjänster.

⁴⁰ Institutet för bostads- och urbanforskning (IBF) beräknar årligen "Tobins q " för småhus för samtliga kommuner i Sverige.

Diagram 2:17. Genomsnittligt pris på bostadsrätt i riket
Kronor per kvadratmeter



Källa: maklarstatistik.se

medelkvadratpriset på bostadsrätter ökat med 200 procent i riket mellan 1996 och 2005, medan SCB:s fastighetsprisindex för småhus ökat med 110 procent (se diagram 2:17).⁴¹

I ett långt perspektiv med låg inflation är det ohållbart att huspriserna och hushållens skulder ökar med 10 procent per år. Detta även om räntorna förblir lika låga som i dagsläget. Riksbankens beräkningar tyder på att husprisökningarna kommer att mattas något i år, om räntorna utvecklas i enlighet med marknadsaktörernas förväntningar, men fortfarande öka i förhållandevis hög takt. Under 2007 och 2008 förväntas däremot nivån på prisökningarna mattas till endast ett par procent per år till följd av marknadsaktörernas högre förväntade räntor och prognoser om ökat utbud på bostäder. De nominella huspriserna väntas emellertid inte falla under denna period om makroekonomin utvecklas enligt Riksbankens huvudscenario.⁴²

Sammanfattningsvis fortsätter hushållens upplåning att öka i hög takt, men betalningsförmågan i hushållssektorn är fortfarande god. Upplåningen går i huvudsak till att finansiera bostadsköp, vilket lett till att också huspriserna fortsätter att öka. På längre sikt kommer såväl huspriserna som hushållens skuldsättning att öka i långsammare takt.

41 Det skall dock tilläggas att det inte går att direkt jämföra SCB:s fastighetsprisindex med mäklarstatistiken eftersom prisindexen är framtagna på olika sätt. Bostadsrätternas andel av bolåneinstitutens utlåning till hushållen har ökat från 12 procent under 2002 till nästan 18 procent under 2005. En bidragande orsak till detta kan vara den senaste tidens många ombildningar av hyresrätter till bostadsrätter.

42 Det är viktigt att komma ihåg att ekonometriska modeller är förenklingar av verkligheten som kan ge felaktiga resultat om ekvationens parametrar ändrats på grund av strukturella förändringar i den ekonomiska miljön. En möjlighet är att hushållen uppfattar de nuvarande låga räntenivåerna som delvis temporära och därmed redan räknat in högre räntor i sina boendekalkyler. Ekonometriska skattningar har svårt att ta hänsyn till sådana faktorer och riskerar därför att överskatta en ränteuppgång påverkan på huspriserna.

Hushållssektorerna i Tyskland, de övriga nordiska och de baltiska länderna

De svenska bankerna har varit tilltagande aktiva i sin utlåning till hushåll utanför Sverige – främst i Norge, Finland och Tyskland, men även i Danmark, Polen och de baltiska länderna. Sammanlagt går ungefär 50 procent av de svenska bankernas hushållslåning till hushåll utanför Sverige.⁴³

I Danmark, Norge och Finland har hushållens skuldsättning och huspriserna ökat under 2005. Precis som i Sverige är hushållens betalningsförmåga god och det är svårt att se ett scenario där hushållen kan komma att hota banksektorns solvens.

I de baltiska länderna ökade hushållen sin skuldsättning kraftigt under 2005 - 60, 85 respektive 86 procent i Estland, Lettland och Litauen. Kreditillväxten drivs dels av stark inhemsk efterfrågan på bostäder, dels av hushållens uppdämda behov att låna när kreditmarknaden avreglerats. Ökningen i skuldsättningen sker därmed från låg nivå och hushållens skuldkvot är fortfarande låg.

Utlåningen till de tyska hushållen har emellertid utvecklats svagt och deras skuldkvot har trendmässigt fallit sedan 2000. Detta är i hög grad en konsekvens av den svaga ekonomiska utvecklingen, men demografiska faktorer och ett överutbud av bostäder har också spelat in.

⁴³ För en grafisk framställning av de svenska bankernas utlandsexponeringar, se diagram 3.1.

Riksbanken följer den ekonomiska utvecklingen i hushållssektorn med hjälp av SCB:s årliga tvärsnittundersökning över hushållens ekonomi (HEK).⁴⁴ Resultaten för 2004 visar att de hushåll som har stora skulder i regel också har höga inkomster och att det inte finns något som talar för att hushållen kan hota bankernas solvens genom inställda betalningar på sina lån.

Undersökningen är ett urval på drygt 20 000 hushåll som dras från en population på knappt 4,9 miljoner hushåll. Fördelen med att titta på hushållssektorn med hjälp av mikrodata är att det går att studera fördelningen av skulder

och inkomster inom hushållssektorn, vilket gör det möjligt att hitta eventuella svaga punkter som annars kan maskeras i aggregerad data från finans- och nationalräkenskaperna. En sådan analys kan ge en annorlunda bild av hushållens ekonomi än aggregerade skuld och räntekvoter, eftersom dessa även innehåller inkomster från icke-skuldsatta hushåll. För skuldsatta hushåll har räntekvoten varit påfallande stabil på drygt 5 procent under 1999-2004 (se diagram R12). Nackdelen med mikrodata är de publiceras med avsevärt längre tidsfördröjning än aggregerad data.

Givet att hushållens skuldkvot har ökat kraftigt under de senaste åren, är det av intresse att undersöka vilka hushåll det är som bär huvuddelen av den samlade skulden och hur deras privatekonomiska förutsättningar ser ut. Diagram R13 visar skuld- och räntekvoterna uppdelade efter hushållssektorns inkomstdeciler.⁴⁵

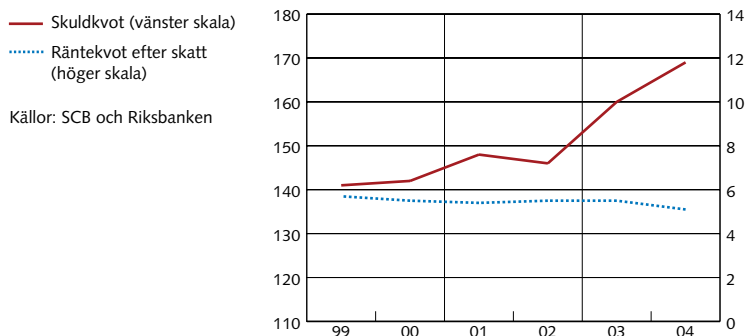
Som framgår av diagram R13 finns det ett starkt samband mellan skuldkvot, räntekvot och ett hushålls inkomst. De hushåll som är mest skuldsatta och har de högsta ränteutgifterna, både i absoluta tal och relativt sin disponibla inkomst, finns bland de hushåll som har de högsta inkomsterna.

För att undersöka hur goda möjligheter hushållen har att hantera negativa chocker till privatekonomin kan man beräkna hushållens ekonomiska marginaler. Hushållens marginal beräknas enligt följande:

$$\text{hushållets marginal} = \text{hushållets disponibla inkomst} - \text{hushållets ränteutgifter} - \text{hushållets övriga boendekostnader} - \text{utgifter för skälig levnadsstandard}$$

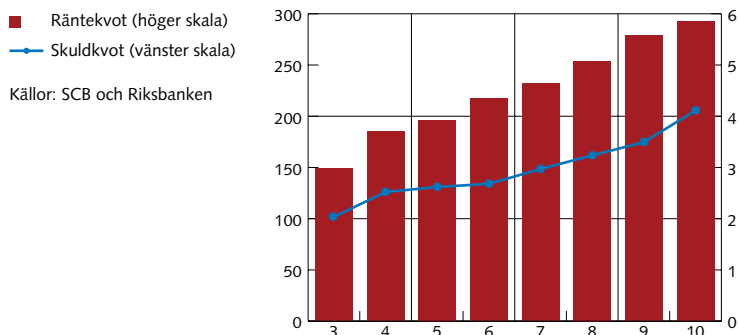
Om ett hushålls marginal är noll eller negativ saknar det helt och hållet möjlighet att klara påfrestningar på privatekonomin utan att sälja

Diagram R12. Skuld- och räntekvot i skuldsatta hushåll
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram R13. Skuld- och räntekvot uppdelat på inkomstkategori
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

44 För en genomgång av riksbankens analys av hushållens ekonomi, se "De svenska hushållens skuldsättning och betalningsförmåga – en analys på hushållsdata", *Finansiell Stabilitet 2004:1*.

45 Inkomstkategorierna konstrueras genom att hushållen först delas in i 10 lika stora inkomst kategorier (inkomstdeciler) efter stigande inkomst. Därefter studeras de hushåll inom varje inkomst kategori som är skuldsatta.

eventuella tillgångar. Diagram R14 visar hur stor andel av hushållen i varje inkomstkategori som saknar ekonomiska marginaler samt varje inkomstkategori andel av hushållssektorns totala skuld. Merparten av skulderna, 57 procent, finns i de två översta inkomstkategorierna som har goda marginaler (mindre än en halv procent av hushållen i de två kategorierna bedöms sakna ekonomiska marginaler). Dessutom visar studien att de hushåll som är mest skuldsatta även har de största tillgångarna (se diagram R15). Skuld och tillgångsandelarna följer varandra väl över inkomstkategorierna. Värt att notera är att över 60 procent av den finansiella förmögenheten ägs av hushåll i de två översta inkomstkategorierna, vilket innebär att dessa hushåll i allmänhet har stora finansiella tillgångar som kan säljas av för att klara eventuella likviditetsproblem vid sjukdom eller arbetslöshet.⁴⁶

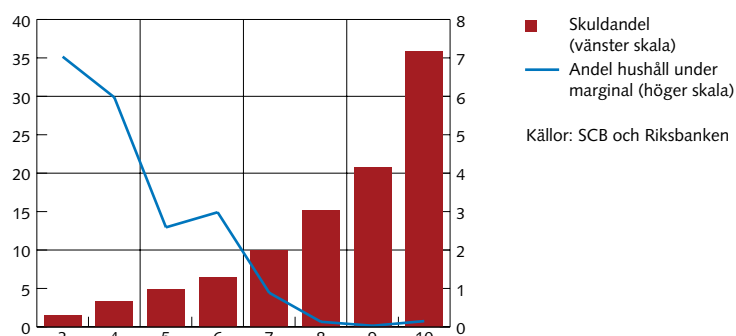
Det förefaller främst vara hushållen i de två översta inkomstkategorierna som ökade sina skulder mellan 2003 och 2004; deras andelar av den totala skulden ökade med 2 procentenheter (från 55 procent till 57 procent). Eftersom dessa inkomstkategorier har så goda marginaler innebär den ökade skuldsättningen inte någon nämnvärd försämring av hushållssektorns betalningsförmåga.

Föga överraskande finns det betydande skillnader i hushållens skuldbörda i olika regioner, se tabell R1. I Stockholm uppgår skuldkvoten till 208 procent av hushållens disponibla inkomst för skuldsatta hushåll, medan den i övriga riket, exklusive storstäderna, totalt uppgår till 152 procent. Räntekvoten är dock inte särskilt mycket högre i storstäderna än i övriga riket. Undersöker man räntekvoten hos de hushåll som äger sitt boende (på så sätt exkluderar man hushåll med små lån som drar ner räntekvoterna i tabell R1) ligger dock Stockholm fortfarande högst med

en räntekvot på knappt 8 procent. I tabell R1 finns även medelpriset för småhus inkluderade. Att såväl skuldsättning som huspriser är högre i Stockholm än i resten av landet är ingen överraskning, däremot är det lite förvånande att det inte är större skillnad i skuldsättning mellan de två andra storstäderna och övriga riket, med tanke på de avsevärda skillnaderna i medelpris på småhus.

Även om undersökningen endast täcker 2004, är det sannolikt (givet den bild av konjunkturutvecklingen som Riksbanken och andra prognosmakare ser framför sig) att hushållssektorn kommer att fortsätta att stärka sin

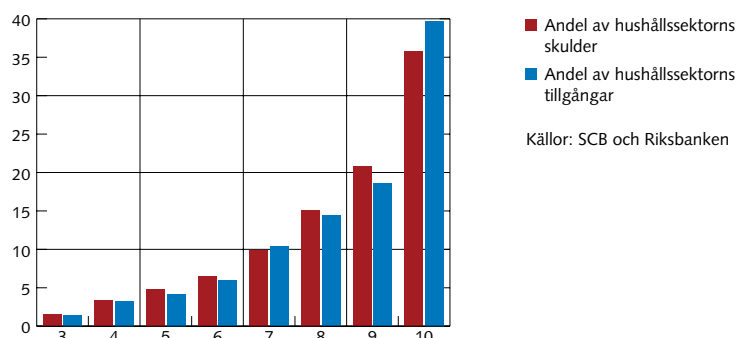
Diagram R14. Andel av hushållssektorns skuld och andel hushåll under marginal per inkomstkategori
Procent



■ Skuldandel (vänster skala)
— Andel hushåll under marginal (höger skala)

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram R15. Andel av hushållssektorns skulder och tillgångar per inkomstkategori
Procent



■ Andel av hushållssektorns skulder
■ Andel av hushållssektorns tillgångar

Källor: SCB och Riksbanken

⁴⁶ I hushållens reala förmögenhet ingår egna hem, bostadsrätter, övriga fastigheter samt tomter. I deras finansiella förmögenhet ingår banktillgångar, obligationer, aktier och försäkringar.

Tabell R1 – Hushållens inkomster och skulder för skuldsatta hushåll efter region

	Hela riket	Stockholm	Göteborg	Malmö	Övriga Riket
Disponibel inkomst (tkr)	283	302	281	280	277
Skuld (tkr)	478	633	494	493	421
Räntekvot (%)	5,1	6,3	5,4	5,4	4,6
Skuldkvot (%)	169	210	176	176	152
Medelpris på småhus (tkr)	1345	2591	1985	1992	931

Anm 1: Storstäderna är definierade enligt SCB:s avgränsning av storstadsområden som gäller fr.o.m. 2005-01-01.

Anm 2: Medelpriset för småhus är beräknat som årsgenomsnittet. För övriga riket är småhuspriset beräknat som genomsnittet för samtliga län, exklusive Stockholms, Västra Götalands och Skånes län.

Källor: SCB och riksbanken

ekonomi under 2006–2008. Skulle emellertid konjunkturen utvecklas svagare än förväntat kan det uppstå en situation där hushållen anser sig vara överbelånade och därför börjar amortera ner sina skulder. Detta minskar den aggregerade efterfrågan och kan försvaga konjunkturen ytterligare.

Avslutningsvis finns det alltid en risk att enskilda hushåll belånar sig i för stor utsträckning och längre fram tvingas göra smärtsamma privatekonomiska justeringar. Dock bedöms inte inställda betalningar på lån i hushållssektorn utgöra något hot mot banksektorn.

Sammanfattande bedömning

- Den svenska företagssektorn fortsätter att öka sin upplåning. Det är främst företag verksamma inom handel- och tjänstesektorn, samt fastighetsförvaltning som ökar sin upplåning. Företagssektorns betalningsförmåga är emellertid god och konkurserna, såväl, faktiska som förväntade, har fallit i de flesta branscher.
- Hushållssektorns upplåning fortsätter att öka, främst från bostadsinstitut, samtidigt som bostadspriserna stigit under 2005. Ökningstakten i huspriserna och hushållens skuldsättning bedöms mattas av från 2007 och framåt. Studier på mikrodata visar att merparten av hushållens skulder finns hos hushåll med hög inkomst och stor förmögenhet. Därmed är hushållssektorns betalningsförmåga god.
- Även om hushållen kan betala för sina lån är en situation där skulder och huspriser ökar med i genomsnitt 10 procent per år inte hållbar på sikt. Såväl bostadspriser som hushållens skuldkvot bedöms öka i långsammare takt framöver.
- De svenska bankerna är alltmer aktiva i de baltiska länderna, med såväl företags- som hushållskrediter. Kredittillväxten i dessa länder har emellertid utvecklats i en takt som inte är långsiktigt hållbar. Den ekonomiska situationen i de baltiska staterna förtjänar därför extra uppmärksamhet.
- På marknaden för kommersiella fastigheter har ännu inte någon tydlig vändning skett även om vakanser och hyror har stabiliserats. Priserna har emellertid stigit i samtliga storstadsregioner, främst till följd av fallande direktavkastningskrav. På sista tiden har skillnaden mellan direktavkastningskravet och den riskfria räntan minskat, vilket indikerar att riskpremien minskat för kommersiella fastigheter.

Utvecklingen i bankerna

Storbankernas förutsättningar har fortsatt att vara mycket gynnsamma, som följd av bland annat stigande aktiemarknader och låga kreditförluster. Lönsamheten ökade under resultatperioden, framför allt till följd av ökade värdepappersrelaterade intäkter. Värdeförändringar på finansiella instrument och minskade kreditförluster bidrog också till förbättringen. Riksbanken bedömer att storbankernas förmåga att hantera oförutsedda förluster är fortsatt stark.

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 betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. De är idag i olika 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 hela bankkoncernerna.⁴⁷

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

Aktiemarknadens osäkerhet om storbankernas framtida intjäning ligger fortfarande på låga nivåer. Detta tyder utvecklingen i implicita volatiliteter för bankaktier på. Dessa är fortfarande låga, även om de ökat något för samtliga storbanker sedan den föregående stabilitetsrapporten (se diagram 3:2). Den låga nivån är i linje med aktiemarknaden i sin helhet (se kapitel 1).

Under senare tid har de svenska storbankerna fortsatt att expandera sina verksamheter både genom att göra mindre förvärv av andra banker och genom att öppna nya kontor. Bankerna har valt att framförallt expandera utomlands – till exempel i övriga Norden, de baltiska länderna, Polen och Ryssland. Viss expansion har även skett inom Sverige, exempelvis genom utveckling av rådgivning.

Lönsamhet och intjäning – strategisk risk

De fyra storbankernas lönsamhet ökade under resultatperioden och räntabiliteten på eget kapital efter skatt uppgick till cirka 18 procent, vilket kan jämföras med knappt 15 procent under 2004.⁴⁸

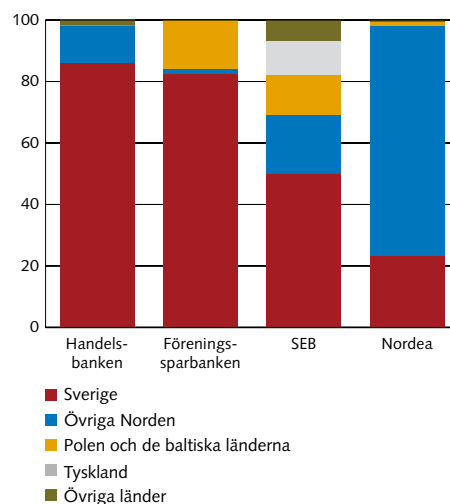
Räntabiliteten kan delas upp i vinstmarginal, riskjusterade intäkter, risknivå och hävstångseffekt för att se vad den förbättrade lönsamheten innebär för bankerna.⁴⁹ Såväl högre vinstmarginal som ökade riskjusterade intäkter kan antas öka bankens motståndskraft. En högre vinstmarginal innebär att skillnaden mellan intäkter och kostnader blir större, medan ökade riskjusterade intäkter betyder att

⁴⁷ Med storbankerna avses således i fortsättningen bankkoncernerna som helhet, om inget annat anges.

⁴⁸ Resultatperioden är de senaste fyra kvartalen fram till och med första kvartalet 2006. Jämförelser görs med de fyra föregående kvartalen om inget annat anges. Alla resultatuppgifter är justerade för större engångseffekter. Från och med januari 2005 redovisar bankerna enligt IFRS (se ruta i Finansiell stabilitet 2005:1). Bankerna har även redovisat 2004 som om de vore enligt IFRS, vilka används vid jämförelser med föregående resultatperiod i rapporten.

⁴⁹ Se ruta i Finansiell stabilitet 2004:1 där de olika komponenterna i uppdelningen förklaras mer utförligt.

Diagram 3:1. Rörelseresultat 2005 uppdelat på geografiskt område
Procent

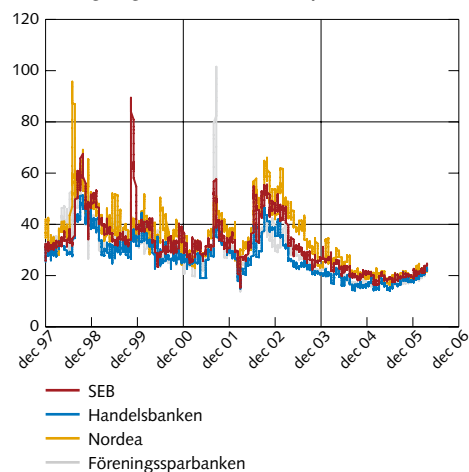


Anm. Nordea: Corporate och institutions (exkl. Polen och de baltiska länderna) samt Treasury fördelas som Retail, rörelseresultatet för Asset management och life antas vara i proportion till volymerna.

Handelsbanken: Capital markets och Kapitalförvaltning fördelas på samma sätt som Retail. Pension och försäkring- och övrig verksamhet antas tillhöra den svenska verksamheten.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

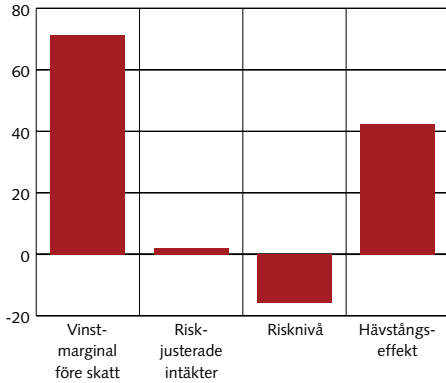
Diagram 3:2. Implicit volatilitet för bankaktier
10 dagars glidande medelvärde, procent



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

Källor: Bloomberg och Riksbanken

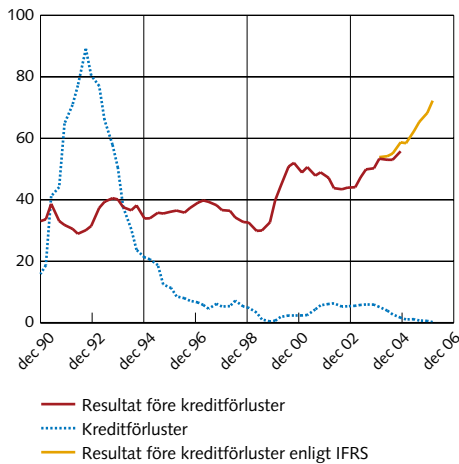
Diagram 3:3. Bidrag till räntabilitet på eget kapital före skatt
Procent



Anm. Avser de fyra senaste kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:4. Resultat före kreditförluster samt kreditförluster (netto) i storbankerna Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor, 2006 års priser



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

intäkterna ökar i relation till de riskvägda tillgångarna. Om risknivån eller hävstångseffekten ökar kan det betyda att bankerna tar större risker och att deras motståndskraft inte förbättrats. Ökad risknivå kan exempelvis innebära att banken ökat sina tillgångar genom att låna ut kapital till mer riskfyllda projekt, medan ökad hävstångseffekt innebär högre skuldsättning.

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

Under senare delen av 1990-talet föll lönsamheten, vilket till viss del kan förklaras av att räntorna föll och bankernas marginaler minskade. Den fallande trenden avbröts temporärt under 2000 när aktiemarknaderna steg kraftigt och bankernas aktierelaterade intäkter därmed ökade. Vinstmarginalerna förbättrades därmed. När sedan aktiemarknaderna föll under 2001 och 2002 minskade bankernas intjäning och vinstmarginalerna försämrades. Att vinstmarginalernas försämrades berodde också på att bankerna inte hunnit anpassa sina kostnader till det sämre marknadsklimatet.

Sedan 2003 har emellertid bankerna uppvisat kontinuerligt förbättrade vinstmarginaler, bland annat till följd av ökade aktierelaterade intäkter och minskade kostnader. Så även under den senaste resultatperioden (se diagram 3:3).

Samtidigt ökade även hävstångseffekten, vilket kan indikera att bankerna tar större risker. Till viss del kompenseras den ökade hävstångseffekten av att risknivån sjönk, det vill säga riskjusterade tillgångar ökade inte i samma takt som tillgångarna i balansräkningen. Förändringarna i hävstångseffekt och risknivå kan emellertid till viss del förklaras av att bankerna redovisar enligt nya redovisningsregler sedan januari 2005. Redovisningsförändringen medför att fler tillgångar värderas till verkligt värde samt att fler tillgångar redovisas i balansräkningen.

Den underliggande intjäningen, definierad som resultat före kreditförluster i fasta priser, steg med knappt 24 procent för de fyra storbankerna under den senaste resultatperioden (se diagram 3:4). Samtidigt sjönk kreditförlusterna kraftigt och är nu på den lägsta nivån sedan tidigt 1990-tal. Skillnaden mellan den underliggande intjäningen och kreditförlusterna har därmed fortsatt att öka.

För att se vad som förklarar de förbättrade vinstmarginalerna är det intressant att se hur bankernas intäkter och kostnader utvecklats. Att lönsamheten förbättrats under resultatperioden kan till drygt en tredjedel förklaras av att bankernas kärnresultat – räntenetto och provisionsnetto minus kostnader och kreditförluster – förbättrades (se diagram 3:5).

Framför allt ökade provisionsintäkterna, främst till följd av att fortsatt stigande aktiekurser och högre omsättning ledde till att bankernas courtage- och kapitalförvaltningsarvoden ökade (se diagram

3:6).⁵⁰ Värdepappersrelaterade intäkter utgör i dagsläget mer än hälften av provisionsnettot, vilket kan jämföras med 2002 då andelen var cirka 40 procent.

Betalningsrelaterade provisioner är en mer stabil intäktskälla i provisionsnettot. Dessa ökade med drygt 3 procent under resultatperioden. Att denna typ av provisioner ökar kan till viss del förklaras av att kredit- och betalkort används allt mer.

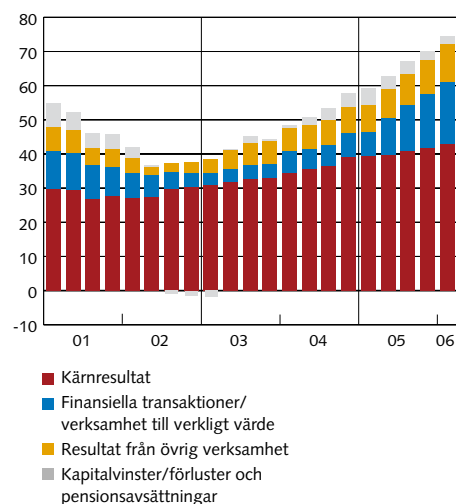
Trots att räntemarginalerna fortsatt att pressas visade räntenettot – bankernas största intäktskälla – positiv tillväxt till följd av att utlåningen till hushålls- och företagssektorn fortsatte att öka under resultatperioden.⁵¹ Ytterligare en förklaring till att kärnresultatet förbättrades var att kreditförlusterna minskade. Personalrelaterade kostnader ökade emellertid under resultatperioden, vilket försämrade kärnresultatet.

Verksamhet till verkligt värde, som visar värdeförändringen på bankernas marknadsvärderade tillgångar, stod för drygt hälften av lönsamhetsförbättringen under resultatperioden. I och med de nya redovisningsreglerna marknadsvärderas fler tillgångar och värdeförändringar tas i större utsträckning över resultaträkningen, vilket gör denna post mer volatil än tidigare.⁵² Under resultatperioden ökade det aktierelaterade resultatet, då aktiebörserna steg. Några av bankerna inkluderar även intäkter och värdeförändringar i försäkringsrörelsen och dessa bidrog också till ökningen. Även valutakursutvecklingen påverkade några bankers resultat positivt. Så även ränteutvecklingen, då långräntorna var lägre under den senaste resultatperioden även om de började stiga mot slutet. Fortsatt stigande långräntor kan leda till minskade värden på bankernas obligationsportföljer.

Sammantaget förefaller bankernas lönsamhet och motståndskraft mot oväntade händelser vara god. Hur denna utvecklas framöver beror bland annat på hur aktiemarknaden och utlåningstillväxten utvecklas. Ett hypotetiskt exempel kan visa hur räntenettot skulle påverkas av minskad volymtillväxt. Om volymtillväxten helt upphör, men marginalpressen är densamma minskar räntenettot med omkring 5–12 procent under resultatperioden.⁵³ Eftersom räntenettot är den största intäktskällan för bankerna försämras därmed lönsamheten med 19–28 procent.

På den svenska marknaden förväntas såväl hushållsutlåningen som företagsutlåningen fortsätta att växa, även om det förväntas ske i något svagare takt på sikt. Huruvida det är tillräckligt för att kompensera för eventuellt fortsatt pressade utlåningsmarginaler på den svenska marknaden är emellertid svårt att säga.

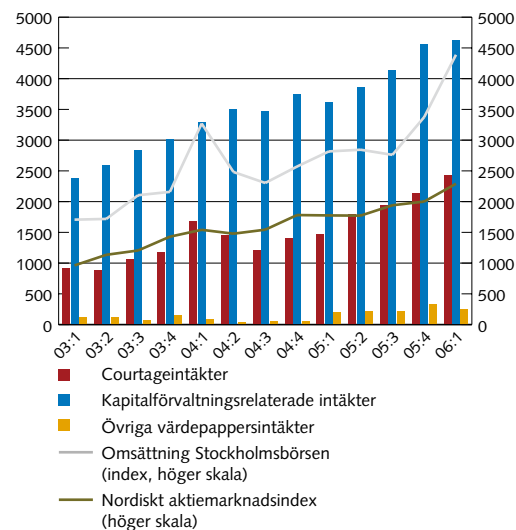
Diagram 3:5. Storbankernas resultat
Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor



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

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:6. Värdepappersrelaterade provisionsintäkter i storbankerna, omsättning på Stockholmsbörsen samt nordiskt aktiemarknadsindex
Miljoner kronor och index



Anm. Nordiskt aktiemarknadsindex är ett index av Financial Times. Index: 1997=100

Källor: Bankernas resultatrapporter, Reuters EcoWin och Riksbanken

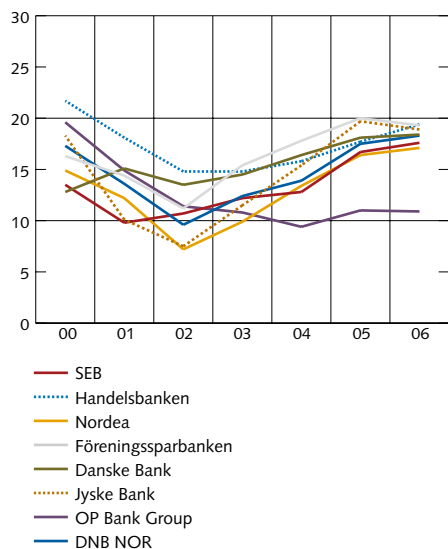
50 Provisionsnettot för de fyra storbankerna är exklusive Handelsbankens "delpost" försäkringar och Nordeas "delpost" livförsäkring.

51 För en mer utförlig genomgång se rutan "Räntenetto och kostnader".

52 Att redovisningen blir mer volatil i och med de nya redovisningsreglerna behöver emellertid inte betyda att bankernas verksamhet har förändrats. Bankernas rapportering skiljer sig dock till viss del mellan varandra varför jämförelser är svårare att göra än tidigare. Alla banker har inte heller redovisat finansiella instrument enligt IAS 39 (Finansiella instrument: Redovisning och värdering) under 2004, vilket också försvårar jämförelser.

53 I exemplet antas att ingen volymtillväxt sker i utlåning till allmänheten sedan föregående resultatperiod.

Diagram 3:7. Räntabilitet på eget kapital efter skatt
Procent



Anm. DNB NOR 2000–2003 är pro forma. 2006 avser de senaste fyra kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Liksom i de svenska storbankerna har räntabiliteten i de övriga nordiska storbankerna ökat sedan 2003 (se diagram 3:7).⁵⁴ Den genomsnittliga räntabiliteten var högre under resultatperioden än under den senaste lönsamhetstoppen 2000. Räntabilitetsökningen består främst av ökade vinstmarginaler, vilket framför allt beror på att intäkterna ökat samtidigt som kreditförlusterna varit låga. Precis som för de svenska bankerna har räntenettot ökat svagt, medan provisionsnetto och övriga intäkter har ökat markant. Även här har de nya redovisningsreglerna bidragit till den ökade lönsamheten med kraftigt ökade intäkter från verksamhet till verkligt värde.

54 Vissa jämförelser görs mellan de svenska storbankerna och fyra andra nordiska storbanker även då dessa inte betraktas som systemviktiga i Sverige. Detta motiveras av att de svenska storbankernas utländska verksamheter i stort sett bedrivs på samma marknader där de övriga nordiska storbankerna är verksamma.

Räntenettet är bankernas viktigaste intäktskälla, varför det kan vara intressant att studera dess utveckling närmare. I den här rutan behandlas även storbankernas kostnader och en jämförelse görs med övriga nordiska storbanker.

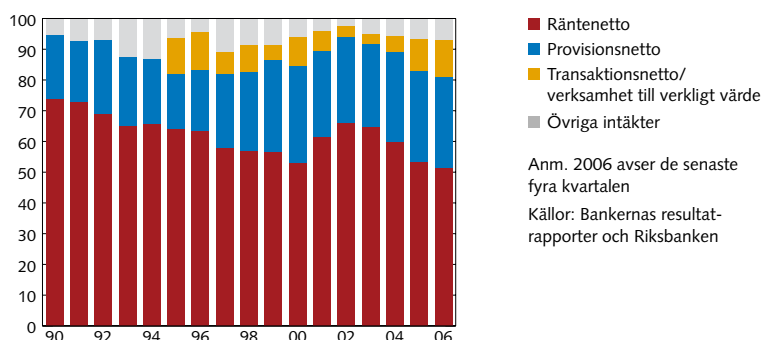
Räntenetto

Sett i ett längre perspektiv har räntenettots andel av intäkterna sjunkit. Under senare delen av 1990-talet förklaras det delvis av sjunkande marginaler, men också av en ökad andel värdepappersrelaterade intäkter. En stark börsuppgång och ökat privatsparande ökade bankernas provisionsintäkter från kapitalförvaltning, livförsäkring och investment banking. År 2000 stod räntenettet för endast drygt hälften av bankernas totala intäkter. Under 2001 till 2002 ökade emellertid räntenettots andel av totala intäkter till viss del på grund av fallet i aktiemarknaderna. I dagsläget utgör dock räntenettet återigen endast drygt hälften av bankernas totala intäkter, medan värdepappersrelaterade intäkter står för en större andel (se diagram R15).

På den svenska marknaden har räntorna sjunkit sedan 2002, vilket har pressat bankernas inlåningsmarginaler. Inlåningsmarginalen är, något förenklat, differensen mellan vad banken erhåller om pengarna placeras på marknaden och den ränta som banken måste betala till kunden. När marknadsräntorna sjunker sänker bankerna inlåningsräntan, eftersom banken i sin tur får lägre ränta vid placering på marknaden. För många konton är emellertid räntan banken betalar till kunden väldigt låg eller till och med noll. För dessa konton innebär därför en sjunkande marknadsränta lägre marginaler eftersom bankerna inte kan sätta inlåningsräntan under noll.

Även då utlåningsmarginalerna till en början stärktes av de lägre marknadsräntorna kunde dessa inte helt kompensera för pressen på inlåningsmarginalerna. De svenska utlåningsmarginalernas positiva tillväxt bröts även under

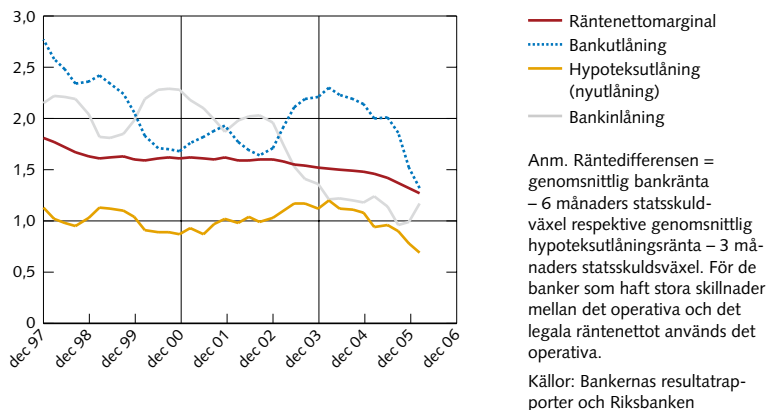
Diagram R15. Intäktsfördelning i storbankerna
Procent



■ Räntenetto
■ Provisionsnetto
■ Transaktionsnetto/
verksamhet till verkligt värde
■ Övriga intäkter

Anm. 2006 avser de senaste fyra kvartalen
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram R16. Storbankernas räntenettomarginal samt räntedifferens på svensk bankinlåning respektive bank- och hypoteksutlåning
Fyra kvartals glidande medelvärde, procent



— Räntenettomarginal
····· Bankutlåning
— Hypoteksutlåning (nyutlåning)
— Bankinlåning

Anm. Räntedifferensen = genomsnittlig bankränta – 6 månaders statsskuldsväxel respektive genomsnittlig hypoteksutlåningsränta – 3 månaders statsskuldsväxel. För de banker som haft stora skillnader mellan det operativa och det legala räntenettet används det operativa.
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

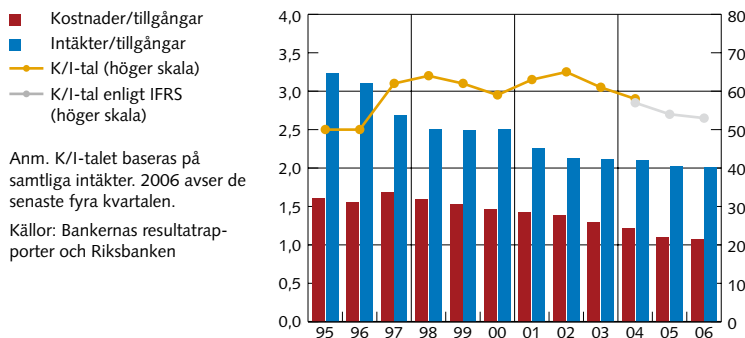
2004 för att sedan successivt falla, delvis en följd av den ökande konkurrensen på framför allt bolånemarknaden (se diagram R16).

Trots fortsatt marginalpress ökade storbankernas räntenetton under den senaste resultatperioden med cirka 3 procent. Tillväxten förklaras främst av ökade volymer, både inom hypoteksutlåning till hushåll och inom företagsutlåning.⁵⁵

Den marginalpress bankerna möter på den svenska marknaden förekommer emellertid inte i lika stor utsträckning på alla marknader de är verksamma på, även då några övriga nordiska länder förefaller visa liknande mönster som Sverige. Lägre marginalpress i kombination med hög volymtillväxt i bankernas utländska verk-

55 Ökningen förklaras till viss del av de nya redovisningsreglerna.

Diagram R17. Storbankernas kostnadseffektivitet
Procent



samheter är den främsta förklaringen till räntennettots positiva tillväxt för några av bankerna.

Trots de pressade marginalerna, som främst påverkar nyutlåningen och lån till rörlig ränta, har bankerna en stor del av respektive lånestock till högre marginaler, lån som bands i ett högre ränteläge. Dessa lån kommer emellertid successivt att omförhandlas när bindningstiderna går ut, och kan eventuellt ge lägre marginaler till följd av konkurrensläget och det allmänt lägre ränteläget. Lägre marginaler kan därför komma att omfatta en större del av portföljerna på längre sikt. Givet oförändrad konkurrens är det därför svårt att se markant förbättrade utlåningsmarginaler framöver.

En högre marknadsränta borde däremot påverka inlåningsmarginalerna positivt. Räntennettots tillväxt kommer därför sannolikt vara beroende av ett högre ränteläge, fortsatt volymtillväxt samt tillväxt i de utländska verksamheterna där bankerna har högre marginaler.

Kostnader

Storbankernas kostnader ökade med cirka 6 procent under resultatperioden, vilket huvudsakligen förklaras av ökade personalkostnader. En orsak till de högre personalkostnaderna är

att bankerna har gjort några mindre förvärv samt expanderat inom vissa områden. Detta har bidragit till att antalet anställda ökade med cirka 4 procent. En annan förklaring till de högre personalkostnaderna är att de rörliga personalkostnaderna ökade, vilket är en följd av högre aktierelaterade intäkter.

Relationen mellan kostnader och intäkter (K/I-talet) har förbättrats kontinuerligt sedan 2002, då bankerna började med omfattande besparingsåtgärder för att anpassa kostnaderna till det då lägre intäktsläget. Kostnadsbesparingarna kunde således ses som en strategi för att möta intäktsfallet som uppstod delvis efter aktiemarknadens fall. Trots att kostnaderna ökade under den senaste resultatperioden förbättrades K/I-talet ytterligare, vilket förklaras av att intäkterna ökade mer än kostnaderna (se diagram R17).

Relationen mellan kostnader och tillgångar har också förbättrats något. Den relativt stora förbättringen mellan 2004 och 2005 ska emellertid ses i ljuset av att tillgångarna delvis ökat i värde till följd av de nya redovisningsreglerna.

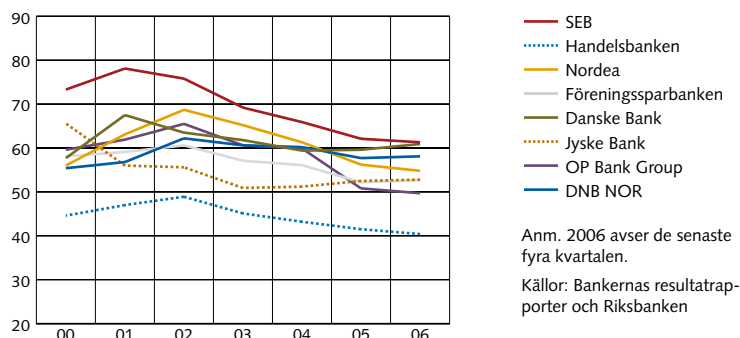
Även då de stora besparingsprogrammen är över och viss kostnadsökning sker där bankerna expanderar borde utmaningen framöver ligga i att öka intäkterna med stabila kostnader och given tillgångsmassa, vilket hittills visat sig vara svårt. Intäkterna i relation till tillgångarna har sedan 2000 visat en fallande trend, även då högre intäkter 2004 innebar en stabilisering. Trots de högre intäkterna under den senaste resultatperioden förbättrades inte relationen mellan intäkter och tillgångar.⁵⁶

Även för de övriga nordiska storbankerna har K/I-talet visat en sjunkande trend under de senaste åren, vilket är en effekt av relativt stabila kostnader kombinerat med stigande intäkter. Svenska storbanks har både det lägsta och det högsta K/I-talet bland de nordiska storbankerna (se diagram R18).

⁵⁶ På motsvarande sätt som de större tillgångarna har en förbättrande effekt på relationen mellan kostnader och tillgångar har de en försämrande effekt på relationen mellan intäkter och tillgångar.

Detta kan till viss del förklaras av olika verksamhetsinriktningar, då banker med en stor del investment banking vanligtvis har en högre kostnadsnivå än andra banker. Majoriteten av de nordiska bankerna har ett K/I-tal som ligger i spannet 50–60 procent. Den största förändringen mellan 2004 till 2005 har DNB NOR gjort vilket förutom intäktsökningar förklaras av synergieffekter som främst uppstått i och med fusionen med Gjensidige.

Diagram R18. Kostnader i relation till intäkter
Procent



Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk

Storbankernas tillgångar ökade med cirka 20 procent under resultatperioden och uppgick till drygt 8 100 miljarder kronor. Ökningen förklaras delvis av att bankerna gjort smärre förvärv, men också av att fler tillgångar marknadsvärderas sedan 2005. Räntebärande respektive övriga tillgångar – de senare är bland annat aktier och derivat – ökade väsentligt. Att bankernas tillgångar ökade beror emellertid också på att utlåningen till såväl hushåll och företag som banker ökat.

Som tidigare nämnts minskade risknivån något under resultatperioden, det vill säga de riskvägda tillgångarna minskade i förhållande till de totala tillgångarna (se även diagram 3:3). Det är främst de kreditriskvägda tillgångarna som minskade i relation till de totala tillgångarna, vilket eventuellt kan förklaras av att den snabbt växande hypotekslåningen inte har lika hög riskvikt som företagsutlåning (se även nedan under utlåning).⁵⁷

De marknadsriskvägda tillgångarna ökade däremot under resultatperioden, vilket tyder på att bankernas marknadsrisker ökat. För några av bankerna har även måttet value at risk (VaR), som mäter behovet av eget kapital, ökat något under 2005. Volatiliteten på marknaderna har emellertid inte bidragit till de ökade VaR-måtten, då den inte stigit under samma period. Detta stöder bilden av att några av bankerna tar större risker.

Som beskrivs i kapitel 1 är de långa marknadsräntorna på jämförelsevis låga nivåer givet den ekonomiska utvecklingen och den penningpolitiska åtstramning som skett. Det kan därför vara intressant att se hur en snabb anpassning av räntorna skulle kunna påverka bankernas resultat. Ett hastigt parallellskift upp av räntekurvan med 100 punkter skulle ha minskat bankernas resultat 2005 med upp till 21 procent till följd av effekter på bankernas räntebärande tillgångar och skulder, allt annat lika.⁵⁸ Detta förutsätter emellertid att bankerna väljer att realisera hela värdeförändringen, vilket är mindre sannolikt eftersom vissa förändringar av räntebärande tillgångar och skulder inte behöver tas direkt över resultaträkningen. I relation till respektive banks kapitalbas skulle värdeminskningen utgöra mellan 1,7 och 5 procent.

UTLÅNING

Historiskt har kreditproblem i banksektorn ofta föregåtts av snabb utlåningstillväxt. Därför kan tecken på detta användas som varningssignal för bankernas risktagande, även om snabb kredittillväxt långt ifrån alltid leder till kraftigt ökade kreditförluster.

Storbankernas utlåning ökade med knappt 15 procent på årsbasis. Storbankerna låg inom ett relativt snävt intervall med tillväxttakter på mellan 14 och 16 procent.

⁵⁷ Minskningen beror också på att tillgångarna ökade i storlek i och med de nya redovisningsreglerna.

⁵⁸ Resultaten från stresstestet skiljer sig mellan bankerna dels på grund av att några inte redovisar poster utanför balansräkningen. På grund av olika redovisningsätt mellan bankerna och för att "stressa" resultatet ytterligare har också det egna kapitalet exkluderats.

Sektorfördelningen i en banks portfölj kan användas som ett grovt mått på graden av diversifiering. Sektoruppdelningen har inte förändrats mer än marginellt på senare år. Företagsutlåningen utgör den största andelen, men hushållens lån till bostäder utgör en allt större andel. Av storbankernas utlåningstillväxt på drygt 650 miljarder kronor under 2005 stod hypotekslån till hushåll för cirka 30 procent (se diagram 3:8). Under 2005 visade utlåningen till flera företagssektorer relativt hög tillväxt. Den största andelen svarade fastighetsförvaltning respektive handel- och tjänsteverksamhet för.

Under 2005 började utlåningen till den svenska företagssektorn att växa, efter ett par år med låg tillväxttakt. Tillväxttakten mattades emellertid av något i början av 2006 och under resultatperioden var den knappt 6 procent på årsbasis för storbankerna.⁵⁹ Skillnaden var emellertid stor mellan bankerna. Föreningssparbanken och Nordea uppvisade en tillväxttakt med cirka 8 respektive 9 procent, medan företagsutlåningen från SEB och Handelsbanken ökade med endast 2 respektive 4 procent (se diagram 3:9). Utlåningen från SEB ökade emellertid i betydligt snabbare takt tidigare under perioden.

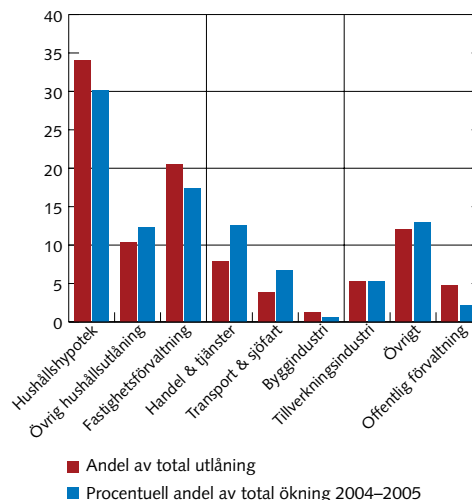
Hushållsutlåningen fortsatte att öka i snabb takt under resultatperioden. På årsbasis var tillväxttakten knappt 12 procent för storbankerna. Utlåningstillväxten förklaras framför allt av den ökade utlåningen via bostadsinstituten. Högst utlåningstillväxt visade SEB på runt 16 procent, följt av Nordea på cirka 13 procent (se diagram 3:10). Föreningssparbankens och Handelsbankens tillväxttakter låg på cirka 10 respektive 11 procent.

Trots att utlåningen till hushåll ökar i snabb takt i storbankerna är deras marknadsandelar relativt stabila eller till och med något minskande. Framför allt är det Danske Bank, SBAB och Länsförsäkringar Bank som tar marknadsandelar.

Även i de övriga nordiska länderna växte utlåningen till hushåll i relativt hög takt under 2005; mellan 13 och 15 procent (se kapitlet om bankernas låntagare). I Norge ökade utlåningen till företag något snabbare än till hushåll, medan utlåningen i Danmark var nästan lika hög till båda låntagarkategorierna. I Finland var utlåningstillväxten till företag runt 8 procent. I de baltiska länderna var utlåningstillväxten fortsatt hög med en tillväxt på mellan 60 och 87 procent till hushållssektorn samt mellan 42 och 50 till företagssektorn.

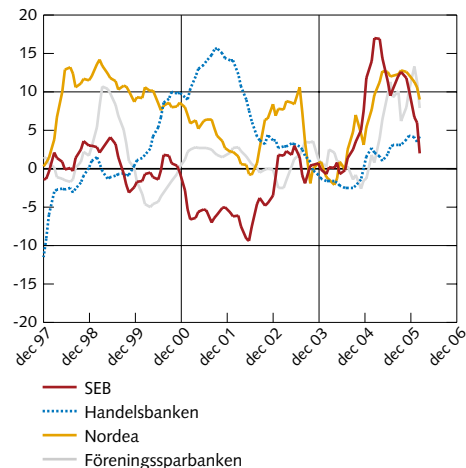
Exponeringen mot utländska marknader skiljer sig mellan bankerna, Nordea och SEB har relativt stora delar av sina verksamheter utomlands, medan Föreningssparbanken och Handelsbanken främst är verksamma i Sverige (jämför diagram 3:1). Samtliga banker hade högre utlåningstillväxt utomlands än i Sverige under resultatperioden (se diagram 3:11). Föreningssparbankens höga utlåningstillväxt utomlands förklaras av bankens exponering mot de baltiska länderna. Att SEB:s tillväxt i utlandet visar betydligt lägre tillväxttakt trots exponeringen mot de baltiska länderna förklaras delvis av att utlåningen i den tyska verksamheten inte växer.

Diagram 3:8. Utlåning till allmänheten i storbankerna, sektorfördelning samt andel av utlåningstillväxt Procent



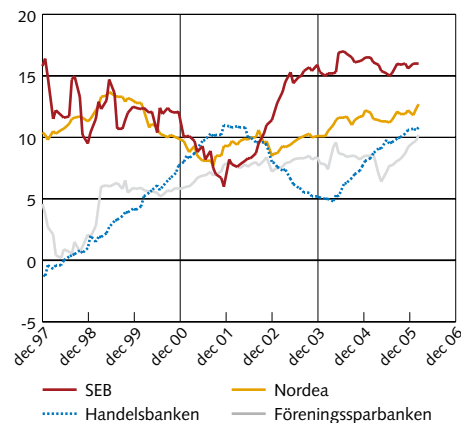
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:9. Utlåning till svenska företag från kreditinstitut Tre månaders glidande medelvärde, årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

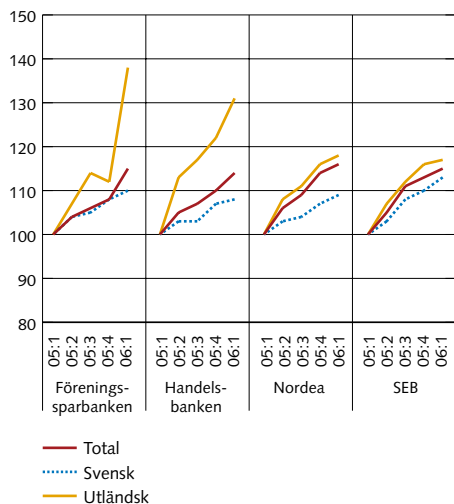
Diagram 3:10. Utlåning till svenska hushåll från kreditinstitut Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

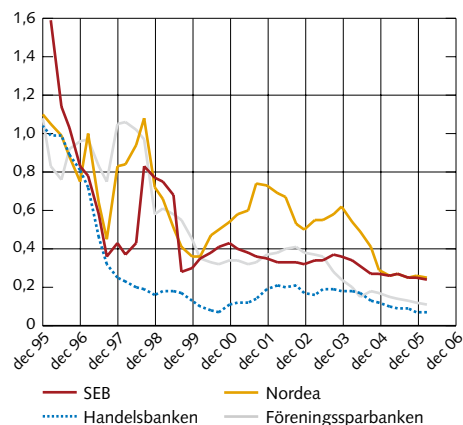
59 Siffran är ett kvartalsmedel för tolv månaderstakten.

Diagram 3:11. Utlåning till svensk och utländsk allmänhet
Index: 2005:1 = 100



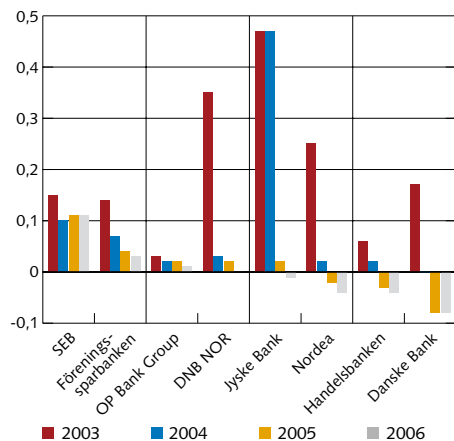
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:12. Reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster som andel av utlåning
Summerat över fyra kvartal, procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:13. Kreditförluster, netto, som andel av utlåning
Procent



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

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

KREDITKVALITET

Andelen osäkra fordringar respektive kreditförluster av den totala utlåningen är indikativa mått på kreditkvaliteten i en bank.⁶⁰ Båda måtten innehåller redan inträffade eller observerbara försämringar i kreditkvaliteten och ger därför ingen information om sannolikheten för ytterligare framtida förluster.

Andelen osäkra fordringar har fortsatt att sjunka för de fyra storbankerna och i slutet av resultatperioden uppgick de till 0,7 procent av utlåningen. Storbankernas reserveringar faller däremot inte i samma takt. Tvärtom har reserveringsgraden, reserveringar i förhållande till osäkra fordringar, successivt ökat för flera av storbankerna under senare år.

Kreditförlusterna, netto, var i stort sett obefintliga under den senaste resultatperioden. De senaste två åren har de lägre kreditförlusterna berott på att reserveringar för nya och befarade kreditförluster minskat (se diagram 3:12). Under resultatperioden har emellertid kreditförlusterna minskat främst till följd av att återföringar ökade, medan reserveringar i förhållande till utlåningen var i det närmaste oförändrade. I Nordea och Handelsbanken har återvinningar och återföringar till och med varit större än reserveringarna flera kvartal.

Kreditförlusterna fortsatte även att minska i de övriga nordiska bankerna under resultatperioden och är därmed också de mycket låga (se diagram 3:13). Skälet till detta är att det ekonomiska klimatet med låga räntor bidragit till en bättre finansiell situation för bankernas låntagare och därmed lett till ökade återföringar. På samma sätt som i Handelsbanken och Nordea gav kreditförlusterna i Danske Bank och Jyske Bank ett positivt bidrag till resultatet under resultatperioden, också här till följd av minskade reserveringar samt stora återföringar och återvinningar. Kreditförlusterna minskade mest i Jyske Bank under perioden, främst till följd av omfattande återföringar.⁶¹

Med förhållandevis god ekonomisk tillväxt de närmaste åren, såsom Riksbanken antog i huvudscenariot i inflationsrapporten i februari, finns det inga konjunkturella skäl till att kreditförlusterna skulle stiga markant framöver. Bilden förstärks av att företagens betalningsförmåga bedöms vara fortsatt god samt att de förväntade konkurs-sannolikheterna är låga (se de svenska bankernas låntagare).

I denna stabilitetsrapport noteras att utlåningen till fastighetssektorn ökade förhållandevis snabbt under 2005. Den ökade tillväxttakten, i kombination med att investerarnas direktavkastningskrav faller trots att de långa räntorna nu stigit något, leder till att Riksbanken ser viss osäkerhet i utvecklingen (se ruta om den kommersiella fastighetsmarknaden).

Liksom tidigare är den snabba kredittillväxten i de baltiska länderna förknippad med viss risk. Obalanser kan byggas upp som på sikt kan få konsekvenser för såväl makroekonomisk som finansiell sta-

⁶⁰ Med osäkra fordringar avses brutto före ackumulerade reserver. Med kreditförluster avses nettot av reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster efter återvinningar och återföringar.

⁶¹ Förändrad hantering av reserveringarna i Jyske Bank har påverkat nedgången med cirka 30 procent.

bilitet. Kredittillväxten sker emellertid från en förhållandevis låg nivå i jämförelse med övriga europeiska länder. En stor del av utlåningen sker i euro. Låntagarna har därför valutarisk i sin upplåning, vilket kan medföra betalningssvårigheter om valutorna i de baltiska länderna hastigt skulle försvagas.⁶²

Närvaron i de baltiska länderna skiljer sig mellan storbankerna (se diagram 3:1). För SEB och Föreningssparbanken, som har störst exponering, utgör utlåningen mot de baltiska länderna mellan 7 och 9 procent av koncernernas totala utlåning och omkring 13 procent av rörelseresultatet. Lönsamheten i dessa banker skulle således kunna påverkas väsentligt om de ekonomiska utsikterna i de baltiska länderna skulle ändras.

De svenska storbankerna skulle i dagsläget klara av totala kreditförluster på mellan 1,5 och 1,7 procent av utlåningen innan de skulle visa förlust, givet det resultat de uppvisade under resultatperioden.⁶³

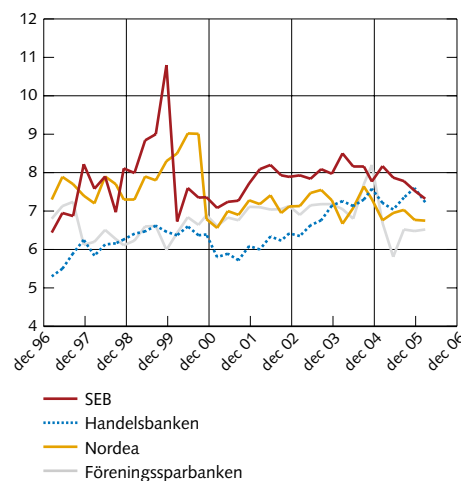
I dagsläget förefaller bankernas utlåning och utvecklingen av kreditförlusterna inte skapa några problem. Erfarenheterna visar emellertid att det är i detta skede som banker – genom att på olika sätt mjuka upp sina lånevillkor – lägger grund för framtida kreditförluster. Det finns därför anledning att uppmärksamt följa kreditkvaliteten i olika segment och marknader.

EGET KAPITAL

Storbankernas primärkapitalgrad respektive kapitaltäckningsgrad uppgick till 6,9 respektive 9,6 procent i slutet av resultatperioden. Trots att bankernas lönsamhet förbättrats är primärkapitalgraden oförändrad eller lägre jämfört med utgången av föregående resultatperiod (se diagram 3:14). Detta förklaras bland annat av att bankerna har anpassat kapitalstrukturen genom höjda utdelningar samt återköp av aktier. En annan förklaring är att bankernas riskvägda tillgångar ökade snabbare än primärkapitalen, bland annat en följd av utlåningstillväxten samt de högre marknadsrelaterade riskvägda tillgångarna. Föreningssparbankens lägre kapital förklaras av förvärvet av återstoden av aktierna i Hansabank i början av 2005.

Bankerna har successivt ökat andelen hybridkapital i primärkapitalet och för flera av storbankerna utgör andelen hybridkapital⁶⁴ nu nära 15 procent, vilket är den högsta tillåtna nivån i Sverige. Utvecklingen för primärkapitalet, exklusive hybridkapital, har i takt med denna utveckling naturligt minskat i storbankerna. Den begränsade möjligheten för ytterligare hybridkapital, i kombination med en fortsatt växande marknad som kräver kapital, borde innebära att kraftigt ökade utdelningar eller stora återköp av aktier borde vara mindre sannolikt inom den närmaste framtiden.

Diagram 3:14. Primärkapitalrelation
Procent



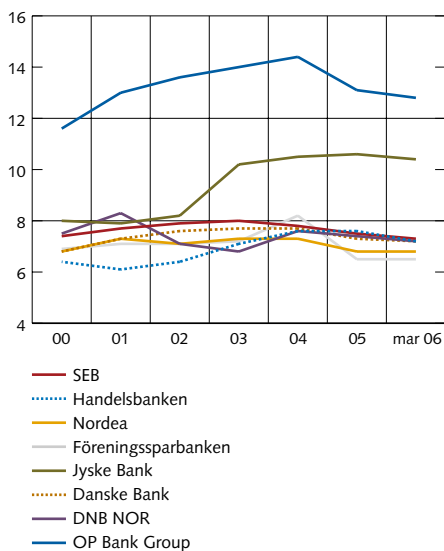
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁶² Företag som har en stor del av sin verksamhet i utländsk valuta behöver emellertid inte ha valutarisk i sin upplåning.

⁶³ Nivån är beräknat på nettot av kreditförlusterna. Vidare har hänsyn inte tagits till att den ökade kreditförlustnivån innebär minskade ränteintäkter.

⁶⁴ Hybridkapital är ett slags efterställd skuld (det vill säga med lägre prioriteringsordning än andra skulder) med egenskaper av såväl kapital som lån. Enligt Finansinspektionens regler får denna typ av kapital uppgå till högst 15 procent av det primära kapitalet.

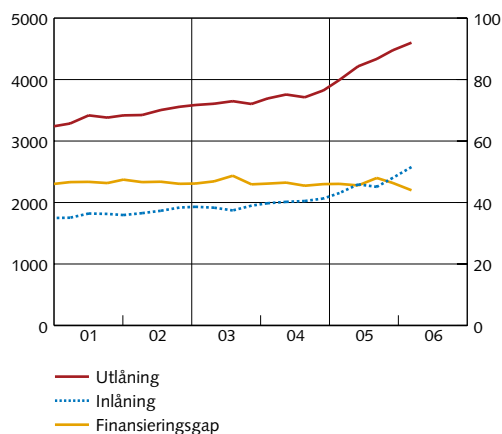
Diagram 3:15. Primärkapitalrelation för de nordiska storbankerna
Procent



Anm. DNB NOR 2000–2003 är pro forma. Mars 2006 är inklusive upparbetade vinstmedel alternativt 50 procent av dessa.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:16. Inlåning, utlåning samt finansieringsgap i storbankerna
Miljarder kronor och procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Primärkapitalgraden för majoriteten av de nordiska bankerna ligger på cirka 7 procent (se diagram 3:15). Jyske Bank samt OP Bank Group är de två banker som avviker från den allmänna trenden. Jyske Banks primärkapitalrelation ligger för närvarande över deras målnivå med omkring 2 procent. I OP Bank Groups fall kan den högre nivån förklaras av att de inte har samma avkastningskrav som de övriga börsnoterade bankerna, varför de inte har samma intresse att hålla kapitalet så lågt som möjligt. Detta avspeglas även tydligt på bankens lönsamhet mätt som avkastning på eget kapital (se diagram 3:7).

Finansiering- likviditetsrisk

FINANSIERING

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

Storbankernas finansiering består till cirka 75 procent av räntebärande skulder. Under den senaste tioårsperioden har knappt hälften av de räntebärande skulderna bestått av inlåning från allmänheten medan den resterande delen har varit marknadsfinansierad. Inlåningen från allmänheten är normalt sett en stabil finansieringskälla, medan marknadsfinansieringen kan 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 1980-tal haft ett inlåningsunderskott på hemmamarknaden, eftersom utlåningen till allmänheten är större än inlåningen från allmänheten. Inlåningsunderskottet vid utgången av resultatperioden uppgick för de fyra storbankerna till drygt 2 000 miljarder kronor. Diagram 3:16 visar dock att utlåning och inlåning har haft samma relativa utveckling under de senaste åren vilket har medfört ett i princip konstant finansieringsgap, det vill säga nettoutlåning i förhållande till total utlåning.⁶⁵ Under de två senaste kvartalen har inlåningen till och med ökat i snabbare takt än utlåningen och finansieringsgapet har således reducerats. Detta beror främst på en stark inlåningsökning i de utländska verksamheterna samt även i företagssektorn.

Finansieringsgapet visar hur stor andel av bankens utlåning som inte går att finansiera via inlåning och därmed måste finansieras via marknaden. De fyra storbankerna är alla beroende av interbank-, obligations- och certifikatmarknaderna för att finansiera sig, om än i olika grad. Handelsbanken och Föreningssparbanken har finansieringsgap på cirka 50 respektive 60 procent medan SEB:s och Nordeas gap är

⁶⁵ (Utlåning-inlåning)/utlåning.

mindre, cirka 30 respektive 40 procent. Skillnaden i marknadsfinansierad andel mellan bankerna förklaras av att de har olika typer av affärsinriktning. Föreningssparbanken och Handelsbanken har, jämfört med de övriga två, relativt större verksamhet i bostadsutlåning som medför ett stort behov av värdepappersfinansiering.

De svenska storbankerna har betydande marknadsupplåning i utländsk valuta. Tidigare var de svenska storbankerna endast låntagare på de utländska interbank- och värdepappersmarknaderna och använde denna upplåning 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 valutfördelning via derivatavtal ger finansiering i annan valuta inte nödvändigtvis upphov till valutarisk.

Bankerna har från och med 2005 börjat redovisa derivat i balansräkningen och man kan nu se en jämnare fördelning mellan tillgångar och skulder i de olika valutorna. Finansieringsmönstren ser dock olika ut i de fyra storbankerna till följd av hur deras affärsinriktning ser ut. Föreningssparbanken och Handelsbanken har stora inlånings- och därmed finansieringsunderskott i svenska kronor, som förklaras av att de har en stor del av sina verksamheter på den svenska marknaden. Handelsbanken täcker detta underskott främst genom att emittera värdepapper i USA-dollar, vilka till stor del swappas till svenska kronor för att eliminera valutakursrisken.⁶⁶ Även Föreningssparbanken använder sig av de amerikanska värdepappersmarknaderna, men har även betydande finansiering i euro (se diagram 3:17).

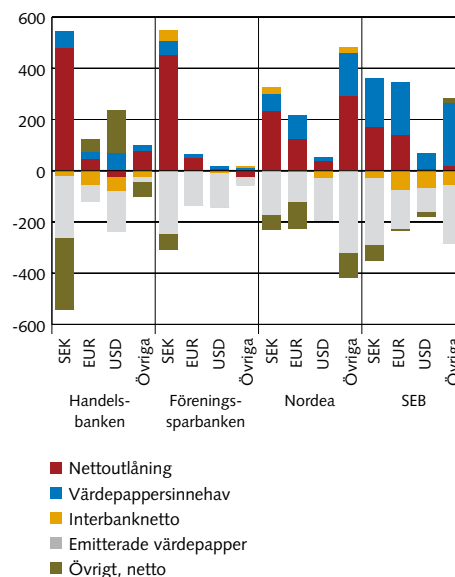
Nordea har ansenlig nettoutlåning i Danmark, men även i Norge, och finansierar detta främst på den danska värdepappersmarknaden (danska och norska kronor ingår i gruppen "övriga valutor"). Nordea har också relativt stor värdepappersupplåning i USA-dollar samt i euro. SEB finansierar sig också på den danska marknaden. Utlåningen i Tyskland och Baltikum förefaller dock finansieras främst på euro-marknaden.

På interbankmarknaden är Handelsbanken och SEB nettolångtagare i alla valutaslag. Då det inte finns motsvarande positioner på utlåningssidan tyder det på att Handelsbanken och SEB till viss del använder interbankupplåning för att finansiera utlåning. Nordea och Föreningssparbanken har däremot en större interbankutlåning än interbankinlåning.

MOTPARTSEXPONERINGAR

Storbankernas centrala roll i det svenska betalningssystemet och på de svenska marknaderna för värdepapper, valuta och derivat gör att de får betydande motparts- och avvecklingsexponeringar. Sannolikheten för en betalningsinställelse är som regel låg eftersom exponeringarna främst är mot andra finansinstitut och icke-finansiella storföretag. Om

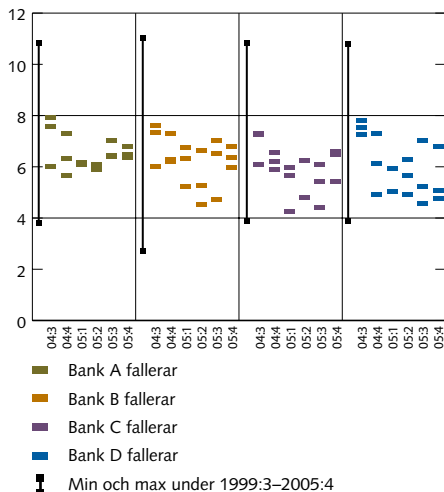
Diagram 3:17. Räntebärande tillgångar och skulder, december 2005
Miljarder kronor



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁶⁶ En valutaswap är ett avtal om ett byte av en valuta mot en annan under en viss tidsperiod.

Diagram 3:18. Primärkapitalrelation i de fyra storbankerna efter att en svensk bank har ställt in betalningarna. Återvinning 25 procent
Procent



Källa: Riksbanken

ett fallissemang ändå skulle ske kan emellertid konsekvenserna för övriga storbanker bli allvarliga.

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. Till och med 2001 var valutaavveckling den enskilt största exponeringen. Från och med år 2002 har emellertid exponeringar i valuta minskat, efter 2003 främst till följd av kronans medlemskap i Continuous Linked Settlement (CLS).⁶⁷ Exponeringar framför allt i deposits, men också i värdepapper, har dock ökat.

De sammantagna motparts- och valutaexponeringarna i de fyra storbankerna ökade med cirka 15 procent för helåret 2005 i jämförelse med föregående år.

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

För att få en uppfattning om spridningsrisken mellan storbankerna testas de interbankexponeringar som bankerna rapporterar vid varje kvartalsslut. I varje period observeras hur primärkapitalrelationerna ser ut i de andra tre storbankerna när den fjärde har ställt in sina betalningar. Givet att bank A fallerar beräknas primärkapitalrelationen för bank B, C och D och så vidare. Primärkapitalrelationen beräknas under antagandet att 25 procent av exponeringen mot den fallerade banken kan återvinnas tack vare säkerheter.

Spridningsrisken mellan de svenska storbankerna är måttlig. Om någon av de fyra storbankerna skulle ställa in sina betalningar skulle primärkapitalet ändå inte understiga det lagstadgade kravet på fyra procent i de andra bankerna enligt de exponeringarna som rapporterats för helåret 2005 (se diagram 3:18).

Förutom spridningsrisken inom det svenska banksystemet finns också risken att bankerna drabbas av problem till följd av att ett stort företag eller en utländsk bank ställer in sina betalningar. Motpartsexponeringarna visar emellertid att inte heller betalningsinställelser av ett storföretag eller en utländsk bank skulle leda till solvensproblem för någon av de stora svenska bankerna under 2005.

⁶⁷ CLS Bank erbjuder ett system för avveckling av valutor som markant reducerar de risker som normalt är förenade med valutahandel. För fördjupning se Finansiell stabilitet 2004:2 "Den finansiella infrastrukturen".

Sammanfattande bedömning

- Gynnsamma förutsättningar så som hög utlåningstillväxt, både till hushåll och till företag, stigande aktiemarknader, lägre långräntor samt sjunkande kreditförluster har bidragit till att storbankernas lönsamhet har ökat under resultatperioden.
- Den marginalpress bankerna möter påverkar räntenettet negativt. Positiv tillväxt i räntenettet har därför varit beroende av volymtillväxt. Högre räntor borde påverka inlåningsmarginalerna positivt. En fortsatt positiv tillväxt i räntenettet är, utöver det, beroende av hög volymtillväxt både i Sverige och på de utländska marknaderna.
- Aktiemarknadens uppgång var den största förklaringen till lönsamhetsförbättringen då främst värdepappersrelaterade provisioner, men även aktierelaterade värdeförändringar, steg kraftigt. På samma sätt som ytterligare lönsamhetsförbättring i bankerna borde vara beroende av en fortsatt aktiemarknadsuppgång, kan en kraftig nedgång på aktiemarknaderna leda till en väsentlig lönsamhetsförsämring.
- Det finns vissa indikationer på att marknadsrisken i bankerna har ökat. I ett räkneexempel där marknadsräntorna stiger med 100 punkter parallellt över räntekurvan från en dag till en annan, minskar bankernas resultat för 2005 med upp till 21 procent till följd av värdeförändringen på räntebärande tillgångar och skulder. Detta förutsätter emellertid att bankerna väljer att realisera hela värdeförändringen.
- Kreditförlusterna har fortsatt att sjunka och under resultatperioden var de i stort sett obefintliga i storbankerna. Givet Riksbankens huvudscenario är det svårt att se markant ökande kreditförluster till följd av konjunkturella skäl. Det finns dock ändå mindre osäkerheter, bland annat om den kraftiga tillväxten i de baltiska länderna vänder och resulterar i kreditförluster. Den tilltagande utlåningstillväxten till fastighetsföretag innebär också viss osäkerhet.
- Spridningsrisken mellan storbankerna är måttlig. Enligt Riksbankens tester skulle en betalningsinställelse i en av bankerna inte medföra att det lagstadgade kravet om fyra procent underskreds i något av fallen.

- Finansieringsgapet ligger kvar på cirka 45 procent i bankerna och marknadsfinansieringsbehovet täcks främst genom att de emitterar värdepapper i USA-dollar, euro samt danska kronor.
- Riksbanken bedömer att storbankernas förmåga att klara av oväntade förluster är fortsatt stark.

■ Den finansiella infrastrukturen

Riksbankens utvärdering av den svenska finansiella infrastrukturen visar att de viktiga systemen håller god internationell standard. Endast mindre kritik riktas avseende transparens och fortlöpande kontroll av deltagarna hos ett par av systemen. Det är rimligt att ett land som Sverige uppfyller internationellt överenskomna standarder fullt ut. Ingen av de noterade svagheter bedöms emellertid utgöra något hot mot den finansiella stabiliteten.

Riksbankens arbete med att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende inbegriper även övervakning av den finansiella infrastrukturen, det vill säga de tekniska och administrativa system och kontobaserade betalningsinstrument som möjliggör finansiella flöden.

Denna övervakning handlar om att identifiera strukturella svagheter i infrastrukturen som antingen i sig kan leda till störningar i det finansiella systemet, eller bidra till att problem hos någon aktör eller enskild delmarknad kan spridas vidare. Om den finansiella infrastrukturen fungerar väl minskar risken för sådana spridningseffekter.

I centrum för analysen står de årliga utvärderingar som Riksbanken gör av infrastrukturens viktigare system. Dessa utvärderingar sker med utgångspunkt i internationellt överenskomna normer och standarder.

I detta kapitel görs en övergripande presentation av den finansiella infrastrukturen, med särskilt fokus på de delar som Riksbanken övervakar. Vidare sammanfattas resultaten av Riksbankens utvärdering för verksamhetsåret 2005. Slutligen diskuterar vi de förändringar som för närvarande pågår på kontantmarknaden.

Det svenska betalningssystemet

I en modern ekonomi måste finansiella transaktioner, det vill säga betalningar mellan ekonomins olika aktörer, kunna utföras på ett enkelt och säkert sätt. Dessa betalningar kan göras antingen med kontanter eller i form av överföringar mellan olika konton. Mätt som värde är de kontobaserade betalningarna helt dominerande. Till skillnad från betalningar med kontanter, kräver kontobaserade betalningar att det finns betalningsförmedlare – huvudsakligen banker – och clearingorganisationer. Om en kontobaserad överföring sker mellan kunder i en och samma bank, används bankens interna system. I de flesta fall har dock betalningsavsändare och betalningsmottagare olika banker. Då krävs ett betalningssystem, det vill säga en infrastruktur, mellan bankerna för att betalningsuppdragen ska kunna hanteras och för att betalningarna snabbt ska nå rätt mottagare.

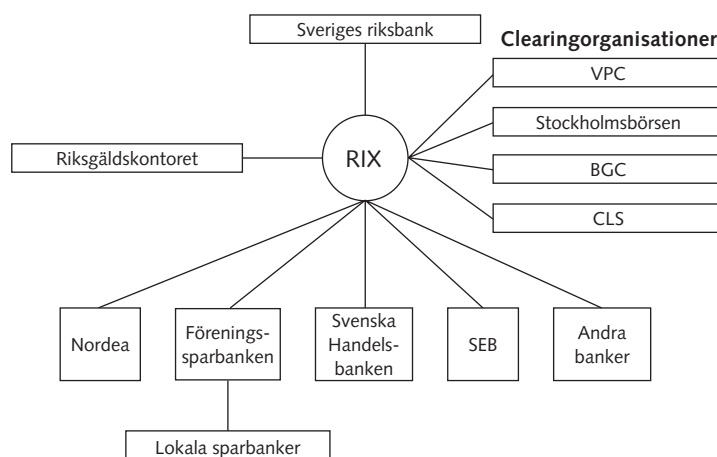
RIX ÄR KNUTPUNKTEN

Ett betalningssystem består normalt av en uppsättning konton, ett regelverk för hur konteringar får göras samt olika datasystem för kommunikation och hantering av betalningarna. I det svenska betalningssystemet är Riksbankens RIX-system den centrala knutpunkten, vilket framgår av figur 1 nedan.

Alla banker har tillgång till konton i RIX, antingen direkt eller via en mellanhand, en clearingbank. När bankerna ska betala till varandra görs detta genom överföringar via deras konton i RIX.⁶⁸ Riksbanken kan därmed sägas vara bankernas bank. I RIX deltar, förutom de större svenska bankerna och Riksgäldskontoret, även clearing- och avvecklingsorganisationerna VPC, Stockholmsbörsen och BGC samt ett antal utländska banker, inklusive CLS.

I RIX skickas betalningar i både svenska kronor och euro. Detta sker i två parallella system, kallade K-RIX respektive E-RIX. Genom det senare av dessa båda system deltar Riksbanken i det europeiska betalningssystemet TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), som länkar samman de centrala betalningssystemen inom EU.⁶⁹

Figur 1. Det svenska betalningssystemet.



För att en betalning ska kunna genomföras måste först ett antal kontroller utföras, bland annat av att det är ett korrekt uppdrag och att det finns medel att täcka betalningen. Själva clearingen består sedan av en sammanställning av instruktioner om hur överföringen ska genomföras. Först därefter sker själva överföringen till mottagarens konto, det vill säga transaktionen avvecklas. Det är bara själva avvecklingen som sker i RIX. I dessa sammanhang finns det ingen motpartsrisk, eftersom det är Riksbanken som är motpart.

Clearingorganisationerna hanterar också transaktioner från värdepappersmarknaderna. Dessa transaktioner består av två delar, en betalning och en överföring av värdepapper. Utöver de kontroller som måste genomföras för vanliga betalningar, krävs i dessa fall också kontroll av att säljaren kan leverera värdepapperen. Sammanställ-

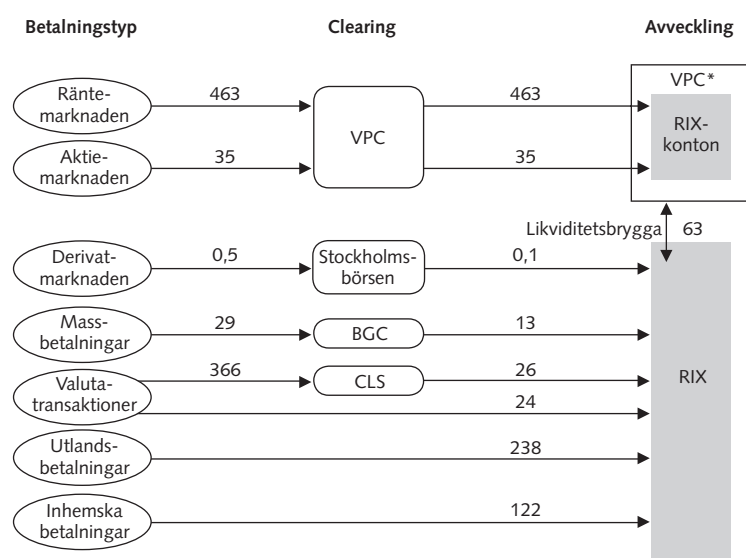
⁶⁸ Betalningar mellan de aktörer som har konton i RIX kallas ofta för stora betalningar till skillnad från betalningar som utförs av enskilda företag och hushåll. Den senare typen brukar benämnas massbetalningar.

⁶⁹ I november 2002 beslutade ECB-rådet om en andra generation av TARGET, TARGET2, vilken kommer att ersätta nuvarande system från år 2007. Deltagarna i E-RIX har vid diskussioner med Riksbanken visat ett svårt intresse för deltagande i TARGET2 via Riksbanken. Mot den bakgrunden och de därmed förväntade höga kostnaderna per transaktion som en anslutning till TARGET2 skulle medföra, beslöt Riksbanken den 4 februari 2005 att inte ansluta sig till TARGET2 i samband med starten år 2007. Som en följd av detta kommer E-RIX att tas ur bruk vid utgången av 2006.

ningen av instruktioner om hur överföringen ska genomföras gäller nu både betalningen och värdepapperen. Den slutliga avvecklingen av betalningen sker även här i RIX medan värdepapperen avvecklas i VPC.

De belopp som överförs via RIX-systemet är mycket stora. En veckas omsättning motsvarar hela den svenska årliga bruttonationalprodukten, BNP. Figuren nedan visar de belopp som dagligen hanteras i RIX under februari 2006.

Figur 2. Betalningsflöden i RIX-systemet (mdr SEK)



* För avvecklingen från räntemarknaden och aktiemarknaden administrerar VPC kontona i RIX.

RIX-systemets centrala plats i betalningssystemet gör att eventuella problem snabbt kan leda till likviditetsbrist för många banker. Faran att detta ska utvecklas till ett stort problem förstärks av att de likviditetsexponeringar som uppstår i systemet är mycket stora i förhållande till deltagarnas balansräkningar. För att minimera riskerna sker därför debitering på avsändarens konto och kreditering på mottagarens konto enligt principen om bruttoavveckling i realtid, så kallad Real Time Gross Settlement (RTGS). Det innebär att betalningar avvecklas en och en och att de medel som överförs till deltagarens konto omedelbart blir tillgängliga på kontot och kan användas för andra betalningar. Dessutom kan RIX-deltagarna låna av Riksbanken under dagen i syfte att utjämna ut betalningsströmmarna. Det finns inga formella begränsningar för dessa så kallade intradagskrediter så länge deltagarna har betryggande säkerheter.

På grund av RIX-systemets och clearingorganisationernas viktiga roll i det svenska betalningssystemet, övervakas de fortlöpande av Riksbanken. För de svenska systemen utförs denna övervakning enbart av Riksbanken, medan övervakningen av det internationella systemet CLS utförs i samarbete med andra centralbanker. Det arbetet leds av Federal Reserve. Riksbanken deltar även i övervakningen av

SWIFT, som bland annat tillhandahåller viktiga meddelandetjänster för finansiella aktörer. Övervakningen av SWIFT sker på ungefär samma vis som för CLS, med den skillnaden att det är den belgiska centralbanken som leder arbetet.

Nedan följer en kort beskrivning av de olika systemen och Riksbankens övervakning av dem.

VPC

VPC avvecklar transaktioner med svenska aktier och räntebärande värdepapper samt för register över vem som äger dessa värdepapper. VPC-systemet hanterar också pantsättning av värdepapper. Eftersom Riksbanken i sina penningpolitiska transaktioner kräver säkerheter i form av värdepapper, är även penningpolitikens genomförande beroende av VPC:s system. Sammantaget ger detta VPC en central roll på den svenska kapitalmarknaden.

Riksbankens övervakning av VPC fokuserar främst på systemet för avveckling. När parterna i en transaktion har lagt in sina instruktioner i systemet, matchar systemet dessa. Det innebär att systemet kontrollerar att det är rätt parter, rätt värdepapper och rätt mängd. På avvecklingsdagen kontrollerar systemet att säljaren kan leverera värdepapperet och att köparen har likvida medel att täcka köpeskillingen med. Därefter kan transaktionen avvecklas, vilket innebär att värdepapper överförs från säljarens till köparens konto samtidigt som betalningen överförs från köparens till säljarens konto. De värden som hanteras i dessa processer är mycket stora. Under 2005 uppgick de dagliga betalningsströmmarna till 429 miljarder kronor i genomsnitt. Genom transaktionerna får bankerna stora exponeringar mot varandra. Eventuella problem i clearingens skulle därför kunna få stora samhällsekonomiska konsekvenser.

STOCKHOLMSBÖRSEN SOM CENTRAL MOTPART

Stockholmsbörsen är marknadsplatsen för handel med aktier och derivatinstrument i Sverige. Verksamheten omfattar även i viss utsträckning räntebärande värdepapper. Det är dock i första hand i funktionen som central motpart och clearingorganisation för derivatinstrument som Stockholmsbörsen är intressant för systemstabiliteten och därmed för Riksbanken.

Som köpare av ett derivatinstrument är man beroende av att säljaren kan leverera det underliggande värdepapperet, eller motsvarande belopp, när derivatinstrumentet förfaller. Ju längre löptiden är på derivatinstrumentet, desto längre blir också köparens exponering mot säljaren. Detta skapar stora risker för aktörerna. En clearingorganisation kan därför gå in som mellanhand, d.v.s. som central motpart. Det innebär att denna motpart inträder som säljare till alla köpare och som köpare till alla säljare. En köpare av ett derivatinstrument får därmed inte en kreditrisk mot den ursprunglige säljaren utan mot den centrala motparten. En marknadsaktör behöver därmed inte utvärdera alla andra aktörers kreditvärdighet. Det räcker att följa hur den centrala

motparten hanterar sina finansiella risker och sin finansiella styrka, eftersom riskerna är koncentrerade till denna motpart.

Som central motpart tar Stockholmsbörsen med andra ord på sig finansiella risker. Om en motpart i en transaktion inte kan fullfölja sina åtaganden måste det utföras av Stockholmsbörsen. Börsen begränsar sina risker på flera sätt. Börsen tar till exempel själv aldrig några positioner, utan inträder som motpart endast när det finns både köpare och säljare. Finansiella risker för börsen uppstår egentligen bara om någon medlem inte kan fullfölja sina åtaganden. Kunder som handlar i derivatinstrument måste därför ställa säkerheter till börsen, vilket ytterligare minskar risken. Utöver detta har en central motpart även egna finansiella tillgångar och försäkringar för att täcka eventuella förluster.

BGC

BGC är den centrala aktören vid förmedling av massbetalningar mellan de svenska bankernas kunder. En viktig del i BGC:s verksamhet är att administrera Bankgirosystemet och hantera de betalningar som görs inom detta. Genom BGC:s system passerar i huvudsak girobetalningar och överföringar. BGC hanterar också debettransaktioner, d.v.s. sådana transaktioner som initierats av betalningsmottagaren istället för av betalningsavsändaren. Exempel på sådana är autogirobetalningar. En annan viktig del i BGC:s verksamhet är att, på uppdrag av Svenska Bankförningen, sköta drift och förvaltning av Dataclearing-systemet. I Dataclearingen hanteras överföringar mellan konton och checkbetalningar (inklusive postväxlar).

De enskilda transaktioner som clearas av BGC omfattar oftast relativt små värden och utgör därför inte en källa till spridningsrisk. BGC:s system tillhandahåller dock funktioner som är av väsentlig betydelse för att betalningar mellan privatpersoner och företag, såväl stora som små, ska kunna genomföras. BGC:s system tillhandahåller således för samhällsekonomin centrala funktioner som inte snabbt kan ersättas om allvariga problem skulle uppstå. Av den anledningen övervakas BGC av Riksbanken.

CLS

Continuous Linked Settlement (CLS) är ett internationellt system för clearing och avveckling av valutatransaktioner, vars syfte är att eliminera de risker som uppstår när betalningarna i en internationell valuta-transaktion – det vill säga utbytet av de två valutorna – mellan affärsbanker inte sker samtidigt. Verksamheten startades 2002 av några av världens ledande valutabanker. Sedan den 8 september 2003 ingår den svenska kronan i CLS.⁷⁰

På valutamarknaden har leveransen av den ena valutan traditionellt inte skett samtidigt som leveransen av den andra valutan. Det beror bland annat på att avvecklingen i de nationella betalningssystem-

⁷⁰ Övriga valutor i CLS är: USD, JPY, Euro, GBP, CAD, CHF, DKK, NOK, HKD, SGD, KRW, ZAR, AUD och NZD.

men styrs av i vilken tidszon de finns. Ett problem med detta är att en bank som har levererat en valuta utsätter sig för risken att motparten inte lyckas leverera den motstående valutan. Det kan exempelvis ske om motparten går i konkurs eller får betalningsproblem. Genom att länka samman leveranserna av köpta och sålda valutor kan CLS eliminera denna avvecklingsrisk.

CLS Bank har 58 medlemmar, även kallade direkta deltagare, och 566 indirekta deltagare. SEB, Handelsbanken och Nordea är direkta deltagare i CLS, medan Skandia, Föreningssparbanken och Volvo är indirekta deltagare. Riksbanken, å sin sida, tillhandahåller konton i RIX för avveckling av transaktioner i svenska kronor.

De belopp som omsätts via CLS är mycket stora. Under januari 2005 omsattes dagligen ett belopp motsvarande fem gånger Sveriges årliga bruttonationalprodukt, BNP. På grund av systemets viktiga roll på valutamarknaden övervakas det kontinuerligt av ett flertal centralbanker. Eftersom CLS har sin juridiska hemvist i USA leds denna övervakning av Federal Reserve. Det övriga övervakningsarbetet sker inom ramen för Bank for International Settlements kommitté för betalnings- och avvecklingssystem (CPSS), där även Riksbanken deltar.

SWIFT

The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) är ett belgiskt bolag som tillhandahåller meddelandehanteringstjänster till mer än 7500 finansiella institutioner i 202 länder. Huvudparten av SWIFT:s meddelandehantering är relaterad till utbyte av betalningsinformation mellan banker inom ramen för korrespondentbanksarrangemang. SWIFT tillhandahåller också meddelande- och kommunikationstjänster till ett ökande antal infrastruktursystem, som exempelvis de avvecklingssystem för stora betalningar som många länder etablerat för att begränsa avvecklingsrisken vid hanteringen av interbankbetalningar. RIX-systemet är ett sådant. Även CLS använder SWIFT:s tjänster.

Även om SWIFT inte är ett betalnings- eller avvecklingssystem, och därför inte reglerat av centralbanker eller tillsynsmyndigheter, har ett stort och växande antal systemviktiga betalningssystem blivit beroende av SWIFT. Därmed kan störningar i det finansiella meddelandeflöde, som bygger på SWIFT:s tjänster, skapa eller föra vidare störningar till stora delar av det finansiella systemet. Av denna anledning har centralbankerna inom G10-länderna (Group of Ten) kommit till slutsatsen att SWIFT ska vara föremål för övervakning och att detta ska ske i samverkan mellan centralbankerna. Eftersom SWIFT har sin hemvist i Belgien är det dock den belgiska centralbanken som är den ledande övervakaren.

Övervakningen av SWIFT fokuserar på frågor om säkerhet, operativ tillgänglighet, kontinuitet och återhämtningsförmåga i SWIFT:s system. Representanter för de inblandade centralbankerna och BIS träffas två gånger per år för att diskutera i vilken mån SWIFT uppfyller de mål som ställts upp inom dessa områden. Dessa möten föregås av frekventa träffar på teknisk nivå och med SWIFT:s ledning, internrevision och personal.

Utvärdering en del av övervakningsuppdraget

I centrum för Riksbankens löpande övervakning av den finansiella infrastrukturen står en årlig utvärdering av de centrala svenska systemen, d.v.s. RIX⁷¹, VPC, Stockholmsbörsens derivatclearing och BGC. Dessa utvärderingar sker enligt internationellt accepterade standarder, som tagits fram av Bank for International Settlements kommitté för betalnings- och avvecklingssystem (CPSS) och tillsynsmyndigheternas internationella paraplyorganisation, International Organisation of Securities Commission (IOSCO).⁷²

Dessa olika standarder beskriver hur de olika systemen bör regleras, organiseras och drivas för att minimera risker och effektivitetsförluster. Tyngdpunkten ligger på de standarder som beskriver krav på riskhantering i samband med betalningar, värdepappersavveckling eller centralmotpartstjänster. Därutöver ställs det krav på regelverket i allmänhet, informationsgivning (transparens) och bolagsstyrning. Om några risker eller effektivitetsförluster upptäcks i utvärderingarna är det i första hand instituten själva som ska åtgärda de upptäckta bristerna. Den första heltäckande utvärderingen av den finansiella infrastrukturen enligt dessa standarder gjordes 2001. De flesta av de brister som framkom i den utvärderingen är numera åtgärdade. Det innebär att samtliga svenska system håller god internationell standard och kännetecknas av en hög grad av effektivitet och säkerhet, vilket framgår av figur 3 där de olika internationella standarder som systemen utvärderas mot sammanfattas under ett begränsat antal rubriker.

71 Riksbanken har en dubbel roll avseende RIX-systemet i den bemärkelsen att den både driver och övervakar systemet. Detta kan ge upphov till förtroendeproblem om motsättningar mellan de båda rollerna uppstår. För att undvika detta har Riksbanken valt att göra en tydlig organisatorisk separation mellan dessa uppgifter.

72 RIX-systemet och BGC utvärderas enligt BIS *Core principles for Systemically Important Payment Systems*. För VPC används *Recommendations for Securities Settlement Systems* som utarbetats i samarbete mellan BIS och IOSCO. Stockholmsbörsen utvärderas enligt *Recommendations for Central Counterparties*, som också tagits fram av BIS och IOSCO.

Figur 3. Utvärdering av den finansiella infrastrukturen

	RIX	VPC	SB	BGC
Legal risk				
Transparens				
Finansiella risker				
Avvecklingsrisker				
Operationella risker				
Effektivitet				
Tillträde				
Styrning				

Uppfyller helt		Uppfyller delvis	
Uppfyller till stor del		Uppfyller inte	

Trots de olika systemens goda betyg är det viktigt att utföra kontinuerliga utvärderingar för att säkerställa att denna höga standard upprätthålls och att de smärre brister som nu noterats rättas till. För ett land som Sverige är det rimligt att samtliga krav uppfylls fullt ut på sikt. Utvärderingarna ger också Riksbanken en grund för en fortlöpande dialog avseende utvecklingen av systemen. I det följande görs en kort sammanfattning av de viktigaste resultaten som framkom i den senaste utvärderingen.⁷³

RIX

Som framgår av figur 3 var det endast i fråga om transparens som RIX inte fullt ut klarade de krav som ställs i de internationella standarder som systemet utvärderas mot. Även i det fallet rör det sig dock om mindre problem. Exempelvis regleras inte systemets samtliga funktioner av RIX-regelverket.

I samband med utvärderingen framförde Riksbankens övervakningsfunktion ytterligare några synpunkter, vilka dock inte påverkade betygsättningen.

Bland annat påpekades att det, till följd av Riksbankens monopolställning, kan finnas en risk att systemet inte bedrivs tillräckligt kostnadseffektivt. Målsättningen för tillgängligheten i RIX bör också formuleras på basis av adekvata riskanalyser och rimlig avvägning mellan risk och kostnad.

För att öka den operativa säkerheten bör dessutom övningar av flytt av systemdriften till alternativ plats utföras gemensamt av Riksbanken och övriga RIX-deltagare. I dagsläget omfattar sådana övningar endast Riksbanken. Det bör även införas en fast rutin för att se till att deltagarna i RIX fortlöpande uppfyller de inträdeskriterier som gäller för systemet.

⁷³ De fullständiga utvärderingarna av systemen återfinns på Riksbankens hemsida, www.riksbank.se.

En del av dessa problem kommer att lösas då RIX-systemet ersätts av ett nytt system i början av 2007. Till skillnad från det nuvarande systemet är det nya systemet ett så kallat hybridsystem. Detta innebär att det förutom bruttoavveckling i realtid (RTGS), även har likviditetsoptimeringsfunktioner. Detta ger möjlighet för deltagarna att sänka sina likviditetsexponeringar och på så sätt sänka sina kostnader för likviditet. Systemet har dessutom högre kapacitet än det nuvarande.

VPC

Tyngdpunkten i Riksbankens utvärdering av värdepappershanteringen i Sverige ligger på funktionen i det avvecklingssystem som VPC tillhandahåller. Utvärderingen visar att avvecklingsprocessen, regler och rutiner är utformade på ett sätt som minimerar avvecklingsriskerna för deltagarna. Under 2005 fungerade systemet väl. Såväl andelen transaktioner som avvecklades på utsatt dag som tillgängligheten för deltagarna var hög.⁷⁴ Figur 3 visar att VPC var det enda system som helt och hållet uppfyllde samtliga krav som följer av de internationella standarder som systemet utvärderas mot.

Då avvecklingen i VPC slutförs vid endast fyra tillfällen under dagen har Riksbanken i samband med tidigare utvärderingar framfört att VPC och deltagarna borde fortsätta dialogen avseende möjligheten att införa kontinuerlig avveckling. Med för få avvecklingstillfällen skulle det nämligen kunna finnas en risk för att likviditet låses in i systemet. Detta har hittills inte visat sig vara något faktiskt problem, eftersom likvidbankerna överför mycket likviditet till systemet tidigt på dagen. Därmed kan större delen av transaktionerna på såväl aktie- som penningmarknaden avvecklas redan under dagens första avvecklingstillfälle. Direkt efter dessa avvecklingstillfällen kan den likviditet som inte behövs för de resterande transaktionerna föras ut ur värdepappersavvecklingssystemet och användas för andra ändamål.

Utöver den löpande övervakningen har Riksbanken även följt VPC:s aktiviteter i samband med köpet av sin finska motsvarighet APK från OMX Exchanges OY i slutet av 2004. Initialt avser VPC att fortsätta driva värdepappersavveckling i två skilda juridiska enheter, en i Sverige och en i Finland, men att harmonisera rutiner och regler så långt som möjligt. Exempel på det senare är att VPC har infört samma ansökningsprocess i både VPC och APK. Detta gör det enklare för finska marknadsdeltagare att bli medlemmar i VPC och svenska i APK. På längre sikt är dock målet att värdepappersavvecklingssystemet ska vara gemensamt, medan värdepappersregistren ska föras av skilda juridiska enheter.⁷⁵ I syfte att uppnå en effektivare och enhetligare övervakning har Riksbanken och Finlands Bank träffat en samarbetsöverenskommelse rörande övervakning av de gemensamma delarna i såväl de två bolagen som koncernen i sin helhet.

74 Andelen transaktioner som avvecklades på utsatt dag uppgick till 99,32 procent på aktiemarknaden och till 99,48 procent på penningmarknaden. Tillgängligheten för deltagarna uppgick till 99,99 procent.

75 VPC strävar även efter att skapa standardiserade rutiner för avveckling samt för hantering av utdelningar och andra bolagshändelser (corporate actions) som skulle kunna anammas av VPC:s motsvarighet i de andra nordiska länderna.

STOCKHOLMSBÖRSEN

Riksbanken utvärderar Stockholmsbörsen i dess roll som central motpart och clearingorganisation för handel i derivatinstrument. Den senaste utvärderingen visar att Stockholmsbörsen uppfyller de krav som ställs för denna i form av riskhantering, säkerhetstagnung och kapitalstyrka.⁷⁶ Det gäller även Stockholmsbörsens tekniska system för derivathandel och clearing som karakteriseras av hög säkerhet. Under helåret 2005 var tillgängligheten 99,93 procent under öppettiderna, 08:00 till 18:00.

Däremot kan det ställas ytterligare krav på Stockholmsbörsens transparens, vilket framgår av figur 3. Transparens är viktigt för en central motpart eftersom marknadsdeltagare måste kunna bedöma risken i sina exponeringar mot denne. Riksbanken bedömer att behovet av transparens är extra stort för en central motpart som i likhet med Stockholmsbörsen har en direkt relation till slutkunder, varav en del inte är professionella aktörer. I dagsläget publicerar Stockholmsbörsen information på sin hemsida om frågor som rör börsens riskhantering, regelverk, motpartsfunktion, organisation, resultat med mera. Riksbanken anser dock att informationen bör uppdateras snabbare och inkludera en beskrivning av Stockholmsbörsen AB:s juridiska relation till andra företag i koncernen. Riksbanken efterlyser också mer kvantitativa data om Stockholmsbörsens åtaganden, exempelvis om värdet på de säkerheter som har pantsatts.

BGC

Utvärderingen av BGC visar att de internationella kriterierna inte fullt ut uppfylls på två punkter; transparens och tillträde. Avseende transparensen kan det konstateras att BGC:s avtal med deltagarna i huvudsak är tydligt uppbyggda och ger deltagarna goda förutsättningar att förstå de finansiella risker som kan följa genom deltagande i systemet. I utvärderingen påpekas dock att samtliga deltagare i Bankgirosystemet ska klargöra vad som sker om en bank inte kan fullgöra sina skyldigheter vid en viss avvecklingstidpunkt. Här kan olika åtgärder väljas och valet av åtgärd är reglerat i avtal mellan den enskilda banken och BGC. Riksbanken anser att det vore bättre att endast erbjuda en avvecklingsåtgärd för alla deltagare. Det skulle minska komplexiteten och ta bort osäkerheten kring deltagarnas val. Osäkerhet om vilken åtgärd övriga deltagare har valt, kan nämligen försvåra möjligheten för den enskilde deltagaren att bedöma vilken likviditetsrisk den utsätter sig för genom att delta i Bankgirosystemet.

Anmärkningen avseende tillträde gäller BGC:s kontroll av de befintliga deltagarna. När deltagarna initialt går med i Bankgirosystemet

⁷⁶ Stockholmsbörsens kapital ska vara tillräckligt för att täcka en situation i vilken de två deltagare som har störst riskeponering samt alla deltagare som har eget kapital på mindre än 100 MSEK samtidigt inte kan betala vid stora kursrörelser.

kontrollerar BGC att de uppfyller kriterierna som satts upp som ett villkor för deltagande. Däremot görs ingen fortlöpande kontroll efter inträdet av att deltagarna uppfyller dessa kriterier. Det är angeläget, anser Riksbanken, att en sådan uppföljning görs åtminstone varje gång huvudavtalet förnyas.

Utöver dessa båda synpunkter anser Riksbanken att Bankgiro-systemets regelverk bör förtydligas när det gäller tidpunkterna för dels när ett överföringsuppdrag skall anses vara infört i systemet, dels när ett överföringsuppdrag inte längre får återkallas av en deltagare.

Förändringar på kontantmarknaden

Riksbanken följer även utvecklingen på den svenska kontantmarknaden. Det är naturligt eftersom kontanter är ett viktigt betalningsmedel som Riksbanken dessutom, i egenskap av ensam utgivare av sedlar och mynt i kronor, har en direkt möjlighet att påverka. I detta avsnitt sammanfattar vi de överväganden som ligger bakom de förändringar av kontantmarknaden som träder i kraft vid halvårsskiftet 2006.⁷⁷ I korta ordalag innebär förändringen att Riksbanken koncentrerar sin kontantverksamhet till Stockholm och Göteborg. Samtidigt får bankerna rätt att öppna valfritt antal kontantdepåer och lokalisera dessa enligt egna önskemål.

KONTANTER KRÄVER FYSISK HANTERING

När kontanter byter ägare ska de transporteras, kontrolleras, sorteras och räknas upp. Hur omfattande denna aktivitet är beror förstås på mängden kontanter som hanteras. Kontantflödet hänger bland annat samman med att enskilda personer eller företag vanligtvis inte önskar hålla alltför stora mängder kontanter. Det beror bland annat på stöldrisken men också på att kontanter inte är räntebärande. Av samma skäl försöker även bankerna hålla nere sina lager av kontanter.

Bankerna är de enda aktörer på kontantmarknaden som har konton i Riksbanken. När bankerna hämtar kontanter hos något av Riksbankens lokalkontor förs beloppet upp som ett lån på kontot och belastas med ränta. Eftersom kontanter därmed är förknippade med en räntekostnad har banken starka incitament att lämna tillbaka de kontanter som inte används. När de lämnas till Riksbanken krävs en fysisk transport av kontanterna. Dessa kontanter kan banken behöva redan nästa dag, vilket återigen kräver en fysisk transport av kontanter. Den räntebesparing som en bank kan göra på detta sätt medför att sedlar transporteras fram och tillbaka från Riksbanken utan att någon bearbetning sker. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är det därför önskvärt att minimera dessa transporter, som dessutom medför en ökad risk för värdetransportrån.

⁷⁷ För en mer utförlig diskussion om kontanthanteringen i Sverige rekommenderas artikeln "Effektivitet i kontantförsörjningen", av Daltung, S och Ericson, M, i Penning- och valutapolitik 2004:3.

Att minska dessa samhällsekonomiska kostnader har varit ett uttalat mål med de förändringarna av kontanthantering som sjösätts vid det kommande halvårsskiftet. Arbetet har utgått från principen att staten inte bör ingripa om det inte finns särskilda skäl i form av s.k. marknadsmisslyckanden. Riksbanken bör således endast ansvara för sådan kontanthanteringsverksamhet där det inte går att uppnå effektivitet utan statlig inblandning. Det är dessutom rimligt att anta att effektiviteten främjas av att den som ska bära kostnaderna, som i det här fallet är de företag som direkt hanterar kontanter, också kan påverka dem.

RIKSBANKENS ROLL

Mot den bakgrunden kan Riksbankens roll i kontantförsörjningen begränsas till att förse bankerna med svärförfalskade kontanter av god kvalitet. Riksbankens ska därför säkerställa att det produceras tillräckligt med kontanter samt utveckla säkerhetsdetaljerna på dessa. Riksbanken ska vidare hålla tillräckligt med kontanter i lager för att vid varje tidpunkt kunna möta efterfrågan från bankerna. Riksbanken måste också ha beredskapslager för att möta extraordinära händelser. Det är inte rimligt att förvänta sig att bankerna ska hålla sådana lager, utan det måste åligga Riksbanken att avgöra hur stora dessa ska vara och var de ska ligga.

Tills vidare faller det även på Riksbankens lott att ansvara för att makulera uttjänta sedlar och mynt samt att ansvara för att äkthetskontroll utförs i tillfredsställande omfattning. På sikt är det dock möjligt att makuleringen kan utföras av privata aktörer, dock under kontroll av Riksbanken. Därutöver ska Riksbanken säkerställa att insättning och uttag av kontanter över bankernas konton i Riksbanken kan ske på ett samhällsekonomiskt effektivt sätt. För att förhindra att en ineffektiv logistisk struktur konserveras ska Riksbanken därför inte ansvara för fler lager än de som bedöms nödvändiga av beredskapsskäl. Det finns nämligen en klar fördel med att låta aktörerna på kontantmarknaden bekosta övriga kontantlager, eftersom de då kan väga fördelarna av ytterligare ett lager mot kostnaderna för att hålla detta lager och effekterna på relevanta transportkostnader. Riksbanken kommer efter halvårsskiftet endast att ha två lokalkontor, ett i Tumba utanför Stockholm och ett i Mölndal utanför Göteborg. Vid dessa kontor kommer Riksbanken att tillhandahålla nya kontanter samt ta emot uttjänta kontanter för makulering.⁷⁸

För att undvika onödiga transporter till och från dessa båda kontor, har bankerna fått rätt att öppna kontantdepåer i egen regi. Bankerna kommer att vara ägare till de kontanter som lagras i dessa depåer, vilket innebär att de måste betala ränta till Riksbanken. För denna räntekostnad kommer de dock att erhålla full kompensation. Kostnadsmässigt kan därmed förfarandet likställas med att kontan-

⁷⁸ I ett vidare perspektiv är detta det logiska resultatet av en process som pågått sedan slutet på 1980-talet då antalet lokalkontor uppgick till drygt 20 stycken. Utvecklingen har gått hand i hand med att Riksbanken i övrigt har koncentrerat sin verksamhet till kärnuppgifterna avseende penningpolitiken och främjandet av ett säkert och effektivt betalningsväsende.

terna har lämnats in till Riksbankens kontor. En förutsättning för att Riksbanken ska kunna ge räntekompensation är att banken kan visa att kontanterna i fråga inte är i cirkulation. Riksbanken måste också enkelt kunna kontrollera värdet. Sammantaget innebär detta att en bank endast kan få räntekompensation för uppräknade och äkthetskontrollerade kontanter i depå.

Bankerna får själva bestämma hur många depåer som skall finnas i Sverige, hur mycket kontanter som kan finnas i varje depå samt var de ska lokaliseras.⁷⁹ Det innebär att bankerna inte längre behöver förlita sig på var Riksbankens depåer är lokaliserade eller hur många de är, utan bankerna väljer själva hur många depåer man behöver och var det är mest ekonomisk effektivt att lokalisera dessa med beaktande också av olika riskaspekter. Hittills under 2006 har det bildats två bankägda bolag som kommer att hantera ett antal kontantdepåer.

⁷⁹ Kostnaderna för depåerna, inklusive försäkringstjänster, betalas av bankerna.

■ DEL 2. ARTIKLAR

■ Att mäta kreditrisk med extern information

Riksbanken analyserar löpande bankernas motståndskraft och försöker att testa denna för olika händelser. I denna artikel presenteras en modell som gör det möjligt att på ett mer sammanhållet sätt testa utvecklingen av bankernas kreditrisker – deras största risker – under olika antaganden och händelser. Med hjälp av en allmänt tillgänglig portföljmodell och information från årsredovisningar blir det möjligt att bättre fånga svårgenomsådliga risker såsom diversifieringseffekter och koncentrationer och på så sätt bättre förstå dynamiken i bankernas kreditgivning.

I stabilitetsanalysen bedömer Riksbanken banksystemets motståndskraft mot olika störningar som kan uppstå i ekonomin. Bankernas verksamhet domineras av utlåning, varför kreditrisk är den i särklass största enskilda riskfaktorn i banksystemet. Med en modell för bankernas kreditrisker skulle det vara möjligt att få en mer sammanhållen bild av hur kreditriskerna utvecklas givet olika antaganden och händelseförlopp.

Riksbanken har därför – med en allmänt tillgänglig portföljmodell och information från bankernas årsredovisningar – utarbetat en metod att mäta kreditrisken i de fyra svenska storbankerna. Tanken är att motståndskraften i bankerna återspeglas av den buffert i form av kapital som bankerna håller i förhållande till den uppmätta kreditrisken i deras kreditportföljer. Många banker använder sig av liknande metoder för att beräkna sina kreditrisker. När bankerna gör det använder de information som inte är allmänt tillgänglig. Vi har valt att använda information som alla aktörer har tillgång till. Denna information är emellertid grov och tar inte hänsyn till bankernas förmåga att bedöma risk och driva in fordringar. Skillnader i beräknad kreditrisk mellan bankerna beror därmed endast på vilka exponeringar de har mot olika kategorier av låntagare.

Trots vissa brister och förenklingar blir det med denna metod möjligt att på ett bättre sätt fånga svårgenomsådliga risker såsom diversifieringseffekter och koncentrationer mot låntagare. Det blir också möjligt att ytterligare binda samman analysen av låntagare och banker. Därmed ökar förståelsen för dynamiken i bankernas kreditgivning.

Artikeln inleds med en genomgång av vad en portföljansats är och vilka indata som behövs generellt. Därefter tillämpas en portföljmodell på de fyra svenska storbankerna. I det tredje avsnittet presenteras resultaten för bankernas kreditportföljer för åren 2002–2005. Avslutningsvis visar vi hur metoden kan användas i stabilitetsanalysen genom att stresstesta bankernas kreditportföljer för olika händelser, till exempel att kreditkvaliteten försämras.

Portföljanalys av kreditrisk

En kreditgivare som beviljar lån måste bedöma sannolikheten för att låntagaren inte kan betala tillbaka lånet.⁸⁰ Denna förväntade sannolikhet för betalningsinställelse kan variera över tiden, vilket ger upphov till kreditrisk.

Banker, som har ett stort antal låntagare, måste ta hänsyn till att sannolikheten för betalningsinställelse kan samvariera i någon utsträckning mellan olika låntagare för att kunna bedöma kreditrisken i sina kreditportföljer. En portföljmodell gör det möjligt att beräkna sannolikheten för att kreditförluster av olika storlek kan uppstå i existerande portföljer. I fokus för analysen ligger således risken för negativa utfall. Portföljmodellen tar hänsyn till hur mycket risk en enskild kredit bidrar med i den totala portföljen.

För att kunna beräkna risken i kreditportföljen behövs uppgifter om:

- Portföljens sammansättning

Sammansättningen i portföljen ges av storleken på kreditexponeringarna till olika kategorier av låntagare.

- Sannolikhet för betalningsinställelse

Denna sannolikhet talar om i vilken utsträckning en låntagare i genomsnitt förväntas ställa in sina betalningar.

- Återvinningar

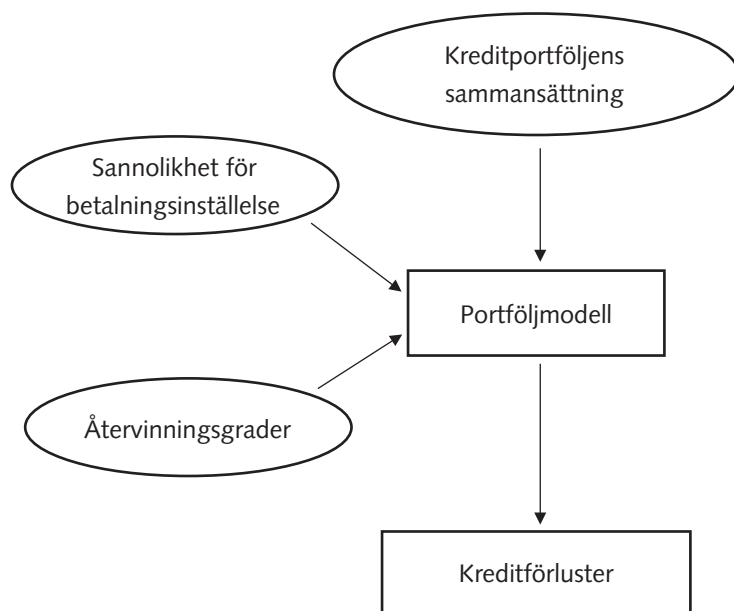
Hur stor bankens kreditförlust blir när en låntagare ställer in sina betalningar (Loss Given Default, LGD) påverkas av hur stor del av den ursprungliga fordran som kan återvinnas vid ett konkursförfarande. När kostnaden förknippad med konkursen är låg och säkerheterna som ligger till grund för krediten kan realiseras till värden som ligger nära den ursprungliga fordran så är återvinningsgraden hög.⁸¹ Det innebär att långivaren får tillbaka en stor del av det belopp som lånats ut. Banker som i regel bara beviljar krediter till låntagare med starka kassaflöden och godtagbara säkerheter har ofta hög återvinningsgrad för sina krediter.

Analysramen kan i grova drag sammanfattas med figur 1.

80 Denna sannolikhet kan erhållas genom antingen en egen bedömning, rating, reducerad eller strukturell modell. Moodys' KMV:s Credit Monitor är exempel på en strukturell modell.

81 Återvinningsgraden anger hur stor andel av det ursprungliga utlånade beloppet som kreditgivaren får tillbaka vid betalningsinställelse.

Figur 1. Att beräkna kreditförluster med en portföljmodell



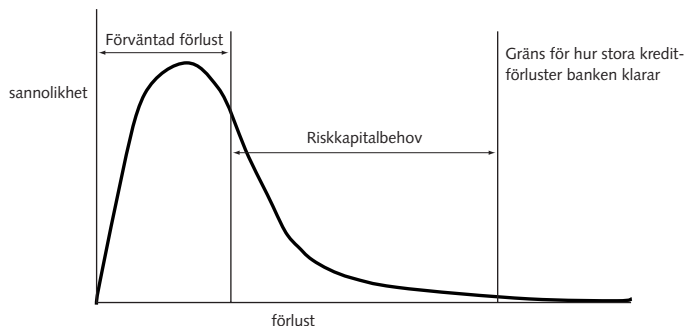
Beräkning av förluster – förväntade och oförväntade

Med denna information kan en kreditportföljmodell användas för att beräkna möjliga kreditförluster i form av en kreditförlustfördelning. Den visar med vilken sannolikhet kreditförluster av olika storlek inträffar – från det att inga kreditförluster inträffar till det att hela kreditportföljen går förlorad.

Denna ansats gör det möjligt att studera bankernas kreditrisker. Vi använder oss av två mått för att kvantifiera de kreditförluster som bankerna kan drabbas av. Det är dels mått på den förväntade förlusten som anger hur mycket banken förväntar sig att förlora i sin aktuella portfölj⁸², dels ett mått på hur stora förluster som kan inträffa utöver den förväntade. I figur 2 återges en kreditförlustfördelning för en rent hypotetisk kreditportfölj.

82 Sannolikhet för betalningsinställelse multiplicerat med exponering vid konkurs (exponering*LGD).

Figur 2. Förlustfördelning för en hypotetisk kreditportfölj



Bankerna kompenserar sig för den förväntade förlusten genom ett riskpåslag på priserna av krediter i den löpande verksamheten. Om den förväntade förlusten ökar i portföljen kan det innebära att bankens kostnader ökar till följd av ökade reserveringar.

För eventuella kreditförluster utöver de förväntade vill bankerna hålla en buffert, låt oss kalla den riskkapitalbehov. Kreditförlustfördelningen gör det möjligt för bankerna att givet en toleransnivå beräkna storleken på detta behov.⁸³ Även den oväntade kreditförlusten – och därmed behovet av riskkapital – påverkar de priser som bankerna sätter på sina krediter. Detta eftersom det innebär en kostnad för bankerna att hålla kapital i form av förräntningskrav från aktieägarna, något som bankerna måste kompensera sig för.

Hur stort bankens behov av kapital för att täcka oväntade förluster är beror på hur kreditförlustfördelningen ser ut. Ju större sannolikheten är för extrema utfall, det vill säga ju fler utfall som finns långt till höger i fördelningen, desto mer ökar behovet av riskkapital.

Om dessutom sannolikheten för betalningsinställelse samvarierar mellan enskilda krediter – låg grad av diversifiering – så blir behovet av riskkapital ännu större. Diversifieringsgraden, och därmed riskkapitalbehovet, påverkas av hur mycket unik respektive gemensam risk som finns i portföljen. Unik risk är den risk som är unik för den enskilda krediten och som kan diversifieras bort med andra krediter i en portfölj. Gemensam risk är däremot risk som påverkar alla tillgångar i portföljen och som inte kan diversifieras bort.

Kreditrisken i en portfölj minskar med ökad diversifiering. Ökad diversifiering kan uppnås genom att öka antalet exponeringar eller andelen unik risk i portföljen. Kreditrisken är låg i en portfölj vars exponeringar är spridda mellan många låntagare och vars risk för betalningsinställelse samvarierar i låg utsträckning. Portföljen sägs då vara väldiversifierad. Det omvända gäller om portföljen består av exponeringar vars risk för betalningsinställelse samvarierar i hög utsträckning. I den utsträckning portföljen dessutom domineras av ett fåtal stora exponeringar uppstår koncentrationer i portföljen. Det ökar den samlade kreditrisken i portföljen ytterligare. För en sådan portfölj

⁸³ Toleransnivån bestämmer bankerna utifrån hur mycket av de möjliga totala kreditförlusterna de uppger att de kan täcka. Att täcka 100 procent är orimligt eftersom det skulle innebära alltför stora kostnader. De kommersiella bankerna beräknar vanligtvis sitt riskkapitalbehov med 99,97 procents toleransnivå. Valet av toleransnivå speglas i den rating banken får. En toleransnivå på 99,97 motsvarar en AA rating.

måste en kreditgivare hålla mer kapital som buffert mot oförutsedda kreditförluster för att behålla sin motståndskraft jämfört med den kreditgivare som har en väldiversifierad portfölj.

Hur stor motståndskraften mot kreditförluster är i en bank beror ytterst på vilket kapital den faktiskt håller i förhållande till det framräknade riskkapitalbehovet. Det är inte nödvändigtvis något dåligt att en bank har en kreditportfölj som uppvisar hög kreditrisk så länge det egna kapitalet är tillräckligt stort. Bankernas uppgift är bland annat att ta på sig risk genom att ge krediter till låntagare.

De totala kreditförluster en bank drabbas av kan således vara mycket större än de förväntade. Om de totala kreditförlusterna skulle överstiga bankens kapital får banken problem. Det är dessa typer av extrema kreditförluster – längst ut i den högra svansen av fördelningen – som är av intresse för Riksbankens stabilitetsanalys. Med portföljmodellen får vi möjligheten att testa om bankerna närmar sig denna gräns eller till och med överskrider den.

Tillämpning av portföljansatsen på svenska banker

Riksbanken har med hjälp av en allmänt tillgänglig portföljmodell, CR+, beräknat kreditrisker i de fyra svenska storbankerna för åren 2002–2005.⁸⁴ Uppgifter om kreditportföljernas sammansättningar hämtas från bankernas årsredovisningar. Alla uppgifter som krävs för en portföljmodell finns emellertid inte tillgängliga där och nedan följer en beskrivning av hur vi har gått tillväga för att kunna tillämpa modellen på de svenska storbankerna.

KREDITPORTFÖLJENS SAMMANSÄTTNING

Bankernas årsredovisningar återger hur utlåningen är fördelad på regioner (länder) och sektorer (hushåll, företag, kreditinstitut och offentlig sektor). För företagssektorn finns även olika företagsbranschredovisade. Samma detaljeringsgrad beträffande utlåningens fördelning över olika låntagarkategorier får även gälla i vår kreditriskanalys.⁸⁵

Nordea är den bank som uppvisar störst geografisk diversifiering, följt av SEB. Handelsbanken och Föreningssparbanken är båda geografiskt koncentrerade till Sverige och har endast mindre verksamheter utomlands.

För vissa av länderna, framförallt utvecklingsländer, finns ingen sektor- och branschuppdelning i årsredovisningarna. Här antas låntagaren ha samma kreditvärdighet som landet i fråga. En mer detaljerad redogörelse av bankernas utlåning för år 2005 återfinns i rutan nedan.

84 Kreditportföljmodellen som tagits fram av den schweiziska investeringsbanken Credit Suisse First Boston (CSFB) finns tillgänglig på deras hemsida <http://www.csfb.com/institutional/research/assets/creditrisk.pdf>. Se även artikeln "A comparative anatomy of credit risk models" av Michael Gordy i *Journal of Banking and Finance* 24 (2000) pp 119-149, för en beskrivning av CR+.

85 Kreditriskanalysen skulle kunna baseras på låntagarnas individuella sannolikhet för betalningsinställelse. I denna analys görs emellertid en schablonindelning av låntagarnas sannolikhet för betalningsinställelse i samtliga fyra storbanker. Låntagarna tilldelas en sannolikhet för betalningsinställelse beroende på vilken låntagarkategori de tillhör. Samma indelning av sannolikhet för betalningsinställelse efter låntagarkategori appliceras på samtliga banker.

Storbankernas utlåning

De svenska storbankernas utlåningsverksamheter skiljer sig åt med avseende på var och till vem man lånar ut. Deras olika verksamheter gör dem känsliga för olika ekonomiska händelser. Bankernas årsredovisningar kan ge en grov uppskattning av hur deras utlåning är fördelad på olika länder och låntagare.

Samtliga av de fyra storbankerna har den största andelen av sin utlåning i Sverige, hur stor denna andel är skiljer sig dock åt mellan bankerna (se diagram R1). SHB och FSB har över tre fjärdedelar av den totala utlåningen i Sverige, medan motsvarande siffra för SEB och Nordea är mindre än hälften.

SEB är geografiskt koncentrerad till Sverige och Tyskland, som tillsammans står för drygt 70 procent av utlåningen. Utlåningen i Nordea däremot är relativt jämt fördelad mellan Sverige, Danmark, Finland och Norge. Utlåningen i dessa länder står för drygt 90 procent av Nordeas totala utlåning. I de baltiska länderna är det främst SEB och FSB som är aktiva med en andel på 7 respektive 9 procent av sin totala utlåning.⁸⁶ Samtliga fyra storbanker har endast en marginell del av sin utlåning till kunder i tillväxtmarknader.

När man ser till olika kundkategorier har alla de fyra svenska storbankerna en relativt stor del av sin utlåning till hushållssektorn, mellan 30 och 40 procent (se diagram R2). Handelsbanken har störst andel utlåning till fastighetsföretag, drygt 30 procent. Nordea har betydande utlåning till övriga företagssektorn, över 30 procent. Utlåning till offentlig förvaltning är en marginell del av bankernas utlåningsverksamhet fränsett för SEB där denna del uppgår till drygt 15 procent av den totala utlåningen i banken.

Företagssektorn (exklusive fastighetsförvaltning) är uppdelad på olika branscher i bankernas årsredovisningar (se diagram R3). För flera av storbankerna är tillverkningsindustrin den enskilt största låntagarkategorin bland företagen. SEB lånar även ut en förhållandevis stor andel till övriga serviceföretag och SHB till handel- och tjänstebranschen. Nordea har en relativt jämn

Diagram R1. Utlåning, geografiskt fördelad
Procent

■ SEB
■ Nordea
■ Föreningssparbanken
■ Handelsbanken

Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken

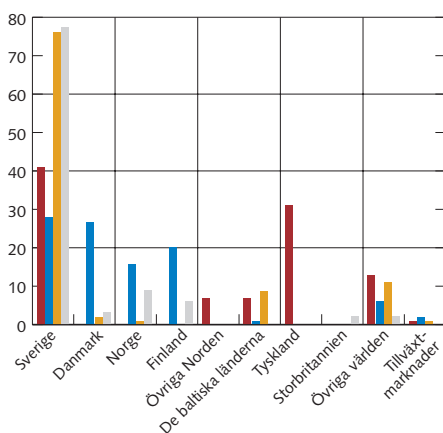
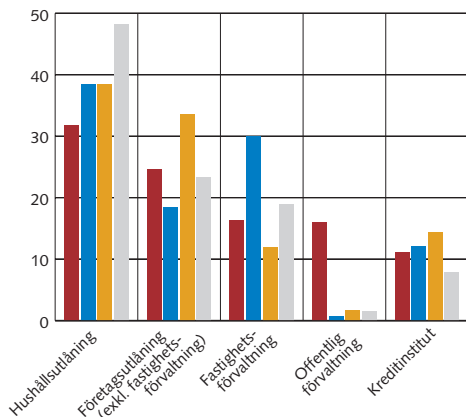


Diagram R2. Utlåning, sektorfördelad
Procent

■ SEB
■ Handelsbanken
■ Nordea
■ Föreningssparbanken

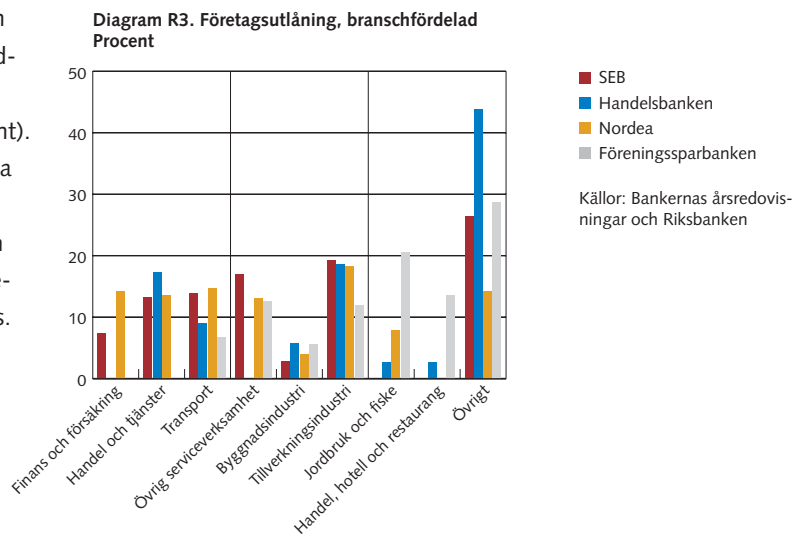
Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken



86 Siffran för SEB inkluderar även verksamhet i Ukraina och Ryssland. Storbankernas utlåning i de baltiska länderna finns utförligare beskrivet i Finansiell stabilitet 2005:2 (ruta).

spridning över olika företagsbranscher, medan FSB enskilt största företagsutlåning går till jordbruksföretag. SHB redovisar en stor del av sin företagsutlåning som övrigt (nästan 45 procent).

Sammanfattningsvis kan sägas att Nordea är den bank som uppvisar störst geografisk spridning av sin utlåning följt av SEB. SHB och FSB är båda geografiskt koncentrerade till Sverige och har endast mindre andelar utomlands.



SANNOLIKHET FÖR BETALNINGINSTÄLLELSE

För företag finns förhållandevis god information om konkurs sannolikheter. Vi har här valt att använda tillgängliga boksluts- och aktiedata för att beräkna sannolikheterna för betalningsinställelse för denna låntagargrupp.⁸⁷ I denna modell ingår emellertid endast data för börsnoterade företag som därmed fått ligga till grund för konkursmått för såväl noterade som onoterade företag.⁸⁸

För hushållen finns inte motsvarande information om kreditrisk. Inte heller för den offentliga sektorn. Mått på sannolikheter för betalningsinställelse för dessa låntagargrupper får helt enkelt grundas på antaganden baserade på branschens praxis. För att fånga sannolikheten för betalningsinställelse förknippad med exponeringar mot länder används information från ratingföretag.

ÅTERVINNING

Det finns inte någon allmänt tillgänglig, heltäckande statistik över återvinningsgrader i svenska eller andra europeiska bankers kreditgivning. Vi baserar därför antagandena om återvinningsgraderna för företagsexponeringar på amerikanska data över branschspecifika återvinningsgrader från obligationsmarknaden. Studierna visar att förlustnivån för de observerade företagen i genomsnitt ligger runt 50 procent.⁸⁹

För bostadsinstitutens utlåning har en återvinningsgrad på 90 procent antagits. Den höga återvinningsgraden motiveras av de underliggande säkerheterna för dessa krediter. Här har diskussioner med branschföreträdare fått ligga till grund för egna antaganden.⁹⁰

Återvinningsgrader förknippade med exponeringar mot länder, främst utvecklingsländer, har antagits vara förhållandevis låga, 30 procent. Detta grundas dels på osäkerhet beträffande den underliggande säkerheten samt den ekonomiska utvecklingen i landet som helhet.

KREDITKVALITET

Utöver dessa grunddata i modellen har vi delat in exponeringarna i olika kreditkvaliteter. Med denna uppdelning betraktas inte hela exponeringen som en enda kredit. Alla låntagare som tillhör en bransch eller sektor antas därför inte falla samtidigt. På så sätt uppnås en grov spegling av verkliga förhållanden. De svenska banker som har interna system för att klassificera sina krediter har många kreditklasser

87 Förväntade konkurs sannolikheter på ett år sikt erhålls med hjälp av Moody's-KMV (månadsdata med 5 års historik) En beskrivning av Moody's-KMV:s Mertonbaserade konkurs sannolikhetsmått återfinns i "Modelling Default Risk", december 2003, Moody's-KMV. Se även Persson och Blåvarg "The use of market indicators in financial stability analysis" Penning- och valutapolitik 2003:2.

88 Bakom detta förfarande ligger resonemanget att börsnoterade företag återspeglar kreditrisken förknippad med den bransch de är verksamma i och att problem i stora börsnoterade företag spiller över på underleverantörer och mindre företag. Därför får branschvisa konkurs sannolikheter baserade på information från börsnoterade företag fungera som proxy för såväl noterade som onoterade företag i samma bransch.

89 Altman, Edward L., and Vellore M. Kishore, "Almost Everything You Wanted to Know about Recoveries on Defaulted Bonds" *Financial Analysts Journal*, (Nov/Dec-1996).

90 En återvinningsgrad på 90 procent är också den högsta som tilläts enligt Basel II.

för exponeringarna i sina portföljer. Grovt skulle de emellertid kunna delas in i tre klasser, varför vi har valt att dela in de exponeringar som finns i årsredovisningarna i endast så många kategorier⁹¹:

- 10 procent med kvalitet under genomsnittet
- 10 procent med kvalitet över genomsnittet
- 80 procent med genomsnittlig kreditkvalitet

För en stiliserad bank med verksamhet i Sverige, Norge och Kina skulle indata till kreditportföljmodellen kunna se ut som i tabell 1 nedan.

Tabell 1. Data i den tillämpade portföljmodellen

Land	Namn	Exponering	LGD	Exponering *LGD	Genomsn. sannolikhet för betalnings- inställelse	Standard- avvikelse	Förväntad förlust
Sverige bank	Hushåll, <i>kvalitet1</i>	100	20%	20,0	0,05%	0,05%	0,01
	Hushåll, <i>kvalitet2</i>	800	20%	160,0	0,10%	0,10%	0,16
	Hushåll, <i>kvalitet3</i>	100	20%	20,0	0,20%	0,20%	0,04
	Tillverkning, <i>kvalitet1</i>	100	40%	40,0	0,13%	0,05%	0,05
	Tillverkning, <i>kvalitet2</i>	800	40%	320,0	0,39%	0,20%	1,26
	Tillverkning, <i>kvalitet3</i>	100	40%	40,0	1,18%	0,65%	0,47
Sverige boinstitut	Hushåll, <i>kvalitet1</i>	100	10%	10,0	0,05%	0,05%	0,01
	Hushåll, <i>kvalitet2</i>	800	10%	80,0	0,10%	0,10%	0,08
	Hushåll, <i>kvalitet3</i>	100	10%	10,0	0,20%	0,20%	0,02
	Tillverkning, <i>kvalitet1</i>	100	10%	10,0	0,13%	0,05%	0,01
	Tillverkning, <i>kvalitet2</i>	800	10%	80,0	0,39%	0,20%	0,32
	Tillverkning, <i>kvalitet3</i>	100	10%	10,0	1,18%	0,65%	0,12
Norge	Hushåll, <i>kvalitet1</i>	60	30%	18,0	0,05%	0,05%	0,01
	Hushåll, <i>kvalitet2</i>	480	30%	144,0	0,10%	0,10%	0,14
	Hushåll, <i>kvalitet3</i>	60	30%	18,0	0,20%	0,20%	0,04
	Tillverkning, <i>kvalitet1</i>	60	50%	30,0	0,28%	0,20%	0,08
	Tillverkning, <i>kvalitet2</i>	480	50%	240,0	1,35%	1,09%	3,25
	Tillverkning, <i>kvalitet3</i>	60	50%	30,0	4,78%	4,46%	1,44
Kina	Land	20	60%	12,0	0,05%	0,10%	0,01

För varje land ger årsredovisningen exponeringar fördelade på olika sektorer/branscher. Enligt ansatsen ovan delas dessa exponeringar sedan upp i tre olika kreditkvaliteter. Varje kreditkvalitet har således en egen uppsättning indata; i kolumn 3 redovisas den exponering till respektive låntagarkategori som ges av årsredovisningen. I den fjärde kolumnen återfinns den andel av den utestående krediten som förväntas gå förlorad vid en betalningsinställelse, här kallad LGD. Storleken på denna LGD varierar över olika sektorer/branscher, men är densamma för olika kreditkvaliteter inom samma sektor/bransch. För varje kreditklass i respektive låntagarkategori redovisas i de två följande kolumnerna en genomsnittlig sannolikhet för betalningsinställelse

91 Detta antagande baseras på två svenska bankers interna system för att klassificera krediter; Jacobsson, Lindé och Koszbach, Riksbankens Working Paper series no 155 "Internal Rating Systems, Implied Credit Risk and the Consistency of Banks' Risk Classification Policies".

respektive dess standardavvikelse.⁹² För att få den förväntade förlusten, EL, multipliceras exponeringen med LGD och sannolikheten för betalningsinställelse. Summan av alla exponeringars förväntade förluster utgör portföljens förväntade förlust. Med denna indelning kommer det att finnas mellan 300 och 350 exponeringar i bankernas portföljer.

SAMVARIATIONENS BETYDELSE FÖR RISKKAPITALBEHOVET

I CR+ fångas kreditrisken av variationen runt den förväntade sannolikheten för betalningsinställelse för varje enskild exponering. Denna variation kan dels bestå av variation som är unik för den enskilda exponeringen, dels av variation som är gemensam för samtliga exponeringar.

I kreditportföljen i tabell 1 finns det två extremfall beträffande vad som styr risken i portföljen. I det ena extremfallet antas att all variation runt sannolikheten för betalningsinställelse för varje enskild exponering enbart påverkas av en gemensam riskfaktor. Med detta antagande fångar man all typ av koncentrationsrisk som kan finnas i en portfölj i och med att utfallen för varje enskild exponering då samvarierar fullständigt. I detta extremfall kan riskkapitalbehovet i portföljen erhållas genom att addera ihop riskkapitalbehovet för de enskilda exponeringarna.

I det andra extremfallet beror all variation i betalningsinställelserna på unika faktorer förknippade med varje individuell exponering. I detta extremfall kommer behovet av riskkapital vara lägre än i det tidigare extremfallet ovan. Det lägre riskkapitalbehovet uppkommer eftersom varje oberoende kredit medför en diversifieringseffekt i den totala portföljen.

Eftersom vi vill kunna fånga såväl koncentrationer som diversifieringseffekter i bankernas portföljer måste vi skilja på vilken del av variationen i betalningsinställelse som kommer från en kredits unika karaktäristika och vad som kan tillskrivas variationen som är gemensam för alla krediter i portföljen.

Denna uppdelning har gjorts genom att skatta hur stor del av variationen i en exponerings sannolikhet för betalningsinställelse som samvarierar med sannolikheten för betalningsinställelse för alla exponeringar.⁹³ En av finesserna med det valda angreppssättet är att det enkelt går att ändra denna uppdelning för att testa motståndskraften i bankerna.

92 Från Moodys KMV erhålls branschvisa sannolikheter för betalningsinställelse per land. För att ta hänsyn till de olika kreditkvaliteterna tar vi fram dem för tre olika riskklasser, de 25 procent sämsta, medianen respektive de 25 procent bästa krediterna för varje bransch. Standardavvikelsen skattas på basis av 5 års historik på månadsdata över sannolikheter för betalningsinställelse.

93 Det hade varit önskvärt att använda information om varje företag i portföljen. Vi är dock hänvisade att använda information över noterade företag som därför fått tjäna som proxy för samtliga företag. "Alla exponeringar" får således representeras av alla noterade företag som ingår i KMVs databas.

Några resultat från modellen

I diagram 1 visas bankernas förväntade förlust som andel av kreditportföljerna. SHB och FSB har de lägsta utfallen. Detta beror sannolikt på deras stora bostadsinstitut. Utlåningen via dessa institut är förknippad med låg risk, eftersom merparten av krediterna är bostadskrediter med goda säkerheter för lånen. Sannolikhet för betalningsinställelse är därmed låg och återvinningen hög, vilket ger lägre förväntade förluster. Samtliga banker utom SEB visar minskade förväntade förluster under perioden 2002–2005, vilket tyder på minskade kreditförluster i portföljerna. Det är också den utveckling vi kan se i bankerna under denna period.

Orsaken till att SEB:s förväntade förlust är hög de två senaste åren är att deras stora exponeringar på den tyska marknaden, särskilt mot fastighetsföretag, uppvisar en ökad förväntad sannolikhet för betalningsinställelse.⁹⁴

Utfallen för storbankernas riskkapitalbehov visar en förhållandevis stor spridning mellan bankerna, vilket framgår i diagram 2.⁹⁵ Nivåerna har dock närmats sig varandra de två senaste åren och riskkapitalbehovet minskar för samtliga banker utom FSB. Att FSB:s riskkapitalbehov ökade under 2004 beror i huvudsak på att de förvärvade Hansabank. Expansionen i de baltiska länderna leder till två motverkande effekter på riskkapitalbehovet. Å ena sidan är utlåning till denna region förknippad med högre risk än kreditgivningen i FSB:s övriga portfölj, vilket leder till ökat riskkapitalbehov. Å andra sidan leder expansionen i de baltiska länderna till ökad geografisk diversifiering, vilket påverkar riskkapitalbehovet i motsatt riktning.

Resultaten visar att utfallen för förväntade kreditförluster och riskkapitalbehov inte nödvändigtvis följs åt i bankerna. Därför bör man beakta båda dessa mått för att få en heltäckande bedömning av bankernas kreditrisk.

I diagram 3 har bankernas förväntade förlust respektive riskkapitalbehov placerats ut i förhållande till varandra. Ju längre till höger i diagrammet banken befinner sig desto större andel av portföljen är förväntad förlust och ju högre upp banken befinner sig i diagrammet desto större är andelen riskkapitalbehov.

Nordea har enligt beräkningarna förhållandevis hög förväntad kreditförlust, men lågt riskkapitalbehov. Att riskkapitalbehovet är lågt beror sannolikt på att Nordea har bred geografisk spridning på sina exponeringar – portföljen är därmed mer diversifierad och risken för extrema utfall minskar.

Den höga förväntade förlusten beror troligen på att Nordea har en stor del av sin bostadsutlåning utanför Sverige. I modellen antas all utlåning till utlandet ske via bank, oavsett om det är bostads- eller annan kredit. Då återvinningen antas vara lägre i bank för det med sig att återvinningen för bostadsutlåning i utlandet blir lägre.

Diagram 1. Förväntad förlust som andel av bankens kreditportfölj
Procent

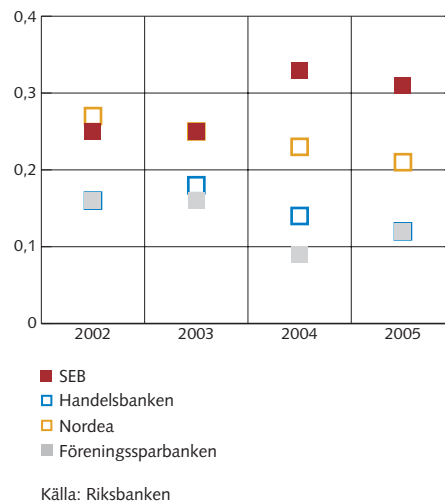


Diagram 2. Riskkapitalbehov som andel av bankens kreditportfölj
Procent

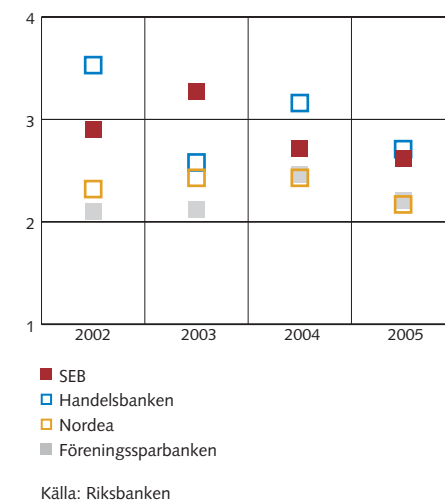
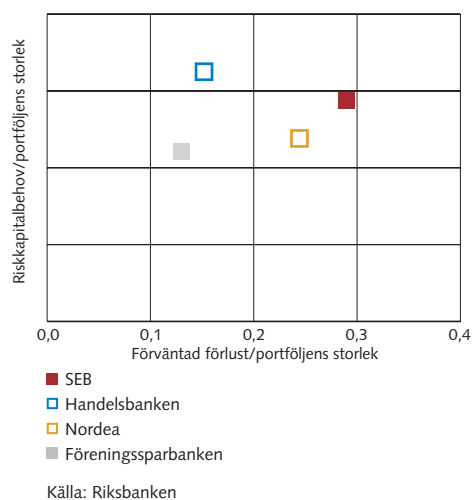


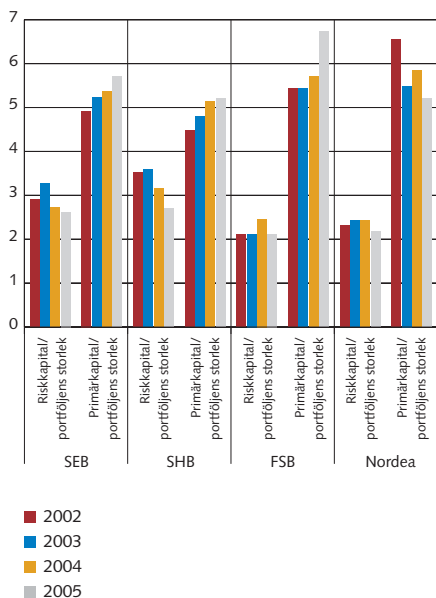
Diagram 3. Förväntad förlust och riskkapitalbehov som andel av bankens kreditportfölj
Procent



94 Enligt Moody's- KMV:s beräkning av förväntad konkurssannolikhet.

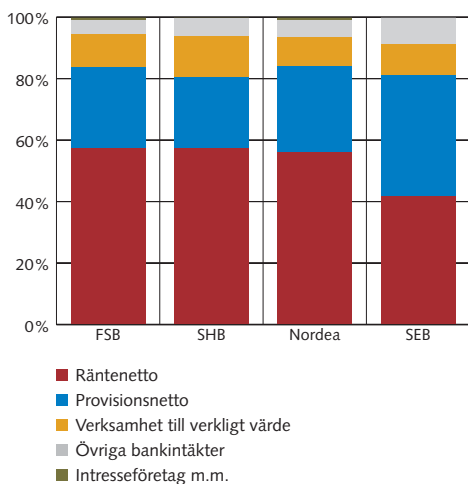
95 I CR+ har det ekonomiska kapitalet beräknats på 99,9 procentsnivån medan bankerna själva brukar beräkna ekonomiskt kapital på 99,97 procentsnivån.

Diagram 4. Riskkapital och primärkapital i bankerna
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram 5. Intäktsfördelning i de fyra storbankerna
Procent



Anm. Övriga bankintäkter: inklusive erhållna utdelningar.

Intresseföretag m.m.: inklusive försäkringsresultat.

Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken

I den andra extremen återfinns SHB som uppvisar låg andel förväntad förlust och hög andel riskkapitalbehov. Anledningen till det är framförallt grov branschindelning av SHB:s företagsutlåning som ökar koncentrationsnivån i portföljen, vilket leder till ett högt beräknat riskkapitalbehov.

Det är inte självklart att alla banker ska hålla samma typ av väldiversifierade kreditportföljer. Bankernas affärsstrategier avgör vilken riskprofil de har på sina kreditportföljer. Det viktiga är dock att bankerna kompenserar sig för den risk de tar på sig och att de håller en tillräcklig buffert av kapital mot kreditförluster. För att kreditmarknaden ska fungera väl är det högst troligt att det måste finnas flera typer av kreditgivare för att tillgodose olika typer av låntagare.

I diagram 4 jämförs bankernas riskkapitalbehov med det primärkapital som bankerna faktiskt håller.⁹⁶ Jämförelsen visar att bankerna håller ett betydligt högre primärkapital än det kapital som bankerna måste hålla för att täcka enbart kreditrisk enligt våra beräkningar. Bufferten mot kreditförluster är således betydligt större än vad riskkapitalbehovet indikerar.

Riskerna i kreditportföljen är den största riskfaktorn som bankerna tar hänsyn till när de bestämmer nivån på primärkapitalet. Förutom kreditrisk ska primärkapitalet också täcka andra risker som marknadsrisker och operativa risker. Storleken på bufferten mot kreditförluster är således även beroende av vikten av bankens övriga verksamheter. Ju större del av intjäningen i en bank som kommer från räntenettet desto närmare borde det framräknade kapitalet för kreditrisk vara primärkapitalet.⁹⁷ SEB:s intjäning från räntenettet är mindre än i de övriga storbankerna (se diagram 5). Det kapital vi räknat fram för kreditrisk för SEB borde därmed utgöra en mindre del av deras primärkapital jämfört med de övriga tre.

Givetvis finns det fler faktorer som spelar in när bankerna väljer nivå på primärkapitalet. En viktig inverkan är att ratingbolagens bedömningar av vilket kreditbetyg en bank ska få till stor del baseras på primärkapitalnivån. Kreditbetyget påverkar i sin tur bankernas kostnad för finansiering.

Stresstester och känslighetsanalyser

Den metod vi här presenterat gör det möjligt att utifrån allmänt tillgängliga data mäta kreditriskerna i bankerna och därmed deras motståndskraft mot olika händelser i ekonomin. Vi kan konstatera att enligt förväntan medför ett stort bostadsinstitut lägre förväntade förluster och diversifiering (geografisk, sektor- eller branschvis) reducerar behovet av riskkapital i modellen. Den verkliga fördelen med metoden är emellertid möjligheten att kunna förändra de data vi stoppar in i modellen och studera hur bankerna påverkas av olika scenarier.

96 Här är riskkapitalet och primärkapitalet dividerade med utlåningsportföljen.

97 Mer om bankernas intjäning finns i rutan "Fördjupning räntenetto och kostnader".

Ingående variabler kan ändras för att se vad detta skulle innebära i termer av ökande (eller minskande) förväntade kreditförluster eller riskkapitalbehov. Ett annat alternativ kan vara att söka den uppsättning variabler i indata som ger vissa tröskelnivåer för bankerna, till exempel att förändra portföljen och se när bankens kapitalbuffert är förbrukad.

Nedan presenteras två scenarier, där vi laborerat med ingående variabler:

I **scenariot 1** antas *kreditkvaliteten försämrats med 5 procentenheter* så att den bästa kreditklassen nu endast innehåller 5 procent av krediterna, medan den sämsta innehåller 15 procent. Det är fortfarande 80 procent av krediterna som håller genomsnittlig klass.

Resultatet visar att denna kvalitetsförsämring skulle innebära att den förväntade förlusten i bankernas genomsnittsportfölj ökar med 27 procent. Detta skulle kunna tolkas som att bankerna får öka reserveringarna lika mycket. Samtidigt skulle bankernas riskkapitalbehov öka med i genomsnitt 9 procent. Det extra kapitalbehovet finns eventuellt redan i banken. Då minskar emellertid bufferten mot ytterligare negativa utfall och därmed minskar motståndskraften i banken mot externa chocker.

I **scenariot 2** antas *förlusten givet konkurs öka med 10 procentenheter* över hela portföljen.⁹⁸ Resultatet visar att en sådan försämring i återvinningsgraderna skulle öka såväl förväntad förlust som riskkapitalbehov med ungefär samma procenttal som i scenariot 1.

Tabell 2 Resultat känslighetsanalys

	Δ Riskkapitalbehov	Δ Förväntad förlust
Scenariot 1	9%	27%
Scenariot 2	15%	26%

Anm. Förändring i genomsnitt för de fyra storbankerna 2002–2005.

Avslutande kommentarer

I denna artikel har vi presenterat en metod för att försöka mäta och bedöma motståndskraften hos banksystemet. Vi utgår från de fyra storbankernas årsredovisningar för att få en grov uppfattning av deras kreditportföljer. För att få en bild av kreditrisken behövs en portföljmodell. En sådan analys kräver information om hur mycket av en kredit som banken återvinner och sannolikheter för att de olika låntagarna ska ställa in sina betalningar. Information över återvinningar baseras främst på amerikanska data. Sannolikheter för betalningsinställelse hämtas från boksluts- och aktiedata och där det inte finns att tillgå baseras de på branschens praxis. Genom att sedan använda denna information i kombination med en allmänt tillgänglig kreditriskmodell får vi en uppfattning om kreditrisken i en specifik

⁹⁸ Detta kan exempelvis ske genom förändringar i förmånsrätten, vilka innebär lägre förväntade återvinningar.

utlåningsportfölj. Eftersom vi inte gör några antaganden om enskilda bankers förmåga att bedöma krediter med mera, så beror skillnaderna mellan bankerna endast på vem de lånar ut till.

Metoden möjliggör stresstester och scenarioanalyser av olika slag. Samtliga av de ingående variablerna kan ändras för att se hur det skulle påverka bankernas kreditförluster och behov av kapital. En möjlighet är att testa en isolerad händelse – en försämring i en specifik bransch eller ett specifikt land – för att se hur det slår på de olika bankerna. Mer övergripande makrosценарier såsom en konjunkturredgång med en generell försämring för samtliga låntagare kan också anpassas till indata och testas.

I arbetet med denna metod har vi uppmärksammat att det finns skillnader mellan bankerna rörande den externa information som de rapporterar. Med små åtgärder från bankernas sida skulle förutsättningarna att bedöma kreditrisken i banksystemet kunna förbättras väsentligt.

Dessa åtgärder rör i huvudsak två områden. Det första är bankernas indelning av företagskrediter i branscher. Denna branschindelning bör rimligtvis följa samma standard i de olika bankerna, vilket inte är fallet idag. Det andra området rör uppdelning av de utestående krediterna på olika kreditkvaliteter. En uppdelning i kreditkvaliteter/kreditklasser skulle på ett enkelt sätt ge externa bedömare information om hur risken för betalningsinställelser fördelar sig över kreditportföljen. I det nya kapitaltäckningsdirektivet som ska implementeras i svensk lagstiftning från och med januari 2007 så kommer det ställas krav på att bankerna delger externa aktörer denna typ av information.

■ Hedgefonder och det finansiella systemet

Under senare år har hedgefonder fått en allt större betydelse. Med sin verksamhet fyller de flera värdefulla funktioner på de finansiella marknaderna – ökar genomlysningen, förbättrar prissättningen och skapar likviditet. Samtidigt pågår en debatt om tänkbara risker för stabiliteten i det finansiella systemet till följd av fondernas egen verksamhet eller i deras roll som viktiga motparter till andra aktörer. I denna artikel beskrivs utvecklingen av hedgefonder såväl internationellt som i Sverige och deras tänkbara betydelse för det finansiella systemet. Diskussionen kring regleringar av fonderna återges också. Riksbanken anser att det inte bör införas någon särskild reglering för hedgefonderna givet att deras motparter – framförallt de systemviktiga instituten – kan hantera sina risker.

Intresset för hedgefonder ökar snabbt såväl i Sverige som internationellt. Under de senaste åren har hedgefonderna blivit tillgängliga för en allt bredare grupp av investerare och kapitalflödet till dem har ökat dramatiskt. Idag förvaltar hedgefonder världen över mellan 1 000–1500 miljarder US dollar, fördelat på över 8000 fonder. Utvecklingen aktualiserar frågan om hedgefondernas betydelse för det finansiella systemet.

Utifrån ett stabilitetsperspektiv är hedgefonder intressanta, dels genom sin egen verksamhet, dels som viktiga motparter till stora och systemviktiga finansiella institut. Det finns en risk att ökad konkurrens bland hedgefonder leder till högre skuldsättning och aggressivare investeringsstrategier i framtiden för att upprätthålla den höga avkastningen. Hedgefondernas potentiella påverkan på det finansiella systemet illustrerades av händelseutvecklingen kring hedgefonden Long-Term Capital Management (LTCM) hösten 1998. När ett fallissemang hotade i LTCM ansåg Federal Reserve att risken för systemkritiska följder var så stor att man såg sig nödgad att vidta åtgärder.

Ett syfte med denna artikel är att karakterisera hedgefonderna och beskriva hur branschen har utvecklats, internationellt och i Sverige. Ett annat syfte är att klargöra effekterna av hedgefondernas verksamhet för det finansiella systemet och sammanfatta debatten kring regleringen av hedgefonder.

Vad är en hedgefond?

Föregångaren till det som idag kallas hedgefonder startades i USA av Alfred Winslow Jones 1949. Jones köpte aktier han tyckte var undervärderade och sålde lånade (gick kort i) aktier han tyckte var övervärderade.⁹⁹ Jones menade att priset på undervärderade aktier borde stiga relativt mer på en stigande marknad, och priset på övervärderade aktier sjunka relativt mer på en fallande marknad, och därmed skulle fonden tjäna pengar på såväl en fallande som en stigande marknad. Eftersom netto-positionen i aktier som helhet var liten var portföljen säkrad, "hedgad", mot övergripande (systematisk) marknadsrisk. Den låga risken i portföljen

⁹⁹ Edwards, Franklin R (1999) Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management The Journal of Economic Perspectives, Vol 13 No 2.

öppnade också för möjligheten att belåna den, vilket höjde avkastningen. Dessutom införde Jones en prestationsbaserad avgift på 20 procent på avkastningen till förvaltaren, men tog ingen fast avgift. Därmed skulle förvaltarens incitament i möjligaste mån överrensstämma med placerarnas.

Den grundläggande tanken med hedgefonder var alltså att ta positioner baserade på prisförhållanden värdepapper emellan, samtidigt som marknadsrisken eliminerades eller begränsades. Idag är emellertid hedgefonder en mycket heterogen grupp av fonder som, i vissa fall, har några gemensamma karakteristika. Begreppet hedgefond är dessutom missvisande eftersom många av dessa fonder inte alls hedgar sig utan tar stora nettopositioner.

Till skillnad från traditionella fonder, där avkastningsmålet sätts relativt ett jämförelseindex, väljer hedgefonder oftast ett absolut avkastningsmål. Tillsammans med de prestationsbaserade avgifterna ger detta förvaltarna i hedgefonder ett tydligt incitament att eftersträva hög avkastning. Det är också vanligt att förvaltarna själva investerar i hedgefonden, i Long Term Capital Management hade ledningen investerat närmare 10 procent av det totala kapitalet när fonden startades (se rutan "Krisen i LTCM").

Till skillnad från Jones ursprungliga fond tar de flesta hedgefonder idag också ut en förvaltningsavgift, vanligtvis mellan en och två procent av det förvaltade kapitalet. LTCM tog till exempel en förvaltningsavgift på två procent och en prestationsbaserad avgift på hela 25 procent.¹⁰⁰ Investeringar i hedgefonder är ofta inlåsta under en längre tidsperiod. Hur länge kapitalet är inlåst avgör till viss del hur illikvida positioner fonden kan ta: en längre inlåsningsperiod innebär att man kan investera i mindre likvida tillgångar.

Hedgefonder lyder under ett friare regelverk än vanliga investeringsfonder. Investeringsfonder är reglerade inom EU genom det så kallade UCITS-direktivet och står under tillsyn av en myndighet. För investeringsfonder är det till exempel reglerat vilka tillgångar en fond får investera i, vilken information som skall ges till investerarna och hur riskerna sprids.¹⁰¹

I Sverige klassificeras hedgefonder av Finansinspektionen som specialfonder (tillsammans med till exempel indexfonder). Gränserna för vilka undantag en specialfond kan få från UCITS-direktivet är inte närmare preciserat (såsom i antal innehav eller i procentuella begränsningar), utan avgörs från fall till fall av Finansinspektionen. Huvudregeln är dock att fondens medel, precis som i fallet med värdepappersfonder, ska placeras med iakttagande av principen om riskspridning. Specialfonder ska även lämna en redogörelse till sina kunder och Finansinspektionen för vilken risknivå de eftersträvar.¹⁰²

100 Se Edwards (1999)

101 Se "Hedge Funds Regulation in Europe – A comparative study", European fund and asset management association, November 2005 och "The regulation and distribution of hedge funds in Europe – Changes and challenges", Pricewaterhousecoopers, Juni 2005.

102 "Handbok om investeringsfonder m.m.", Finansinspektionen, Maj 2005.

De vanligaste undantagen svenskregistrerade hedgefonder ansöker om hos Finansinspektionen är:

- Högre skuldsättning och möjlighet att gå kort
- Större exponeringar i derivatinstrument, mer än 100 procent av fondförmögenheten
- Större exponeringar mot enskilda emittenter

Ett vanligt förekommande krav på hedgefonder i olika länder är att investeringar i dem måste överskrida en viss miniminivå. Syftet med ett sådant krav är att begränsa hedgefondernas investerarkrets till förmögna och, troligtvis, mer välinformerade individer och därmed skydda "vanliga" konsumenter. Exempelvis är denna nivå i Italien 500 000 euro, i Irland 250 000 euro, i Spanien 50 000 euro, medan man i Sverige inte har något minimikrav.

INVESTERINGSSTRATEGIER I HEDGEFONDER

Hedgefonder beskriver sig ofta själva i termer av de övergripande investeringsstrategier de använder. En grov kategorisering skiljer på tre övergripande strategier: marknadsneutral, "händelsedrivna" (event-driven) och "trend" (directional). (En mer detaljerad översikt av investeringsstrategier återfinns i rutan nedan.)

Marknadsneutrala strategier syftar till att handla på prisförhållanden mellan relaterade värdepapper samtidigt som de söker vara immuna mot övergripande marknadsrisk. Volatiliteten i dessa fonder är vanligtvis mycket låg, men en hög skuldsättning krävs för att uppnå önskad avkastning eftersom prisdiskrepanserna de utnyttjar oftast är mycket små. Här ingår strategier som "Equity Market Neutral" och "Fixed-Income Arbitrage".

Trendstrategier identifierar makroekonomiska trender och händelser och försöker förutsäga kommande marknadsrörelser. Volatiliteten i denna grupp av fonder är vanligtvis hög, samtidigt som man är högt belånad. Här ingår till exempel strategierna "Global Macro" och "Managed Futures".

Händelsedrivna strategier syftar till att identifiera värdepapper vars pris kan komma att påverkas av specifika affärshändelser såsom förvärv, samgåenden och konkurser. Inför ett företagsförvärv kan strategin exempelvis gå ut på att köpa aktier i företaget som köps upp och sälja aktier i företaget som förvärvar. Dessa fonder har i regel medelhög volatilitet och låg till medelhög skuldsättning.

Investeringsstrategin ger en beskrivning av vilka investeringar hedgefonden vanligen tar och på vilka marknader man är aktiv. Olika kommersiella databaser och index har något olika uppdelningar. Nedan följer investeringsstrategierna som de kategoriseras av Credit Suisse och Tremont Hedge Fund, vilka är de till marknadsvärdet största indexen.

Ett stort antal fonder innefattas i kategorierna Event-Driven, som utgjorde drygt 20 procent av CSFB/Tremont Index vid utgången av 2005, och Long-Short Equity som utgjorde knappt 30 procent. Man bör dock notera att en uppdelning baserad på investeringsstrategier endast ger en grov bild av de strategier som förekommer och det är inte säkert att enskilda hedgefonder helt passar in i någon kategori. Det är dessutom vanligt att hedgefonder byter strategi över tiden.

Convertible Arbitrage: Investerar i konvertibla värdepapper samtidigt som man säkrar sig mot marknadsrisk och försöker vara marknadsneutral.

Dedicated Short Bias: Avser att hålla en kort nettoposition och investerar huvudsakligen i aktier.

Emerging Markets: Investerar i alla tillgångsslag som emitteras eller handlas i en tillväxtekonomi. Inom denna strategi kan en fond ha fokus på arbitrage, kreditrisk eller vara händelsedrivna.

Equity Market-Neutral: Handlar på prisrelationer mellan olika tillgångar och tar ofta långa och korta positioner i samma typ av tillgångar. Fonder med denna strategi försöker vara neutrala mot prisförändringar på marknaden. Strategin involverar ofta belåning för att ge högre avkastning.

Event-Driven: Handlar på affärshändelser i företag och på att dessa ännu inte är fullt inprisade i marknaden, till exempel samgåenden och konkurser.

Fixed-Income Arbitrage: Handlar på pris-skillnader mellan olika räntepapper, som till exempel ränteswappar och statsobligationer, ofta globalt och med målet att generera stabil avkastning och låg volatilitet.

Global Macro: Var tidigare den vanligaste av alla strategier, men har sedan mitten av 1990-talet minskat i betydelse. Strategin involverar både långa och korta positioner i något av tillgångsslagen där positionen reflekterar förvaltarens syn på makroekonomiska skeenden och trender. Fonder med denna investeringsstrategi investerar vanligen i likvida tillgångar för att vara flexibla.

Long-Short Equity: Investerar kort såväl som långt i aktier utan att nödvändigtvis vara marknadsneutral. Aktieinriktningen kan skifta, positionerna kan vara aktier i lågt eller högt värderade företag, stora eller små företag.

Managed Futures: Investerar i terminer på obligationer, valutor, aktier samt råvaror. De vanligaste handelstrategierna är trendbaserade.

Multi Strategy: Använder flera av ovanstående strategier och försöker hela tiden utnyttja den strategi som kommer att ge högst riskjusterad avkastning.

Utöver dessa strategier finns fonder som investerar i hedgefonder, så kallade *Funds of Hedge Funds*.¹⁰³

103 CSFB/Tremont (www.hedgeindex.com), och ECB (2005) *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*, Occasional Paper No. 34, August 2005.

Hedgefonder internationellt och i Sverige

Som framgick inledningsvis har kapitalinflödet till hedgefonder varit betydande de senaste åren: sedan 1998 har det internationellt förvaltade kapitalet vuxit med i genomsnitt 28 procent per år. Efter IT-kraschen och den kraftiga börsnedgången 2001–2002 sökte många investerare alternativa placeringar till aktier och traditionella fonder, en trend som fortsatte under 2003 och 2004. Både avkastningen och inflödet mattades dock under 2005.

Intresset för hedgefonder har ökat både från privatpersoner och institutionella investerare såsom pensionsfonder och universitetsfonder. Enligt en uppskattning svarade pensionsfonder för hela 15 procent av investeringarna i hedgefonder 2004.¹⁰⁴ Avkastningen i de flesta kategorier av hedgefonder har varit mycket god, i synnerhet om man beaktar den låga risken. Därutöver har den aktiva förvaltningen som hedgefonder bedriver alltmer kommit att ses som ett effektivt sätt att öka diversifieringen och minska marknadsrisken.

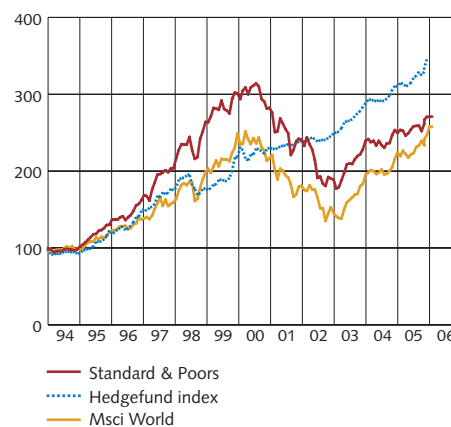
En stor del av kapitalinflödet till hedgefonder sker idag genom fonder som investerar i andra hedgefonder, Funds of Hedge Funds (FOHFs). Genom att dessa har relativt låga minimikrav på det investerade kapitalet har de gjort hedgefonder tillgängliga för en större grupp av privata investerare. Dessa samlingsfonder innebär också en fördel i den meningen att de möjliggör investeringar i hedgefonder utan att investeraren behöver ha specifik kompetens om varje enskild fond; å andra sidan tillkommer samlingsfondens avgifter till hedgefondernas egna.

De flesta hedgefonder är relativt små, majoriteten har mindre än 100 miljoner US dollar i förvaltad kapital och nästan hälften har mindre än 25 miljoner US dollar.¹⁰⁵ Detta kan till exempel jämföras med de allmänna pensionsfonderna i Sverige som vardera förvaltar kapital i storleksordningen 20 miljarder US dollar. En anledning till detta är de prestationsbaserade avgifterna i hedgefonder – många förvaltare finner det svårt att hitta bra avkastningsmöjligheter om kapitalet blir för stort och de sätter därför själva ett tak för fondens storlek.

Även i Sverige har hedgefondsmarknaden utvecklats snabbt. Mellan 2001 och första kvartalet 2006 ökade antalet registrerade hedgefonder från 17 till 50 stycken. Det förvaltade kapitalet har också ökat, från cirka 3 procent av det totala förvaltade kapitalet i svenskregistrerade fonder till nästan det dubbla, vilket motsvarar cirka 66 miljarder svenska kronor (se diagram 2).

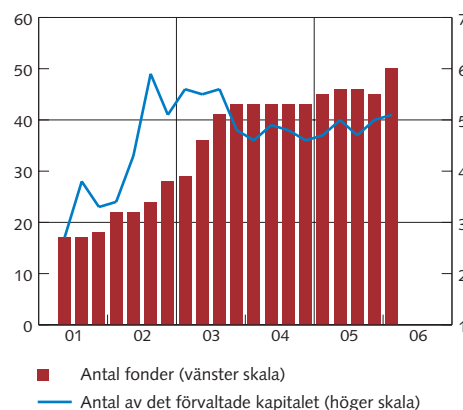
I diagram 3 visas hur svenska hedgefonder utvecklats i jämförelse med Affärsvärldens generalindex under de senaste fyra åren. Det svenska hedgefundsindexet uppvisar betydligt lägre volatilitet men, under de senaste årens kraftiga börsuppgång, också lägre avkastning än generalindex. De svenska hedgefondernas storlek, mätt som

Diagram 1. Marknadsindex



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 2. Antal hedgefonder registrerade i Sverige samt andelen förvaltad kapital Procent

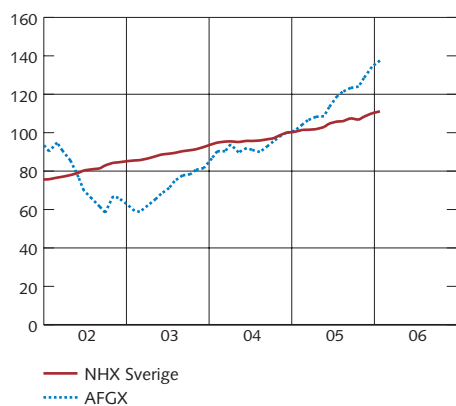


Källa: Fondbolagens förening

104 FSA, "Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement." Discussion Paper 05/04, Juli 2005.

105 ECB (2005).

Diagram 3. Nordic Hedge fund index (NHX) Sverige och Affärsvärldens generalindex



Anm. NHX Sverige innehåller 43 svenska hedgefonder. Se Hedgenordic för beräkningar och begränsningar, www.hedgenordic.com.

Källa: Hedgenordic

tillgångar under förvaltning, varierar kraftigt. Den största svenska hedgefonden hade i slutet av juni 2005 ett marknadsvärde på hela 26 miljarder kronor – vilket är ansevärt även i internationell jämförelse – medan den minsta fonden hade ett negativt marknadsvärde på 5 miljoner kronor. Medianfonden hade vid samma tidpunkt ett marknadsvärde på cirka 225 miljoner kronor.¹⁰⁶

Även skuldsättningsgraden varierar betydligt mellan fonderna, men är dock måttlig överlag. Ett implicit mått på skuldsättningen (även om det inte är perfekt) är en fonds marknadsvärde dividerat med dess fondförmögenhet. För den högst skuldsatta svenska hedgefonden ligger detta mått på 320 procent, jämfört med en median på 80 procent.¹⁰⁷ Belåningen är högst i tre av de största fonderna, vilka tillsammans förvaltar drygt 40 miljarder kronor.

Tabell 1 nedan presenterar statistik för ett urval av internationella hedgefonder från första kvartalet 1994 till första kvartalet 2006, grupperade efter investeringsstrategier. Hedgefondernas resultat tycks kanske inte så imponerande vid första anblick om man jämför med de stora indexen. Tar man däremot hänsyn till den låga risken i (de flesta) hedgefonder ändras bilden radikalt.

Tabell 1. Avkastning, volatilitet och korrelationer för olika investeringsstrategier 1994:1 – 2006:1. Avkastningen i US dollar.

Strategi	Genomsnittlig årlig avkastning	Standardavvikelse	Korrelation med MSCI World	Korrelation med S&P 500	Sharpe kvot
Dedicated short bias	-2,3%	17,6%	-0,76	-0,77	-0,35
Market neutral	9,5%	2,6%	0,39	0,39	2,16
Event driven	11,0%	5,3%	0,61	0,58	1,35
Arbitrage	6,2%	3,3%	0,46	0,44	0,70
Global macro	12,9%	10,0%	0,21	0,21	0,90
Long/Short	11,5%	9,5%	0,69	0,66	0,80
Hedge Fund index	10,4%	7,3%	0,56	0,54	0,89
MSCI World	8,1%	13,9%	1,00	0,93	0,30
S&P 500	10,7%	14,8%	0,93	1,00	0,46
3-mån. amerikanska skuldväxlar (T-Bills)	3,9%	0,2%	-0,15	-0,03	0,00

Källa: Tremont och egna beräkningar

Kategorin Market Neutral har exempelvis uppvisat en nominell avkastning på 9,5 procent – i linje med de stora indexen – men har en så kallad Sharpe kvot (vilket är ett mått på den riskjusterade överavkastningen) på över 2.¹⁰⁸ Detta kan jämföras med MSCI världsindex med en Sharpe kvot på 0,3, och S&P 500 med en Sharpe kvot på 0,46. Man kan notera att kategorin Dedicated short bias – vars strategier går ut på att gå kort i aktier man tror är övervärderade – har uppvisat negativ avkastning. Korrelationen mellan hedgefondernas avkastning

¹⁰⁶ Beräkningarna är huvudsakligen baserade på de fonder som ingår i Hedgenordics Sverigeindex samt beräknade på de uppgifter som fonderna redovisat till Finansinspektionen, se The Nordic Hedge Fund Journal, april 2006.

¹⁰⁷ Ett mått på mindre än 100 procent betyder att fonden har icke-noterade tillgångar, vilka ingår i fondförmögenheten men inte i fondens marknadsvärde. Det är möjligt att skuldsättningsgraden i hedgefonder är betydligt högre än vad som här antas. Detta på grund av att positioner utanför balansräkningen och implicit belåning via derivat inte inkluderas.

¹⁰⁸ Sharpe-kvoten definieras som en tillgångs överavkastning gentemot en riskfri tillgång, dividerat med volatiliteten (avkastningens standardavvikelse). I beräkningarna har T-Bills använts som den riskfria tillgången.

och generalindex kan ses som ett mått på den diversifieringseffekt som uppnås med en viss strategi. Samtliga strategier har tämligen låg korrelation med generalindexen och ger därmed bra diversifiering.

För att i möjligaste mån undvika skatter och reglering har många hedgefonder sin juridiska hemvist i skatteparadis som exempelvis Bermudas eller Cayman Islands. Genom detta uppnår man inte bara skattefördelar, man får också maximal placeringsfrihet och möter minimala informationskrav. Av de hedgefonder som är verksamma i EU är cirka 60 procent belägna off-shore.¹⁰⁹

Det är viktigt att notera att den ofullständiga information vi har om hedgefonder – delvis på grund av att hedgefonder i många länder endast rapporterar på frivillig basis – gör det omöjligt att exakt beräkna hedgefondernas storlek, risk och avkastning. Några uppskattningar pekar på att statistiska felkällor i databaser kan medföra att hedgefondernas årsavkastning generellt överskattas med så mycket som 2–3 procentenheter.¹¹⁰ Rutan nedan beskriver några av felkällorna.

109 ECB (2005). Trots detta är ändå 84 procent av alla hedgefonder som är aktiva i Europa registrerade hos någon tillsynsmyndighet (motsvarande siffra för USA är 57 procent).

110 ECB (2005).

Den tillgängliga informationen om hedgefonder är ofullständig och databaserna som sammanställer hedgefondsstatistiken kan ha flera systematiska felkällor. Nedan diskuteras tre av de största felkällorna.

Survivorship bias: En felkälla består i att databaser generellt endast inkluderar de fonder som är verksamma för tillfället. Hedgefonders genomsnittliga livstid är anmärkningsvärd kort – efter ett eller par år med dålig avkastning läggs ofta en fond ned. Man uppskattar att cirka 5 procent av de befintliga hedgefonderna läggs ned varje år. Detta gör att databaserna ger sken av att avkastningen för hedgefonder är högre än vad som är fallet. Att lågavkastande hedgefonder så ofta läggs ned har bland annat att göra med höga så kallade "watermarks" i bonussystemen till förvaltarna i fonderna. En watermark-regel betyder att en förvaltare som haft svag avkastning ett år först måste tjäna igen detta för att kunna få prestationsbaserad bonus i framtiden. Om en fond gått dåligt flera år blir

det med andra ord mycket svårt för förvaltare att passera sina watermarks, varför incitamenten till att lägga ned fonden ökar.

Self-selection bias: Hedgefonder lämnar information till databaser på frivillig basis, framförallt med syftet att marknadsföra fonden för investerare. Den troligaste anledningen till att en fond slutar rapportera är att den har haft mycket låg avkastning, vilket skulle påverka statistiken i databasen i samma riktning som survivorship bias. I viss mån kan detta uppvägas av fonder som gått mycket bra, och som slutar rapportera för att de inte behöver ytterligare marknadsföring eller kapital.

Backfilling bias: Denna felkälla uppstår då en ny hedgefond adderas till databasen och fonden i samband med detta ombeds redovisa sin historik. Om fonden i fråga hade en svag avkastning längre tillbaka i tiden kan dess ledning välja att redovisa endast en kortare historik, vilket också leder till en överskattning av hedgefondernas avkastning.

Hedgefondernas betydelse för de finansiella marknaderna

POSITIVA EFFEKTER AV HEDGEFONDER

Hedgefonder kan förväntas ha flera positiva effekter på de finansiella marknadernas funktionssätt – genom sina flexibla investeringsstrategier kan förbättra prissättningen och likviditeten på många marknader. Ett exempel på detta är hedgefonder som analyserar företag och sedan investerar i de aktier man finner undervärderade och går kort i aktier man finner övervärderade. I detta fall innebär hedgefondens agerande ett mer rättvisande marknadspris, vilket kan leda till mer effektiv resursallokering och bättre riskhantering. Det finns vissa indikationer på att hedgefonder i USA gick kort i IT-relaterade aktier under IT-bubblan och faktiskt hade en korrigerande effekt på aktie-marknadens utveckling.¹¹¹

Ett annat exempel är hedgefonder som specialiserar sig på att identifiera värdepappersderivat som inte är konsekvent prissatta, det vill säga klassisk arbitrageverksamhet. Hedgefonder och andra aktörer som ägnar sig åt arbitrage ser till att priser konvergerar, vilket kan medföra att handel som inte skulle ha uppkommit under de felaktiga priserna nu kan komma till stånd. Då fler och fler tillgångar handlas på flera geografiska marknader kan hedgefonder således även ha positiva effekter på den globala finansiella integrationen.

En annan effekt av hedgefonder är att de tillför likviditet på de finansiella marknaderna. Denna effekt är troligen störst på nyare och mer komplexa marknader där hedgefonder också agerar risktagare och tar nettopositioner. Enligt British Bankers' Association har hedgefondernas andel som säljare av kreditskydd i kreditderivat ökat från 5 procent 2001 till 15 procent 2003.¹¹² Samtidigt ökade deras andel som köpare av kreditskydd från 12 till 16 procent. En annan undersökning av Greenwich Associates finner att hedgefonder står för 15 till 50 procent av all handel med kreditderivat i New York och London. Hedgefonders närvaro på dessa marknader har troligen påverkat marknadernas utveckling positivt och bidragit till att riskspridningen ökat globalt och att andra aktörer bättre kan hantera sina risker. I Sverige är dock handeln i kreditderivat fortfarande obetydlig

Utöver ovanstående effekter på de finansiella marknadernas effektivitet innebär dessutom hedgefonder en ökad diversifieringsmöjlighet för den enskilda investeraren. Såväl empiriska som teoretiska studier indikerar att hedgefonder kan ge investerare avkastnings- och diversifieringsmöjligheter som inte är möjliga genom vanliga investeringsfonder.

111 Brunnermeier och Nagel (Journal of Finance 2004) studerar hedgefonder och IT-bubblan och finner vissa indikationer på att hedgefonder gick kort i IT-relaterade aktier innan bubblan sprack.

112 Se British Bankers' Association (2004), Greenwich Associates (2006) och Fitch (2005).

NEGATIVA EFFEKTER AV HEDGEFONDER

Många bedömare befarar att den snabba tillväxten av hedgefonder även kan få negativa konsekvenser för de finansiella marknaderna och för finansiell stabilitet.¹¹³ Det finns både direkta risker via bankernas exponering mot hedgefonderna, och indirekta risker genom spridningseffekter på marknaderna. De komplexa och relativt stora positionerna på vissa marknader gör att spridningsriskerna är svåröverblickade. Att marknaden själv inte alltid kan neutralisera uppkomna likviditetskriser illustrerades väl av krisen i LTCM.

Till skillnad från reglerade finansiella institut har inte hedgefonder någon gräns för hur högt belånade de kan vara. En hög skuldsättning ökar både sannolikheten för, och effekten av, ett fallissemang av en eller flera hedgefonder. Förutom själva kapitalförlusten för banksektorn skulle ett fallissemang av ett antal stora hedgefonder också innebära ett betydande bortfall av provisionsintäkter. En uppskattning pekar på att hedgefonder svarar för så mycket som 25 procent av intäkterna i många av de största multinationella bankerna.¹¹⁴

Överlag är dock skuldsättningen relativt låg i hedgefonder. I en studie av Hennesse Group 2003 rapporteras att skuldsättningsgraden för 84 procent av de undersökta fonderna var lägre än 200 procent och att endast 2 procent av fonderna hade en skuldsättningsgrad över 500 procent.¹¹⁵ I jämförelse med finansiella institut är detta blygsamma nivåer. De svenska storbankerna har i genomsnitt en soliditet på 4,3 procent, vilket motsvarar en skuldsättningsgrad på drygt 2 300 procent. För närvarande kan man konstatera att de potentiella direkta effekterna på bankerna inte är allvarliga i förhållande till deras balansräkningar eller totala inkomster.¹¹⁶ Det finns emellertid tecken på att en allt mer intensiv konkurrens bland banker om hedgefondernas finansiering har lett till sänkta krav på hedgefondernas säkerheter och att hedgefondernas skuldsättning ökar.¹¹⁷

Att skuldsättningen i hedgefonder i allmänhet är måttlig innebär inte att den är riskfri. Hedgefonder har ofta positioner i mycket illikvida tillgångar och spridningsrisken mellan hedgefonder är troligen högre än mellan andra finansiella institut. Indirekta effekter för det finansiella systemet uppstår om bankerna har exponeringar mot andra aktörer som i sin tur har exponeringar mot hedgefonder. En bidragande faktor till spridningsrisken är att hedgefondernas positioner ofta är okända för andra aktörer. Motpartsrisken var en viktig del av problemen kring LTCM, där många banker hade indirekta motparts-exponeringar genom interbankmarknaden och det fanns en betydande spridningsrisk om ett fallissemang hade inträffat.

113 I samband med en krisövning i ECBs regi i april 2006 konstaterades till exempel att tillväxten i hedgefonder och handeln med kreditderivat utgör en potentiell risk för det finansiella systemet. *Financial Times*, 9 april 2006.

114 Fitch Ratings, "Hedge Funds: An emerging Force in the Global Credit Markets." Special Report 18 juli 2005.

115 Gupta och Liang (2004) finner i sin studie av hedgefonder att endast 4 procent av fonderna inte skulle ha klarat kapitaltäckningskraven under basel 2.

116 Se ECB (2005), "Large EU banks' exposures to hedge funds".

117 Greenwich Associates. "European Fixed Income: Focus on Hedge Funds", December 2005.

Även om hedgefonder fortfarande förvaltar en liten del av det totala förvaltade kapitalet internationellt, cirka 5 procent, så står de för en allt större del av likviditeten på marknaden. Skulle ett stort antal hedgefonder fallera och samtidigt vara högt belånade finns det en risk att de finansiella marknaderna påverkas. Som nämndes ovan gäller det i synnerhet vissa kreditderivatsmarknader där likviditeten riskerar att helt försvinna. En likviditetskris kan sedan sprida sig till andra marknader.

Hedgefonder anklagas ofta för att uppvisa flockbeteende, det vill säga att imitera varandras beteende och ta liknande positioner. Sådana strategier riskerar att förstärka marknadssvängningar och ha en destabiliserande effekt. Detta gäller i synnerhet makrofonder som tar positioner och investerar baserat på en förväntan om den makroekonomiska utvecklingen. Exempelvis förs det ofta fram att hedgefonder var delaktiga i och förstärkte effekterna under ERM-kriserna. Det finns dock inga entydiga indikationer på att hedgefonder i större utsträckning än andra investerare följer momentumstrategier.¹¹⁸ Tvärtom kan man hävda att de absoluta, snarare än relativa, avkastningskraven i hedgefonder borde minska incitamenten till flockbeteende.

118 En momentumstrategi innebär att man köper tillgångar som ökat i värde och säljer tillgångar som minskat i värde.

LTCM startades i USA år 1994 och förvaltade då ett kapital på 1,3 miljarder dollar. I fondens ledning fanns många prominenta personer från Wall Street och den akademiska världen, bland annat mottagarna av ekonomipriset, Robert Merton och Myron Scholes.

Fondens investeringsstrategi gick bland annat ut på att köpa obligationer med hög risk (och hög avkastning), till exempel i nya tillväxtekonomier eller i företag med låg rating, och att gå kort i lågavkastande obligationer, såsom amerikanska statsobligationer. LTCMs ledning var nämligen övertygad om att spreadarna mellan obligationer med hög och låg risk var omotiverat höga och att de skulle minska.¹¹⁹

Inledningsvis fungerade strategin mycket väl, avkastningen under 1995 och 1996 var ungefär 40 procent och under 1997 ungefär 20 procent. Fonden drog till sig allt fler investerare och i slutet av 1997 uppgick det insatta kapitalet i LTCM till mer än 7 miljarder dollar. I december 1997 meddelade fonden att investeringsmöjligheterna försämrats, varför de avsåg att dela ut cirka 2,7 miljarder dollar till investerarna (motsvarande 36 procent av fondens kapital). Samtidigt hade fonden lånat cirka 125 miljarder US dollar. Detta resulterade i en skuldsättningsgrad på över 2000 procent och därmed förbättrades avkastningen på det insatta kapitalet.¹²⁰ Ledningens namnkunnighet och fondens exceptionella resultat bidrog säkerligen till att investerarna – medvetet eller av okunnighet – accepterade en sådan hög skuldsättning.

Under 1998 skedde så ett antal händelser som ledde till oro på de internationella finansiella marknaderna. Under sommaren devalverade

Ryssland rubeln och ställde in betalningar på sin utlandsskuld, vilket fick stora effekter även på andra marknader. Kreditvärdigheten i många tillväxtekonomier ifrågasattes, vilket ledde till att spreaden på mer riskfyllda kreditderivat ökade snabbt. Det här var tvärtemot den utveckling som LTCM, och många andra investerare med dem, hade förutspått. Reaktionen var mycket kraftig och ledde till att likviditeten på vissa marknader blev i det närmaste obefintlig.

Det blev nu mycket kostsamt för LTCM att gå ur sina positioner. Detta tillsammans med den höga skuldsättningen gjorde att fonden fick svårt att möta åtaganden gentemot sina motparter, vilka krävde mer säkerheter. I september 1998 sände fonden ut ett brev till sina investerare där de delgav problemen och bad om mer kapital. Detta misslyckades och likviditetsproblemen blev alltmer akuta.

Fondens storlek och det faktum att så pass många finansiella aktörer var involverade i LTCM ledde till en tilltagande oro för eventuell kollaps. Utöver stora kreditförluster för fondens motparter befarade man för att ett fallissemang skulle få allvarliga konsekvenser för de finansiella marknaderna generellt. Dessutom hade många andra fonder och investerare liknande positioner. Detta ledde till att Federal Reserve sammankallade en grupp bestående av fjorton banker och mäklarhus i syfte att motverka en okontrollerad kollaps av LTCM. Det bud som senare kom att accepteras av LTCM innebar att gruppen investerade 3,6 miljarder dollar i fonden i utbyte mot 90 procent av tillgångarna. Kontrollen av fonden övergick till en kommitté vars deltagare tillsattes av de nya ägarna. Federal Reserve själv sköt dock inte till några medel.

¹¹⁹ Edwards (1999).

¹²⁰ *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Report of the President's Working Group on Financial Markets, sid 11.

Hedgefonder och reglering

Idag är hedgefonder i många stycken oreglerade. Det gäller i synnerhet fonder som är placerade off-shore, där myndigheter har liten eller ingen insyn. I takt med att hedgefonder kommit att förfoga över allt mer kapital, och attrahera en allt större grupp av investerare, har den internationella debatten tilltagit kring regleringen av hedgefonder. Debatten har fått ytterligare näring genom ett antal uppmärksammade fall av bedrägerier i hedgefonder i USA de senaste åren. Från och med februari 2006 har Securities and Exchange Commission i USA infört registreringskrav för större hedgefonder, även sådana placerade off-shore, och flera länder i Europa ser för närvarande över sin reglering.

Det finns två huvudargument för att reglera hedgefondernas verksamhet. Det första bygger på ett konsumentskyddsperspektiv – enskilda investerare och konsumenter bör skyddas från fonder som tar alltför stora risker. Ett sådant resonemang är dock något märkligt: om man anser att vanliga konsumenters och pensionssparares investeringar behöver skyddas borde det vara deras placeringsmöjligheter som ska begränsas, inte hedgefondernas verksamhet. Det andra argumentet bygger på ett stabilitetperspektiv – i takt med att hedgefonderna spelar en allt större roll för likviditeten på de finansiella marknaderna så kan det finnas anledning att begränsa deras risker.

Ett naturligt förslag för att förstärka marknadsdisciplinen är att hedgefonderna ska ge mer information till marknaden. Om hedgefondernas positioner är okända eller svårbegripliga för finansiärerna kan det finnas en risk att marknadsdisciplinen inte fungerar, och att hedgefonderna tar på sig alltför mycket risk eller ökar sin belåning alltför mycket.

I Sverige är hedgefonder redan skyldiga att registrera sig och redovisa sina innehav till Finansinspektionen. Tills nyligen har Finansinspektionen publicerat dessa positioner med ett kvartals fördröjning. Det är dock tveksamt om denna detaljerade informationsspridning har haft någon disciplinerande effekt, inte minst med tanke på att hedgefonderna ofta har extremt komplicerade positioner. Däremot är det inte omöjligt att det utnyttjats av konkurrenter och andra fonder.

Ett alternativ till denna fullständiga informationsutlämning är att hedgefonder lämnar något eller några mått som beskriver risken i fonden, till exempel ett value-at-risk mått eller något mått på likviditetsrisk och skuldsättning. Detta är den ansats som Finansinspektionen kommer att använda framöver.¹²¹ Det här kan vara ett mer överskådligt sätt att få information om enskilda hedgefonders risk, men ger å andra sidan ingen information om direkta eller indirekta exponeringar mot banker och andra systemviktiga institut.¹²² Den informationen, liksom bankernas övriga motpartsexponeringar, måste alltså inhämtas från bankerna själva.

121 Se "Förändrade rutiner av publicering av specialfonders (inklusive hedgefonders) innehav och risktagande", Finansinspektionen, promemoria 2005-12-06 och "Rapportering av riskmått", Finansinspektionen, promemoria, 2006-05-12.

122 Value-at-risk mått och andra riskmått kan vara problematiska om en hedgefond har icke-linjära positioner, men skulle kunna kompletteras med någon form av stresstester.

En mer direkt form av reglering skulle vara att reglera vilka positioner hedgefonder får lov att ta, eller att införa kapitaltäckningsliknande regler för dem. Den förstnämnda typen av reglering skulle dock begränsa de positiva effekter som hedgefonder har för finansiella marknader och minska deras effektivitet. Den skulle dessutom kunna innebära att likviditet försvinner från marknader när den behövs som mest och leda till ökad volatilitet.

Förespråkare av striktare reglering av hedgefonder möter som sagt ett grundläggande hinder: fondernas juridiska hemvist är ofta skatteparadis, eller kan lätt förflyttas till ett sådant. En ökad reglering i Europa och USA – till exempel genom någon form av kapitaltäckningsregler – leder troligen till att än fler hedgefonder registrerar sig offshore och på så sätt undviker regleringen.¹²³ Men även om sådant regelarbete kunde förhindras är det svårt att se att eventuella systemriskerna bäst angrips genom en reglering av hedgefonderna, det är förmodligen effektivare att fokusera regleringen på de systemviktiga instituten. Att förbättra bankernas riskhantering visavis hedgefonder har varit föremål för en rad initiativ från Baselkommittén för banktillsyn (BCBS) och andra organisationer ända sedan LTCM-krisen 1998.¹²⁴

Avslutning

Från att ha varit en investeringsform förbehållen ett fåtal förmögna privatpersoner attraherar hedgefonder idag en stor grupp institutionella investerare och konsumenter. Pensionsfonder i synnerhet lockas av den stabila avkastning som hedgefonder uppvisat, och den diversifieringsfördel de medför. Genom sin arbitrageverksamhet och sina flexibla investeringsstrategier fyller hedgefonder flera värdefulla funktioner på de finansiella marknaderna – de ökar genomlysningen, förbättrar prissättningen och skapar likviditet.

Den kraftiga tillväxten av hedgefonder på senare år har dock väckt en internationell debatt om riskerna med deras verksamhet. Hedgefondernas illikvida positioner och tidvis höga skuldsättning gör att problem i enstaka fonder kan sprida sig och leda till en större likviditetskris. Vissa typer av hedgefonder har dessutom blivit kända för kortsiktig spekulation och flockbeteende, något som kan ha destabiliserande effekter på de finansiella marknaderna.

Riksbankens syn i frågan om ytterligare reglering är att fokus bör ligga på att hedgefondernas motparter – framförallt de systemviktiga instituten – kan kontrollera sina risker. Om de stora bankerna hanterar sina motpartsexponeringar korrekt, det vill säga tar tillräckliga säkerheter och är kapabla att hantera eventuella likviditetsproblem, så finns det ingen anledning att införa särskild reglering för hedgefonder som tillgångsslag. För att säkerställa detta är det möjligt att centralbanker och tillsynsmyndigheter kommer att ställa högre krav på bankernas rapportering av motpartsexponeringar framöver.

123 En av dem som starkt pläderar för kapitaltäckningsregler för hedgefonder – på övergripande internationell basis – är Jochen Sanio, chef för den tyska finansinspektionen. Se t ex "Should hedge funds be regulated", tal av Sanio vid konferensen "Top Ten Financial Risks to the Global Economy", September 2005.

124 Se till exempel "Hedge funds: Developments and policy implications". ECB Monthly Bulletin, Januari 2006.

■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

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

- **2001:1**
Likviditet och likviditetsrisk
Konjunkturcykeln och regelverket för banker
Operativa incidenter i banksystemet – två exempel
Ökad finansiell stabilitet genom internationella standarder
- **2000:2**
Operativa risker
- **2000:1**
Vilka åtgärder kan vidtas om det sker en oroande riskuppbyggnad 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?