



Finansiell stabilitet

2007:2

Innehåll

- FÖRORD 5
- SAMMANFATTANDE STABILITETSBEDÖMNING 7
- FINANSIELLA MARKNADER 13
 - Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna 22
- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 23
 - Den svenska hushållssektorn 23
 - Den svenska företagssektorn 29
 - Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsföretagen 31
 - De svenska bankernas låntagare i utlandet 33
 - Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn 36
- UTVECKLINGEN I BANKERNA 39
 - Lönsamhet och intjäning – affärsrisk 39
 - Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk 42
 - Finansiering – likviditetsrisk 45
 - Motpartsexponeringar – spridningsrisk 47
 - Stresstest av storbankernas motståndskraft 49
 - Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna 53
- ARTIKEL: Nya utmaningar kring den finansiella stabiliteten 57
- ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER 81

Fördjupningsrutor

- Riksbanken och den finansiella stabiliteten 6
- Turbulensen på kreditmarknaden:
En genomgång av förloppet sommaren och hösten 2007 18
- Husprisutvecklingen i omvärlden 27

Förord

Riksbanken har fått i uppdrag av riksdagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det innebär att vi måste värna om stabiliteten i det finansiella systemet. Den är också en förutsättning för en effektiv penningpolitik.

Att löpande analysera stabiliteten ger möjligheter att tidigt upptäcka förändringar och sårbarheter som tillsammans kan leda till en allvarlig kris. En grundlig analys underlättar också hanteringen om en kris väl skulle inträffa. I rapporten Finansiell Stabilitet, som publiceras två gånger om året, gör Riksbanken en samlad bedömning av de risker och hot som finns mot det finansiella systemet, och värderar det finansiella systemets motståndskraft mot dessa. Arbetet med stabilitetsanalysen är därmed ett verktyg direkt kopplat till Riksbankens uppgift att bidra till ett säkert och effektivt betalningsväsende.

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

Riksbankens direktion har behandlat rapporten den 8 och den 21 november. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 21 november.

Stockholm i december 2007

Stefan Ingves

RIKSBANKSCHEF

Riksbanken har fått riksdagens uppgift att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Betalningsväsendet är viktigt för all ekonomisk verksamhet och en central del i det finansiella systemet. Staten har därför ett särskilt intresse av att övervaka att det fungerar effektivt. En allvarig kris i det finansiella systemet riskerar att leda till omfattande ekonomiska och sociala kostnader.

Affärsbankerna utgör de centrala delarna av det finansiella systemet. Samtidigt är bankers verksamhet speciell på flera sätt. Problem i en bank kan lätt sprida sig till andra banker, då bankerna ofta har lån till varandra. Eftersom bankerna har liknande verksamheter finns också en risk för att de drabbas på samma sätt om problem uppstår i omvärlden. I Sverige dominerar de fyra storbankerna, som tillsammans står för omkring 80 procent av marknaden. Utöver de systemviktiga bankerna består det finansiella systemet också av andra institut, av marknadsplatser och av den finansiella infrastruktur där transaktioner registreras och avvecklas. Infrastrukturen omfattar också det offentliga ramverket, det vill säga regler och tillsyn.

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

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

Verksamheten handlar också om att hålla en god krisberedskap. Riksbanken är den myndighet som har möjlighet att ge likviditetsstöd om det skulle uppstå problem som är så allvariga att hela systemet är hotat. Om ett institut får allvariga problem måste Riksbanken arbeta för att minimera de negativa följderna.

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

■ Sammanfattande stabilitetsbedömning

I korthet

Riksbanken bedömer att den finansiella stabiliteten för närvarande är god i Sverige. Bankerna är lönsamma och kapitalstarka. Därmed är möjligheterna goda att klara oväntade negativa händelser. Men motståndskraften har minskat något under det senaste halvåret. Det beror på att riskerna har ökat för bankerna.

Sedan sommaren har de finansiella marknaderna präglats av en betydande oro som har sitt ursprung i den amerikanska marknaden för låntagare med sämre kreditvärdighet, subprime. Sverige har också påverkats av oron, men i mindre utsträckning än många andra länder. För svenska banker har de främsta effekterna varit att kostnaden för att finansiera sig via marknaden har ökat, att intäkterna relaterade till värdepapper minskat och att värdet på ränterelaterade tillgångar sjunkit.

Utmärkande för den internationella finansiella oron är att likviditeten har försämrats kraftigt på marknader som direkt eller indirekt har anknytning till den amerikanska subprime-marknaden. Osäkerheten har lett till att många banker samlat på sig likvida medel och priserna på kort finansiering har stigit kraftigt. Det kommer att ta tid innan förtroendet återvänt på marknaden och det går inte att bortse från risken för att den finansiella oron förvärras.

Oron på de internationella finansiella marknaderna skapar samtidigt en ökad sårbarhet för andra störningar. Riskerna i de svenska bankernas verksamheter i de baltiska länderna har ökat. Ekonomierna, främst Lettland, visar allt tydligare tecken på överhettning. Samtidigt har verksamheten i de baltiska länderna genererat en allt större del av resultaten för Swedbank och SEB, de svenska banker med störst verksamhet i dessa länder. Riksbankens stresstester visar att en kraftig inbromsning i de baltiska ekonomierna skulle påverka bankerna märkbart, men att marginalerna mot en försämring är goda.

Nedan följer en sammanfattning av Riksbankens bedömning av den finansiella stabiliteten i Sverige. Riksbanken lyfter även fram ett antal risker som kan skapa störningar eller obalanser i det finansiella systemet. I anslutning till riskbilden presenteras stresstester som utförts för att bedöma hur extrema händelser kan påverka bankernas motståndskraft. Avslutningsvis följer en sammanfattning av den artikel som publiceras i denna rapport.

Riksbankens bedömning av den finansiella stabiliteten

De svenska storbankernas vinster är högre än någonsin tidigare. Att lönsamheten stiger beror till stor del på att utlåningen ökar till både hushåll och företag. Expansionen är speciellt hög i de baltiska länderna. Tillväxten i utlåningen motverkar effekterna av fortsatt pressade marginaler. En hög omsättning på aktiemarknaden i kombination med stigande börser under en stor del av året har samtidigt bidragit positivt till provisionsnettot. Låntagarna är överlag ekonomiskt starka och har goda förutsättningar att möta sina åtaganden mot bankerna.

Riksbankens bedömning är att bankernas motståndskraft mot negativa och oförutsedda händelser är god. Men motståndskraften har minskat något det senaste halvåret. Det beror främst på att kreditrisken har ökat i bankerna. Utlåningen har stigit kraftigt samtidigt som marginalerna på utlåningen har minskat. Det är speciellt utlåningen till utländska låntagare som har ökat, främst till låntagare i de baltiska länderna.

ORON PÅ DE FINANSIELLA MARKNADERNA PÅVERKAR BEDÖMNINGEN

Oron som uppstod på de finansiella marknaderna under slutet av sommaren har till viss del ändrat de omgivande förutsättningarna för bankerna. När Riksbanken för ett halvår sedan publicerade stabilitetsrapporten fanns visst fokus på subprime-marknaden, den del av amerikanska bolånemarknaden som är förknippad med sämre kreditvärdighet hos låntagarna. Då varnade Riksbanken för att investerare i "jakt på avkastning" krävde allt för låg kompensation för risk på kreditmarknaden och att belåningen i många fall var oroväckande hög. Bristen på insyn i var riskerna faktiskt hamnade var också en källa till oro.

En del av denna oro har redan materialiserats och förloppet var på flera sätt överraskande. Problemen på den relativt begränsade amerikanska subprime-marknaden spred sig i en oväntad omfattning och förloppet var snabbt. Kopplingen till de finansiella marknaderna beror på att en stor del av subprime-lånen har värdepapperiserats och sålts vidare till investerare i hela världen. När låntagarna på subprime-marknaden fick problem med att betala sina krediter blev det svårt att värdera värdepapper med subprime-lån som underliggande tillgång. Priset på risk steg därför kraftigt och marknaden för dessa instrument mer eller mindre försvann. Samtidigt uppstod en stor osäkerhet om vilka aktörer som satt på de faktiska riskerna.

Det som ytterligare komplicerar bilden är att många bankrelaterade företag som investerat i dessa instrument ofta har finansierat sig med värdepapper med betydligt kortare löptid. När oron tilltog försvann

i stor utsträckning möjligheten att finansiera sig genom att ge ut den typen av värdepapper. Företagen har då vänt sig till bankerna, som i många fall garanterat likviditeten. Därmed har en stor del av kreditrisken successivt hamnat i bankernas balansräkningar. För att ha möjlighet att möta sina åtaganden har banker skapat buffertar av säkra tillgångar och likvida medel. Den höga efterfrågan på likviditet har lett till att priset för kort finansiering stigit kraftigt. Flera centralbanker har valt att ingripa för att förse marknaden med tillskott av likvida medel.

Sverige har också påverkats av turbulensen, men i betydligt mindre utsträckning än till exempel USA, Storbritannien och Tyskland. För svenska banker har det främst handlat om att kostnaderna för att finansiera sig via marknaden har ökat. Värdet på vissa räntetillgångar har också minskat och en lägre aktivitet i handeln har lett till negativa effekter på intjäningen. Däremot är storbankernas exponeringar mot amerikanska subprime-marknaden mycket marginella.

DEN SENASTE TIDENS FINANSIELLA ORO VISAR PÅ TYDLIGA BRISTER

Utvecklingen de senaste månaderna har präglats av en förändrad syn på risk och den internationella finansiella stabiliteten har påverkats av en brist på likviditet på marknaden för kort finansiering. Priset på risk har varit anmärkningsvärt lågt under en längre tid. Att investerarna nu kräver en högre kompensation för risk är i sig positivt, och det är mindre troligt att riskpremierna återgår till lika låga nivåer som före sommaren.

Oron har samtidigt inträffat mot bakgrund av en stark internationell konjunktur, som varat under flera år. Nu går både USA och euroområdet mot en mer dämpad konjunkturutveckling. I det läget har den finansiella oron ökat osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen och dämpat investerarnas vilja att ta risk. En kraftig försvagning av konjunkturen kan samtidigt förstärka de negativa effekterna av den finansiella turbulensen.

Lärdomarna är flera efter det som hänt. Problemet med att bedöma var riskerna faktiskt finns beror på en bristande öppenhet kring bankernas exponeringar. Ett annat problem bottenar i svårigheter med att identifiera de risker som är förknippade med strukturerade produkter och att värdera dessa. Många investerare har i alltför hög grad förlitat sig på ratingföretagens förmåga att bedöma risken, och därmed låtit bli att göra en egen bedömning. Både myndigheter och marknadsaktörer har anledning att arbeta vidare med dessa frågor.

Det kommer att ta tid innan de underliggande problemen är åtgärdade. Så länge den finansiella oron består finns en sårbarhet för andra störningar.

UTVECKLINGEN I DE BALTISKA LÄNDERNA UTGÖR EN KÄLLA TILL ORO

Riksbanken har tidigare pekat på svenska bankers känslighet för utvecklingen i de baltiska länderna. Utlåningen till företag och hushåll i regionen har fortsatt öka i en hög takt under det senaste halvåret. Därmed genererar verksamheterna i de baltiska länderna en allt större andel av den totala intjäningen hos Swedbank och SEB, de banker som har störst verksamhet där.

Underskotten i bytesbalanserna är fortfarande påfallande stora i både Estland, Lettland och Litauen. Samtidigt har de inhemska ekonomier-
na blivit allt mer ansträngda i samtliga tre länder. Inflationen har fortsatt att stiga och kredittillväxten är hög, även om den dämpats något på senare tid. En stor, och ökande, del av utlåningen i de baltiska länderna sker i euro. Tecknen på överhettning är tydligast i Lettland. Sammantaget har risken för en kraftig inbromsning ökat. Vissa finanspolitiska åtgärder har vidtagits, andra är planerade. Men det är osäkert vilka effekter de kommer att få. Finanspolitiken är fortfarande för expansiv för att tillräckligt dämpa den ekonomiska expansionen.

En annan viktig låntagargrupp för de svenska bankerna är fastighetsbolagen, som är beroende av marknaden för kommersiella fastigheter. På fastighetsmarknaden är kraven på avkastning fortfarande relativt låga, trots att avkastningen på alternativa och mindre riskfyllda placeringar som statsobligationer har stigit. Det motiveras av att investerare förväntar sig högre intäkter i form av höjda hyror framöver. Till viss del, och i vissa områden, har hyrorna ökat. Men Riksbanken ifrågasätter om hyrorna kommer att fortsätta stiga i den omfattning som marknaden räknar med. Utrymmet för ytterligare hyreshöjningar krymper i takt med att konjunkturen dämpas.

De svenska huspriserna har fortsatt öka i hög takt och utlåningen till hushållen följer samma mönster. Ökningstakten är dock något lägre än tidigare. Riksbanken bedömer att ökningstakten i både huspriser och utlåning så småningom dämpas ytterligare till följd av högre räntor och att konjunkturen går in i en lugnare fas de närmaste åren. Eftersom bostadspriserna ökat kraftigt under en längre tid har många nyblivna bostadsägare lånat en allt större del av köpesumman. Många av dessa hushåll har koncentrerat en stor del av sin förmögenhet i det egna boendet. Därmed är de känsliga för förändringar av bostadspriserna.

Riskscenarier

Det finns ett antal risker som på sikt kan påverka den finansiella stabiliteten, om utvecklingen fortsätter i negativ riktning. Nedan följer de riskscenarier som Riksbanken har identifierat (utan inbördes rangordning).

Risker på de finansiella marknaderna	↗
Utvecklingen i de baltiska länderna	↗
Risken för priskorrigeringar på den kommersiella fastighetsmarknaden	→
Risken för att huspriserna och hushållens skulder på sikt fortsätter öka snabbare än hushållens inkomster	→

Pilarna indikerar i vilken mån riskerna har ökat eller minskat det senaste halvåret.
Riskerna har ökat ↗ Riskerna har ökat något ↘ Riskerna är oförändrade → Riskerna har minskat ↘

↗ Risker på de finansiella marknaderna.

Risken är att en ny störning uppstår innan den finansiella oron klingat av. Ett sådant förlopp kan skapa ytterligare turbulens och leda till minskad likviditet, vilket ger en självförstärkande spiral. En oväntat svag konjunktur riskerar samtidigt att förstärka de negativa effekterna på den finansiella marknaden.

↘ Risken för en kraftig inbromsning i de baltiska länderna.

En kraftig inbromsning i de baltiska länderna kan i förlängningen påverka låntagarna i regionen i sådan utsträckning att de får problem med att betala sina lån. Det riskerar i sin tur ge negativa effekter på intjänningen och kreditkvaliteten hos de svenska banker som har verksamhet i dessa länder.

→ Risken för priskorrigeringar på kommersiella fastigheter.

Riksbanken ser en risk för att förväntningarna på framtida intäktsökningar är för högt ställda på fastighetsmarknaden. Om så är fallet kan priserna på kommersiella fastigheter komma att falla. Det innebär negativa konsekvenser för fastighetsägarna, en viktig låntagargrupp för samtliga svenska storbanker.

→ Risken för att huspriserna och hushållens skulder på sikt fortsätter öka snabbare än hushållens inkomster.

Om utvecklingen fortsätter på sikt riskerar obalanser att uppstå. Om en anpassning av dessa obalanser sker abrupt kan det få stora effekter på den reala ekonomin. För enskilda hushåll kan överbelåning leda till att de får svårt att betala sina skulder.

Stresstester

Riksbanken genomför regelbundet stresstester för att bedöma hur mindre sannolika, men fullt möjliga, händelser kan påverka bankernas motståndskraft. I denna rapport presenteras resultatet av några sådana tester. De visar hur bankerna påverkas dels av en sämre kreditkvalitet, dels av högre finansieringskostnader. Tidigare har de publicerade testerna omfattat de fyra storbankerna SEB, Handelsbanken, Nordea och Swedbank. Nu omfattas även den femte största banken på den svenska marknaden, Danske Bank, av testerna som rör kreditkvaliteten.

Det första scenariot utgår från en kraftigt försämrad kreditvärdighet hos de baltiska låntagarna. Resultaten visar att bankernas motståndskraft vid en sådan utveckling minskade något under första halvåret 2007 jämfört med föregående rapport. Det beror på att bankerna ökat sin utlåning till låntagarna i de baltiska länderna samtidigt som en allt större del av intjäningen kommer därifrån. Men samtidigt indikerar stresstesterna att bankerna fortfarande klarar ett sådant scenario väl. Dock minskar bufferten mot andra negativa händelser.

I det andra scenariot testas hur bankerna står emot en kraftig vändning i kreditykeln liknande den som inträffade år 2000. Resultatet tyder på att bankernas motståndskraft vid en sådan utveckling är marginellt sämre jämfört med föregående rapport. Samtliga storbanker klarar en sådan utveckling väl, allt annat lika.

I det tredje scenariot görs en uppskattning av hur de fyra svenska storbankerna påverkas av att finansieringskostnaderna stiger. Marknadsfinansieringen blir dyrare och samtidigt ersätter den till viss del andra relativt sett billigare finansieringskällor. Resultaten visar att en sådan utveckling skulle bli relativt kännbar för bankerna, men inte på ett kritiskt sätt.

Stabilitetsrapporten fyller tio år

I en särskild artikel uppmärksammar Riksbanken att stabilitetsrapporten fyller tio år. Riksbanken var en tidig förespråkare av att öppet diskutera risker och sårbarheter i det finansiella systemet. Sedan den första rapporten publicerades har mycket hänt på det finansiella området som medfört en rad positiva effekter på både effektiviteten och stabiliteten i det finansiella systemet. Men utvecklingen ställer också myndigheter med ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet inför en rad nya utmaningar. I artikeln beskrivs dessa utmaningar och vad de kan innebära för Riksbankens framtida arbete med finansiell stabilitet.

De internationella finansiella marknaderna är präglade av den turbulens som uppstod under sommaren. Investerarna har sökt sig till säkra placeringar och priset på risk har ökat. På den korta penningmarknaden har likviditeten försämrats och interbankräntorna har stigit kraftigt. Även den svenska marknaden har påverkats, men i mindre utsträckning än marknader i många andra länder. Det kan ta tid innan alla problem har hanterats och innan oron successivt skingras.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkar både bankerna och deras låntagare. Detta kapitel inleder med en kort sammanfattning av Riksbankens realekonomiska bedömning,¹ för att sedan beskriva de viktigaste dragen i utvecklingen på de finansiella marknaderna. I det avslutande avsnittet lyfts de potentiella risker som är förknippade med den fortsatta utvecklingen.

KONJUNKTURBILDEN

I omvärlden har det kommit signaler om en svagare ekonomisk utveckling, från bland annat USA. Den svagare utvecklingen i USA och den oro som uppkommit på de finansiella marknaderna hänger samman med problemen på delar av den amerikanska bolånemarknaden, den så kallade subprime-marknaden.² Utvecklingen innebär att förutsättningarna för hushållens konsumtion försämrats. Samtidigt är både hushållens och företagens balansräkningar starkare än de varit inför tidigare perioder när konjunkturen försvagats. Den amerikanska centralbankens räntesänkningar bör också bidra till att hålla uppe tillväxten i efterfrågan. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i USA bli två procent både i år och nästa år, medan den därefter väntas öka till närmare tre procent år 2009, för att sedan stiga ytterligare något.

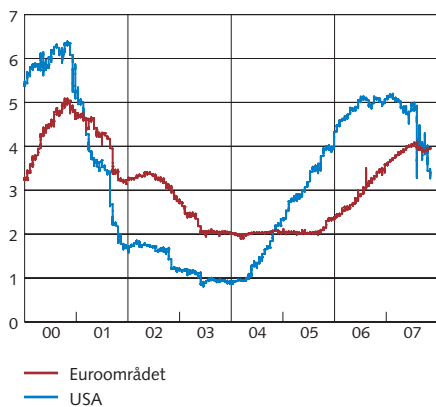
Också tillväxten i euroområdet har mattats på senare tid. Tillväxten bedöms bli svagare även framöver till följd av den finansiella oron och den svagare tillväxten i USA. Exporten bedöms även dämpas till följd av att euron har stärkts det senaste året. Den dämpande effekten på BNP-tillväxten bedöms dock bli relativt begränsad. Det beror på den tydliga förbättringen på arbetsmarknaden på senare tid, samt företagens höga vinster. I euroområdet väntas BNP öka med 2,5 procent i år och med runt två procent de efterföljande tre åren.

Vissa av världens tillväxtekonomier växer däremot snabbare än väntat. I Kina och Indien, men även Ryssland och övriga Österuopa samt flera andra områden, väntas tillväxten fortsätta att vara stark. Även om en gradvis dämpning förutses i flertalet av dessa områden bidrar de till en fortsatt god tillväxt i världsekonomin som helhet.

¹ Den realekonomiska bedömningen som beskrivs i den här rapporten är baserad på Riksbankens penningpolitiska rapport 2007:3.

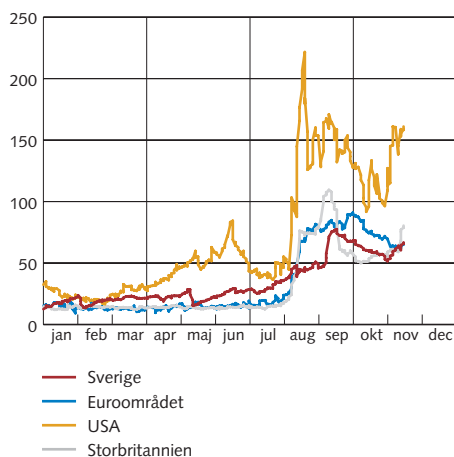
² Se ruta "Betalningsproblem på den amerikanska subprime-sektorn för bolån", Finansiell Stabilitet 2007:1.

Diagram 1:1. Ränta på 3 månaders statsskuld-växlar
Procent



Källa: Reuters EcoWin

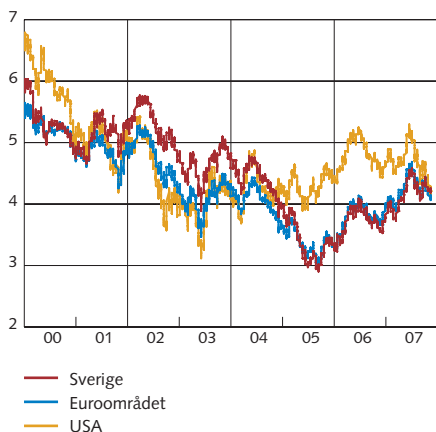
Diagram 1:2. Skillnaden mellan interbankräntor och statsskuldsväxlar under 2007
Räntepunkter



Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders statsskuldsväxel i respektive land.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:3. Ränta på 10-åriga statsobligationer
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Den svenska ekonomin fortsätter att växa i god takt. Tillväxten har drivits av en stark ökning i produktiviteten och en hög efterfrågan. Framöver bedöms BNP-tillväxten bli lägre än den varit under senare år. Det beror på en svagare tillväxt i omvärden och en långsammare tillväxt i produktivitet och arbetskraftsutbud. Dessutom bidrar en gradvis stigande ränta, och en starkare växelkurs. Svensk BNP väntas växa med 3,1 procent i år, 2,8 procent nästa år och 2,3 procent året därpå.

TURBULENSEN PÅ DE FINANSIELLA MARKNADERNA

Sedan i juli har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit turbulent. Som alltid när osäkerheten på marknaderna ökar har investerarna sökt sig till säkra placeringar. Efterfrågan på statspapper har stigit och räntorna har fallit. Samtidigt har efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar fallit och räntorna på dessa har stigit. De investerare som är villiga att ta risk kräver en högre ersättning för detta än tidigare. Priset på risk, som under lång tid varit lågt i historisk jämförelse, har återgått till mer normala nivåer. För en närmare beskrivning av händelseförloppet, se fördjupningsruta.

DEN KORTA RÄNTEMARKNADEN, INTERNATIONELLT

Oron har varit särskilt markerad på den korta räntemarknaden. Den korta penningmarknaden utanför bankerna har vuxit snabbt under senare år. Här har bland annat stora kreditvolymerna finansierats som bankerna placerat i särskilda företag utanför de egna balansräkningarna. När frågetecknen uppstod kring kreditkvaliteten i några av dessa företag valde många placerare att lämna marknaden och i stället placera sina pengar i statspapper. Det har lett till att räntan på statsskuldsväxlar har sjunkit (se diagram 1:1). Förväntningar om lägre styrräntor har också bidragit till detta.

Ränteskillnaden mellan korta statspapper och interbankräntor har ökat (se diagram 1:2). Samtidigt som räntan på statsskuldsväxlar fallit har interbankräntorna stigit. När investerarna inte längre på samma sätt som tidigare velat finansiera kreditportföljer för vilka det varit svårt att värdera risker har bankerna tvingats överta stora kreditvolymerna från marknaden. Det har skapat en misstro mellan bankerna. Osäkerhet i samband med denna utveckling har fått bankerna att i större utsträckning än vanligt samla likvida tillgångar, vilket lett till stigande interbankräntor. Bristen på likvida tillgångar har lett till att flera centralbanker har ingripit och försett marknaden med tillskott av likvida medel.

Interbankmarknaden har successivt stabiliserats. Under de senaste två månaderna har spreaden mellan interbankräntor och statspappersräntor gradvis fallit. Men ränteskillnaden i Europa mellan tre månaders

statskuldsväxlar och motsvarande interbankränta är fortfarande cirka 50 räntepunkter högre än i juni. Skillnaderna är dock stora beroende på vilken typ av bank det är som lånar. Stora banker som anses förknippade med låg risk kan låna till väsentligt förmånligare räntor än små eller mer riskfyllda banker.

DEN LÅNGA RÄNTEMARKNADEN, INTERNATIONELLT

Räntan på statsobligationer har sjunkit sedan sommaren. Mest har räntan sjunkit i USA, men tendensen har varit densamma i Europa (se diagram 1:3). Att räntan på statsobligationer har sjunkit beror på en kraftigt ökad efterfrågan på riskfria värdepapper, men också på förväntningar om lägre styrränta i USA.

På marknaden för företagsobligationer är det främst obligationer med högre risk som påverkats (se diagram 1:4 och 1:5). Det är tydligt att investerare nu är mer obenägna att investera i tillgångar med högre risk, som obligationer utgivna av bolag med sämre kreditvärdighet. För dessa obligationer har räntorna stigit markant. Däremot har räntorna bara ökat marginellt för obligationslån med god säkerhet. Finansieringskostnaderna på obligationsmarknaden är dock fortfarande låga historiskt sett. I samband med IT-kraschen kring sekelskiftet nådde kreditspreadarna³ betydligt högre nivåer än de gjort nu. Att företagets finansieringskostnader på obligationsmarknaden förblivit låga speglar också att både lönsamhet och balansräkningar i dagsläget är starka. Antalet konkurser ligger kvar på historiskt låga nivåer globalt sett (se diagram 1:6).

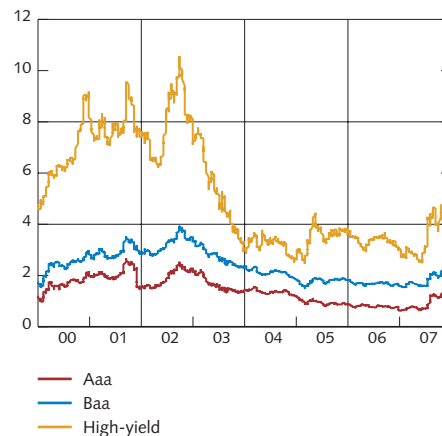
Kreditspreadar för obligationer utgivna av tillväxtekonomier är fortfarande låga i historisk jämförelse (se diagram 1:7). Även tillväxtekonomierna har fått se priset på risk öka, men i relativt liten utsträckning. Många tillväxtländer uppvisar fortsatt förbättrade statsfinanser, och i Asien fortsätter överskotten i bytesbalanserna att växa. Dessutom har tillväxtländer generellt byggt upp stora valutareserver som buffertar. Ett antal tillväxtekonomier betraktas idag av marknaden som förknippade med låg risk.

Riskkapitalbolagens efterfrågan på kreditinstrument kopplade till lånefinansierade företagsförvärv har minskat. Det beror på att flertalet större företagsförvärv som sker via riskkapitalbolag på de internationella marknaderna skjutits på framtiden. Under tredje kvartalet minskade antalet lånefinansierade förvärv med nästan 80 procent i Europa och USA.⁴ Gemensamt för alla lånefinansierade företagsförvärv är att de kostar mer att finansiera än tidigare och att belåningsgraden är lägre.

³ Med kreditspread avses skillnaden mellan räntan på företagsobligationer med en viss löptid och motsvarande ränta på en statsobligation.

⁴ Andelen icke lånefinansierade företagsförvärv minskade samtidigt med 28 procent i USA och med 60 procent i Europa. Se Capital IQ/Standards & Poor's, "Monthly market observations", October 2007.

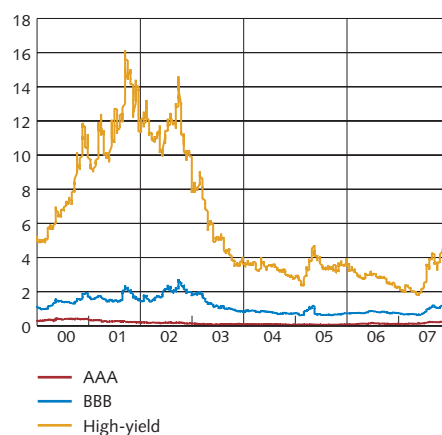
Diagram 1:4. Kreditspreadar för företagsobligationer i USA
Procentenheter



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

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:5. Kreditspreadar för företagsobligationer i Europa
Procentenheter



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

Källa: Reuters EcoWin

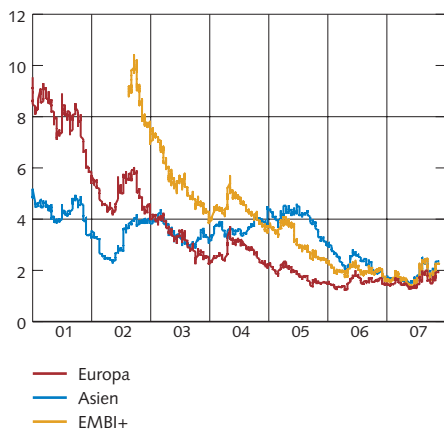
Diagram 1:6. Faktisk konkursgrad, globalt
Procentuell andel av totala antalet företag



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

Källa: Reuters EcoWin

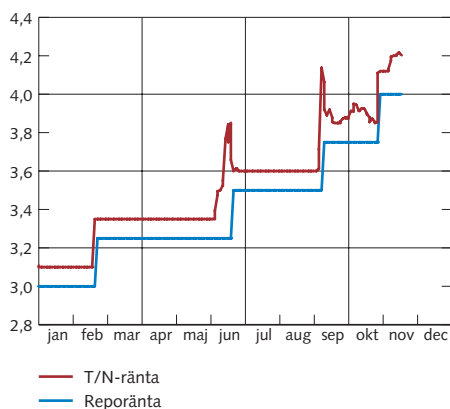
Diagram 1:7. Kreditspreadar för obligationer utgivna av tillväxtekonominer
Procentenheter



Anm. Länderna i EMBI+ är klassificerade som Baa1/BBB+ eller lägre enligt Moody's/Standard & Poor's.

Källa: Bloomberg

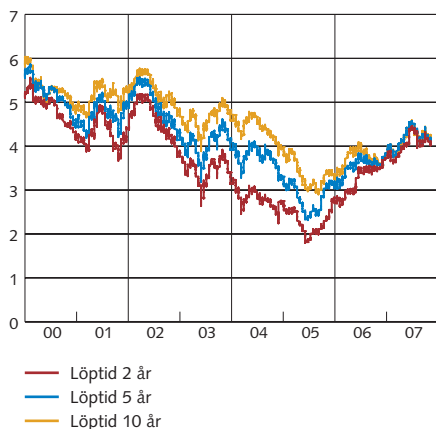
Diagram 1:8. T/N-ränta och reporänta
Procent



Anm. Svensk tomorrow/next (T/N) ränta, det vill säga interbankräntan från imorgon till i övermorgon.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:9. Ränta på svenska statsobligationer
Procent



Källa: Reuters EcoWin

UTVECKLINGEN I SVERIGE

Svenska interbankräntor har stigit. Dagslåneräntan mellan de svenska bankerna har under hela perioden sedan i juni legat fast kring repo-räntan. Den så kallade T/N-räntan (from Tomorrow to the Next day) steg emellertid kraftigt i mitten av september, med nästan 60 räntepunkter (se diagram 1:8). Det skedde i samband med att en större volym bostadsobligationer förföll till betalning, vilket i övergången krävde kort finansiering.⁵ Normalt är T/N-räntan cirka tio räntepunkter högre än reporäntan och variationerna är små.

Att ränteuppgången blev kraftigare än normalt i september kan förklaras av den internationella oron. Till följd av denna möttes svenska banker av högre finansieringskostnader utomlands än normalt. Att svenska interbankräntor anpassas efter förhållandena på den internationella marknaden är en naturlig följd av ett fungerande kurssäkrat räntearbitrage. När svenska räntor är lägre än de internationella ökar efterfrågan på svenska kronor som kan växlas till utländsk valuta. Så har också skett under de senaste månaderna. Dessutom har utländska banker haft ett behov av att söka sig till nya marknader, eftersom deras exponeringar i andra länder redan var stora. Liksom i andra länder har svenska interbankräntor med en till tre månaders löptid stigit mer än de riskfria räntorna med motsvarande löptid.

Räntan på svenska statsobligationer har i stort följt utvecklingen i omvärlden (se diagram 1:3 och 1:9). Däremot har inte räntan på statsskuldsväxlar sjunkit i samma utsträckning i Sverige som i Euroområdet eller i USA. Det hänger samman med att Riksbanken har höjt repo-räntan vid två tillfällen under hösten, med sammanlagt 50 räntepunkter, medan policyräntan i USA sänkts med 75 punkter och den i euroområdet hållits oförändrad.

AKTIEMARKNADEN

Aktiekurserna har varierat kraftigt. När den finansiella oron varit som störst har aktiepriserna fallit generellt, framförallt för finansrelaterade bolag (se diagram 1:10). Företagen i många länder har dock starka balansräkningar och god lönsamhet. När konjunkturen dämpas framöver väntas vinsttillväxten dock bli något lägre.⁶ Värderingen av bolag i termer av P/E-tal ligger något under medelvärdet sedan mitten av 1990-talet och har i stort sett varit oförändrad de senaste fyra åren.⁷ Bankaktierna har naturligt nog påverkats av den finansiella oron, efter-

⁵ Detta skedde även i juni i år när T/N-räntan steg till 60 räntepunkter över reporäntan. Även den gången förklarades uppgången med att banker samlade på sig extra mycket likviditet på grund av oro inför stora förfall i bostadsobligationer.

⁶ Vinsterna för de 70 största bolagen listade på OMX väntas stiga med cirka tio procent 2008 och åtta procent 2009, enligt databasen SME.

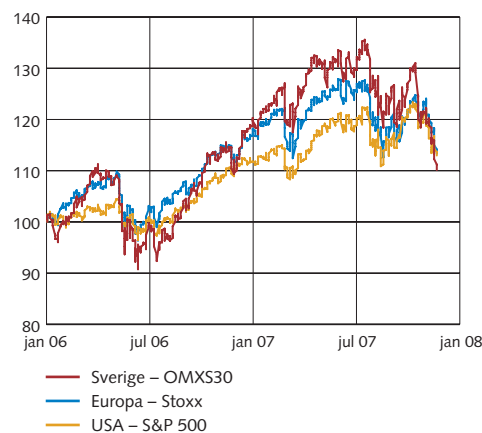
⁷ P/E-tal (price/earnings) beskriver priset på en aktie i förhållande till den förväntade vinstutvecklingen.

som denna i grunden handlar om osäkerhet när det gäller ett antal bankers balansräkningar (se diagram 1:11). I Sverige har utvecklingen varit något svagare än i omvärlden. I Sverige tillkommer en oro för hur överhettningen i de baltiska länderna kan komma att påverka de banker som har verksamhet i dessa länder.

Osäkerheten på aktiemarknaden förväntas fortsätta. Marknadens bedömning är att börskurserna i fortsättningen kommer att visa större variationer än under perioden 2005 till 2006. Den så kallade implicita volatiliteten⁸ ligger nu kring genomsnittet för de senaste tio åren (se diagram 1:12). Det beror till en del på den finansiella oron, men sannolikt också på en osäkerhet om hur konjunkturen utvecklas i USA och Europa.

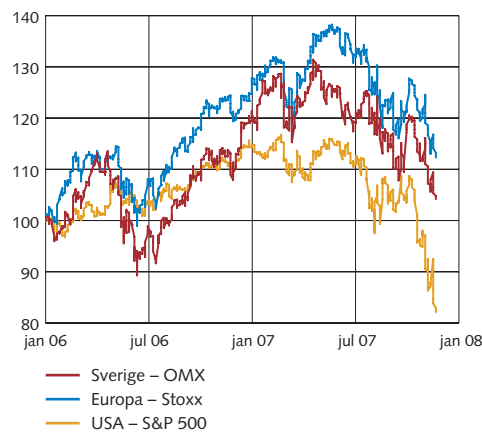
Sammanfattningsvis har den finansiella oron uppstått efter en lång period av en stark internationell konjunktur. Nu går både USA och euroområdet mot en mer dämpad konjunkturutveckling. I det läget har den finansiella oron ökat osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen och dämpat investerarnas vilja att ta risk.

Diagram 1:10. Börsutveckling
Index, januari 2006 = 100



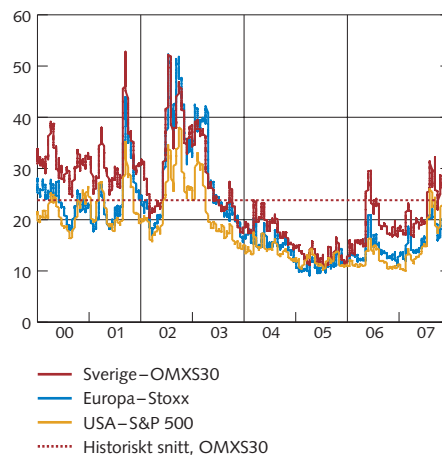
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:11. Utvecklingen i banksektorn på olika börser
Index, januari 2006=100



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:12. Implicit volatilitet på aktiemarknaderna
Procent



Anm. Historiskt snitt avser perioden januari 1996-november 2007.

Källa: Bloomberg

⁸ Den implicita volatiliteten beskriver marknadsaktörernas förväntningar om den framtida volatiliteten och beräknas ur prissättningen av aktieoptioner.

Turbulensen på kreditmarknaden: En genomgång av förloppet sommaren och hösten 2007

Nedan följer en övergripande genomgång av det händelseförlopp som har kommit att påverka den internationella finansiella stabiliteten sedan sommaren, och bakgrunden till det som skedde.

Riskpremierna på de flesta tillgångsmarknader har varit nedpressade till historiskt låga nivåer under flera år. Det har varit speciellt tydligt på kreditmarknaden. De låga riskpremierna har delvis varit motiverade av en stabil makroekonomisk utveckling och få konkurser bland företagen. En lång period av låga räntor och hög riskaptit har också lett till en "jakt på avkastning". Investerare har under flera år medvetet eller omedvetet höjt risken i sina portföljer och banker har tillåtit allt högre belåningsgrader. En korrigerande mot mer rimliga riskpremier var väntad. Men när den skulle inträffa var oklart och när den väl kom överraskade snabbheten och styrkan i justeringen.

Problemen har sitt ursprung i subprime-lån

På den del av den amerikanska bolånemarknaden som tillhandahåller subprime-lån har kreditriskerna varit särskilt höga.⁹ Dessa lån vänder sig till kunder med sämre kreditvärdighet. I många fall har dessa hushåll också lägre ekonomiska marginaler än hushållen i genomsnitt. Problemen för låntagarna började redan under 2005. När räntorna blev högre och huspriserna stagnerade i USA fick allt fler kunder problem med räntebetalningar och amorteringar. Många låntagare med subprime-lån drabbades speciellt hårt, eftersom deras låneränta ofta varit rabatterad under de första åren. Lånen har sedan lagts om till den rådande, högre marknadsräntan tillsammans med ett extra påslag som kompenserar för den högre risken. Det har medfört en kraftigt ökad lånekostnad för dessa låntagare.

Oron spred sig snabbt

Problemen från den relativt begränsade subprime-sektorn i USA fick en snabb spridning under sommaren.¹⁰ Det har sin förklaring i att långgivare ofta säljer vidare bostadslånen till investerare i USA och i omvärlden. Det sker genom att lånen "paketeras om", ofta i flera led, genom så kallade strukturerade produkter som finns i många former.¹¹

Nackdelen är samtidigt att vid varje led i "ompaketeringen" försvåras möjligheten att bedöma riskerna. Produkterna är tekniskt komplicerade och kan ofta bara värderas genom olika teoretiska modeller. Många investerare har därför i stor utsträckning litat på kreditvärderingsinstitut, som klassificerar riskerna, i stället för att göra en egen grundlig bedömning.

Problemen på subprime-marknaden gjorde det allt svårare att beräkna värdet på de underliggande tillgångarna i dessa produkter.

Flera institut med exponeringar mot subprime fick problem

I juni framgick det att två av investmentbanken Bear Stearns hedgefonder lidit stora förluster på tillgångar knutna till subprime-lån. Kort därefter kollapsade fonderna. I början av juli nedgraderade Moody's ratingen för en rad värdepapper med subprime-innehåll. Detta ledde till en ökad oro för subprime-lånens kvalitet, och en kraftigt minskad likviditet i de värdepapperiserade produkterna. Skillnaden mellan de priser som räknades fram via värderingsmodeller och de som noterades på marknaden ökade markant. I många fall fanns över huvud taget inga prisnoteringar på marknaden. I början av augusti stängde den franska banken BNP Paribas tillfälligt tre av sina fonder på grund av svårigheter med att värdera de underliggande tillgångarna.

9 Se ruta "Betalningssvårigheter i den amerikanska subprime-sektorn för bolån", Finansiell Stabilitet 2007:1.

10 Subprime-marknaden motsvarar runt 15 procent av den totala bolånemarknaden och ungefär 10 procent av BNP i USA. Den totala stocken med subprime-lån motsvarande 1 300 miljarder dollar under 2006, enligt Inside Mortgage Finance. Initialt var problemen i huvudsak koncentrerade till den del av subprime-lånen som hade rörliga boräntor, denna del motsvarar cirka sju procent av den amerikanska bolånemarknaden.

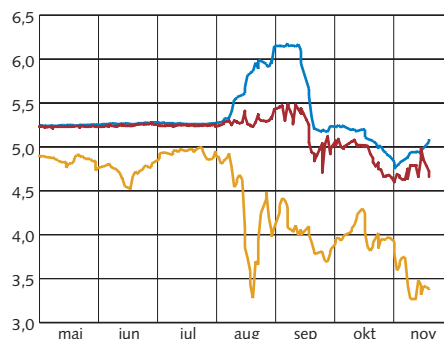
11 Däribland CDO (Collateralised Debt Obligation), CDO's squared och MBS (Mortgage Backed Securities).

Problemen kom att sprida sig vidare till bankernas egna balansräkningar, både i USA och i Europa. Bakgrunden är att många internationella banker har inrättat särskilda bolag, så kallade conduiter och SIV:ar (se nedan). Dessa bolag har inrättats i syfte att inneha speciella tillgångar, till exempel strukturerade kreditprodukter. De finansierar sig ofta genom att ge ut certifikat med kort löptid (så kallade Asset Backed Commercial Papers, ABCP). Dessa certifikat är samtidigt säkrade mot bolagets underliggande tillgångar. Ofta har moderbanken dessutom gett likviditetsgarantier till dessa bolag. I slutet av juli meddelade den tyska banken IKB att den lidit stora förluster genom en conduit som var kraftigt exponerad mot subprime-marknaden. Några veckor senare drabbades ytterligare en tysk bank, Sachsen Landesbank. Dessa var de två banker som hade störst likviditetsgarantier i förhållande till sin finansiering av de europeiska bankerna.¹² Effekten blev att efterfrågan på ABCP sjönk markant och räntorna steg kraftigt (se diagram R1). De högre räntorna gjorde det i sin tur mycket dyrt att refinansiera sig på ABCP-marknaden. Den utestående stocken av ABCP sjönk under hösten med en fjärdedel eller nästan 300 miljarder dollar (se diagram R2).

Problemen spred sig till interbankmarknaden

De kraftigt höjda premierna på ABCP-marknaden skapade en akut risk för att fler banker likt de drabbade tyska bankerna skulle tvingas infria kreditlöften till sina investeringsenheter. Osäkerheten om vilka banker som låg ute med sådana garantier, och därmed vilka som potentiellt hade stora kreditförluster, gjorde bankerna ovilliga att låna ut pengar till varandra. Den allmänna osäkerheten gjorde också att många banker valde att förstärka sina reserver av likvida medel. Konsekvensen blev att räntorna på interbankmarknaden steg kraftigt.

Diagram R1. Ränta på amerikanska företagscertifikat samt statsskuldväxel
Procent, löptid 3 månader

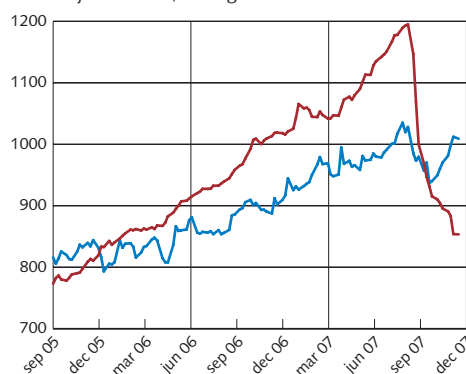


— Finansiella certifikat
— Tillgångssäkrade certifikat
— Statsskuldsväxel

Anm. Tillgångssäkrade certifikat är detsamma som Asset Backed Commercial Paper (ABCP).

Källa: Federal Reserve Bank

Diagram R2. Utestående stock av amerikanska företagscertifikat
Miljarder dollar, säsongrensad



— Tillgångssäkrade certifikat
— Ej tillgångssäkrade certifikat

Anm. Tillgångssäkrade certifikat är detsamma som Asset Backed Commercial Paper (ABCP).

Källa: Federal Reserve Bank

Flera centralbanker har agerat

Centralbanker har på olika sätt agerat för att underlätta marknadens funktionssätt. ECB valde initialt att låta bankerna låna utan extra kostnad till sin rådande styrränta på fyra procent. Intresset för att göra detta från bankernas sida visade sig vara stort och närmare 100 miljarder euro lånades ut. Även Federal Reserve bistod med extra likviditet för att underlätta bankernas finansiering. Federal Reserve har även valt att sänka räntan vid två tillfällen till 4,5 procent. ECB har valt att lämna styrräntan oförändrad.

Den 13:e september meddelade den brittiska banken Northern Rock att den hade akuta finansieringsproblem och vände sig till Bank of England för nödkrediter. Northern Rock hade

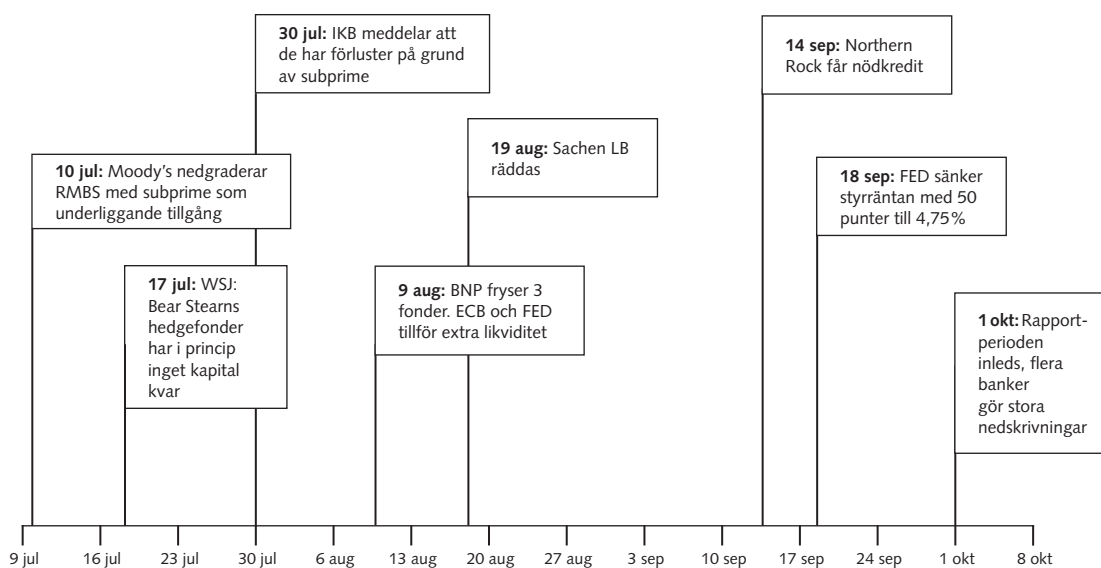
¹² Fitch Ratings, "Asset-Backed Commercial Paper & Global Banks Exposure -10 key questions", 12 september 2007.

i hög utsträckning finansierat sig på certifikats- och interbankmarknaden och drabbades omedelbart av bristen på likviditet. När bankens problem blev kända uppstod en uttagsanstormning från insättarna och aktien rasade. Som en följd gick de brittiska myndigheterna ut med ytterligare garantier och en förstärkning av insättningsgarantin. Fram till krisen var Northern Rock Storbritanniens femte största låneinstitut.

Banker har rapporterat stora förluster

Under oktober och november har flera stora banker rapporterat stora nedskrivningar till följd

av exponeringar mot subprime-sektorn. Bland annat har USA:s största bank, Citigroup, skrivit ned värdet av sina subprime-relaterade tillgångar motsvarande 6,5 miljarder dollar. Därefter har banken flaggat för att värdet kan komma att behöva skrivas ned med ytterligare 11 miljarder dollar. Även andra finansiella aktörer, däribland Morgan Stanley, Merrill Lynch och UBS har kommit med liknande besked, även om nedskrivningarna i de fallen inte varit riktigt lika höga som för Citigroup. Andra investmentbanker har emellertid fortsatt att visa goda resultat och förefaller inte vara drabbade av några betydande förluster.



FAKTARUTA – CONDUITER OCH SIV:AR

Banker använder sig av i princip tre olika typer av företagsformer för investeringar i värdepapper: Conduit, Structured Investment Vehicles (SIV) och SIV lite. Dessa ligger utanför bankernas balansräkningar och finansierar sig i stor utsträckning på marknaden för tillgångssäkrade certifikat (ABCP). Det finns även SIV:s och SIV lites som inte är sponsrade av banker.

En **conduit** är ett bolag som har avskiljts från bankens balansräkning i syfte att tjäna pengar på bankens värdepapperiserade tillgångar. Conduiter kan ha en bred tillgångsmassa som inkluderar olika typer av lån och strukturerade produkter. I genomsnitt är cirka tio procent av conduiternas exponering mot bostadslån. Conduiter har finansierats med certifikat med korta löptider, det vill säga i första hand ABCP:s. Conduiter har en likviditetsgaranti från moderbanken som garanterar att de som investerat i ABCP får tillbaka sina pengar om conduiten inte kan refinansiera sig på certifikatmarknaden. Kreditvärderingarna för ABCP:s från conduiter har varit höga bland annat till följd av likviditetsgarantin. Conduiterna ger ut merparten av alla ABCP:s, motsvarande nästan 80 procent av den totala stocken.

SIV:ar skiljer sig från conduiter i den bemärkelsen att de är betydligt högre belånade, ofta 15 till 20 gånger det egna kapitalet. De finansieras inte bara på den korta marknaden, utan i betydande utsträckning också med företagsobligationer med längre löptider, så kallade medium term notes (MTN). Skulderna i en SIV delas in i olika segment (trancher) som har olika rating. Om en SIV gör förlust drabbar det i första hand ägarna av de segment som har lägre rating, och därefter ägarna till segment med högre rating. SIV:ar är till mellan 20 och 25 procent exponerade mot säkerheter med bolån som underliggande tillgång.

Den tredje varianten, **SIV lites**, har mindre krav på att sprida sina tillgångar, och kan därför ha betydligt större koncentrationer i sina innehav. Tillgångarna består i princip helt av strukturerade produkter med bolån (inklusive subprime-lån) som underliggande tillgångar. En SIV lite finansierar sig i större utsträckning på certifikatmarknaden jämfört med vanliga SIV:ar och har visat sig vara mer sårbara för förluster relaterade till bristande likviditet. SIV och SIV lites har inte likviditetsgarantier från banker i samma utsträckning som conduiter. De har därför i större utsträckning tvingats sälja tillgångar i form av likvida värdepapper med kort löptid och hög rating, till exempel värdepapperiserade kreditkortslån och billån, för att kunna finansiera förfallande skulder.

Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna

Att priset på risk skulle justeras var inte oväntat efter en lång period av anmärkningsvärt låga riskpremier. Det som däremot har överraskat är snabbheten och styrkan i korrigeringen. Betydande oro återstår när det gäller de faktorer som ligger bakom utvecklingen. Oron handlar dels om svårigheten att värdera finansiella produkter med subprime-lån som underliggande tillgångar och dels om vilka som faktiskt bär risken i de problemfyllda tillgångarna. Utlåningen till subprime-marknaden är dock begränsad i förhållande till bankernas totala tillgångar.

Det kommer att ta tid innan alla problemen kommer upp till ytan, hittills har långt ifrån alla förluster från subprime-sektorn realiserats. Oklart är också i vilken utsträckning marknaden utanför bankerna i fortsättningen kommer att vilja finansiera strukturerade produkter. Även om det finns tecken på att interbankmarknaden håller på att tillfriskna är det en öppen fråga hur snabbt det kommer att ske.

Sårbarheten för nya störningar har samtidigt ökat. Skulle betalningsproblemen på subprime-marknaden sprida sig till andra delar av den amerikanska lånemarknaden kan oron kring värdering och spridningsrisker öka ytterligare. Dessutom är marknaden, innan den tillfrisknat, känslig för andra störningar.

De svenska bankerna har hittills berörts endast marginellt. I första hand har de drabbats genom fallande värde på kredittillgångar och något dyrare finansiering. Att de svenska bankerna skulle få solvensproblem till följd av den finansiella turbulensen är inte sannolikt. Men bankernas betydande beroende av internationell finansiering gör dem sårbara för händelser som kan påverka deras möjlighet till kortfristig upplåning.

■ De svenska bankernas låntagare

Låntagarna har i dagsläget goda förutsättningar att betala sina lån, det gäller både företag och hushåll. Men för vissa grupper av låntagare har riskerna ökat något. Utlåningen i de baltiska länderna utgör en allt större andel av bankernas totala utlåning och det överhettade ekonomiska läget är en källa till oro. Kommersiella fastighetsbolag är en annan låntagargrupp som är förknippad med högre risker.

Att följa utvecklingen för de svenska bankernas låntagare utgör en viktig del i stabilitetsanalysen eftersom kreditrisken är den i särklass största risk som bankerna är exponerade mot. Det här kapitlet inleds med en genomgång av den svenska hushållssektorn, som står för 27 procent av bankernas totala utlåning (se diagram 2:1).¹³ Därefter analyseras den svenska företagssektorn som står för 22 procent av bankernas totala utlåning. Fastighetsbolagen utgör en betydande låntagargrupp och behandlas därför i ett särskilt avsnitt, tillsammans med utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden. En allt större del av bankernas utlåning riktas till utlandet. Avslutningsvis behandlas därför låntagarna på de marknader utanför Sverige där de svenska bankerna är aktiva.

Den svenska hushållssektorn

För att få en uppfattning om hur riskerna utvecklas i hushållssektorn analyseras bland annat hushållens sparande och skuldsättning, hushållens utveckling och hushållens förmåga att betala sina lån.

Hushållens ekonomiska situation har förbättrats ytterligare. Hushållens reala disponibla inkomster ökade med 4,8 procent andra kvartalet 2007 jämfört med samma kvartal förra året. Det beror på en rad faktorer som högre löner, och sysselsättning samt sänkta och slopade skatter. Också sparandet har stigit under denna period (se diagram 2:2). Hushållens förmögenhet har vuxit under de senaste åren.¹⁴ Sammantaget innebär det att hushållens buffertar mot negativa händelser har ökat. Under de senaste åren har hushållen valt att spara på inlåningskonton i bank snarare än att placera i aktier och aktiefonder (se diagram 2:3).

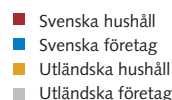
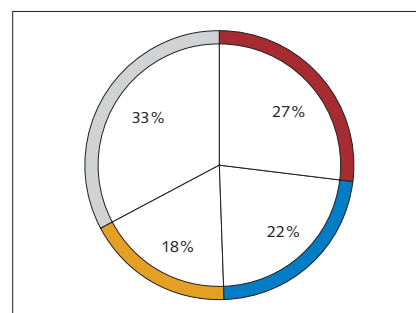
Hushållens skulder har fortsatt att öka i hög takt under 2007. Sedan årsskiftet ligger ökningstakten på närmare tolv procent, vilket fortfarande är en hög ökningstakt i ett historiskt perspektiv (se diagram 2:4). Merparten av hushållens lån har gått till att finansiera bostadsköp och mer än 85 procent av lånestocken har fastigheter som säkerhet. Bostadsinstituten står för den största delen av utlåningen,

¹³ På koncernnivå (inklusive utländsk verksamhet) under det andra kvartalet i år.

¹⁴ Hushållens finansiella tillgångar, vilka här anges exklusive sparandet via kollektiva avtalsförsäkringar samt sparandet i premiepensioner, har ökat från 150 procent 2002 till 210 procent av disponibel inkomst 2006, enligt Finansräkenskaperna. En del av detta kan antas vara likvida tillgångar och kan fungera som buffert på ganska kort sikt.

Diagram 2:1. Bankernas utlåning fördelad på svenska och utländska hushåll och företag för andra kvartalet 2007

Procent

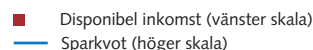
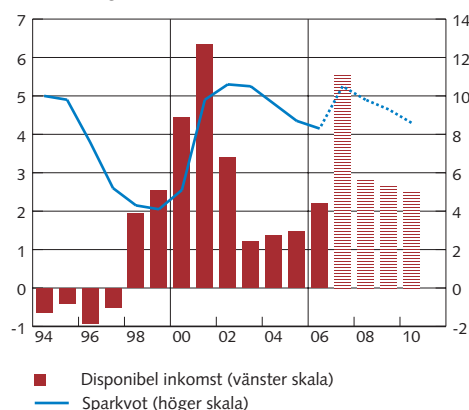


Källa: Riksbanken

Diagram 2:2. Hushållens reala disponibla inkomster samt sparkvot

Årlig procentuell förändring

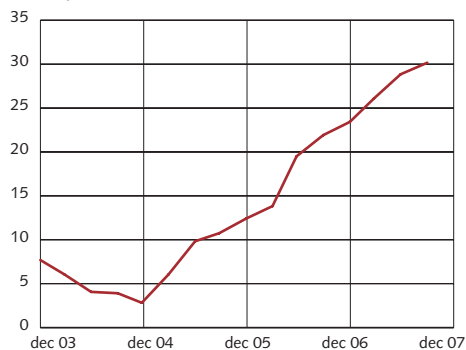
Procent av disponibel inkomst



Anm. Den streckade linjen och de streckade staplarna visar Riksbankens prognos som presenterades i Penningpolitisk rapport 2007:3.

Källor: SCB och Riksbanken

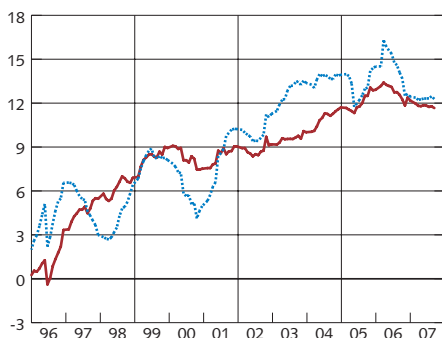
Diagram 2:3. Hushållens nysparande på inlåningskonto
Miljarder kronor



Anm. Hushållens nysparande motsvarar det nettobelopp hushållen sätter in på inlåningskonton. Rullande fyra kvartals medelvärde.

Källa: SCB

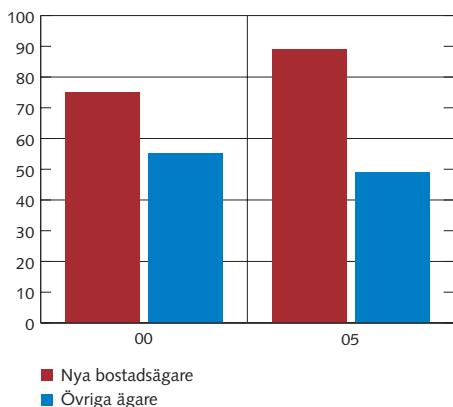
Diagram 2:4. Hushållens upplåning
Årlig procentuell förändring



— Totalt
..... Bostadsinstitut

Källa: Riksbanken

Diagram 2:5. Hushållens belåningsgrad
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

medan en mindre del ligger i bankerna i form av topplån och andra sorters lån. Även hushållens konsumtionskrediter, det vill säga lån utan säkerhet, fortsätter att öka. I september var ökningstakten drygt 13 procent i årstakt. Konsumtionskrediter uppgår till knappt åtta procent av den totala lånestocken. Hushållen har de senaste åren tillåtit en högre belåningsgrad och även beviljats amorteringsfria lån i större utsträckning än tidigare.

För merparten av alla hushåll har belåningsgraden minskat, men för nyblivna bostadsägare har den däremot stigit snabbt.¹⁵ En jämförelse visar att andelen nyblivna bostadsägare steg från två till fyra procent av hushållen mellan åren 2000 och 2005. Samtidigt steg belåningsgraden.¹⁶ De nyblivna bostadsägarna belånade sig till 75 procent under 2000 men för de hushåll som köpte bostad 2005 uppgick belåningsgraden till hela 89 procent (se diagram 2:5). Därmed har riskerna ökat påtagligt för de hushåll som gjort en senare debut på bostadsmarknaden. Dessa nyblivna bostadsägare utgör dock en mycket begränsad andel av samtliga bostadsägare. Över 95 procent av de hushåll som äger sitt boende har gjort det under minst två år och dessa har i stället fått en minskad belåningsgrad (se diagram 2:5).

Andelen hushåll som saknar buffertar har minskat marginellt.¹⁷

Andelen hushåll som inte uppnår en skälig levnadsstandard efter att räntor och övriga boendekostnader är betalda utgör strax över sju procent av de belånade hushållen. Andelen lån av den totala lånestocken som hålls av hushåll utan buffertar har dock ökat något från fem procent till ungefär sex procent.

Räntorna på bostadslån har fortsatt att stiga (se diagram 2:6). Det är dels en effekt av att styrräntan stigit, dels en effekt av oron på kreditmarknaden. Räntorna på lån med kort löptid har stigit mest. Sedan början av augusti har de rörliga bolåneräntorna stigit med runt 0,5 procentenheter. Den finansiella oron har lett till att bankerna har fått högre finansieringskostnader. De har emellertid inte kompenserat sig fullt ut för den högre interbankräntan, vilket talar för att boräntorna kommer att stiga ytterligare framöver (se kapitel 3). Endast 40 procent av de nya bostadslånen tas till rörlig ränta, vilket är lågt i ett historiskt perspektiv (se diagram 2:7).

Hushållens högre skuldsättning har medfört ökad skuldkvot och ökad räntekvot. Hittills i år har skuldkvoten, skulderna i förhållande till disponibla inkomster, ökat till 147 procent. För hushåll i storstäderna är skuldkvoten sannolikt ännu högre. Snabbt stigande skulder i kom-

¹⁵ Riksbanken har använt SCB:s longitudinella individdatabas (LINDA) tillsammans med information om förmögenheter. Se även ruta "Hur sårbara är skuldsatta hushåll?", Finansiell stabilitet 2007:1.

¹⁶ Belåningsgraden anger hushållets totala skulder (exklusive studieskulder) som andel av värdet på den ägda bostaden.

¹⁷ Till detta har SCB:s årliga tvärsnittsundersökning över hushållens ekonomi (HEK) använts. Då den senaste undersökningen genomfördes 2005 har dessa data skrivits fram med hjälp av senare utfall från finansräkenskaperna och nationalräkenskaperna, till och med första halvåret 2007, samt Riksbankens prognoser för andra halvåret 2007. Läs även om detta i Finansiell stabilitet 2007:1 och 2006:1.

bination med stigande räntor har också bidragit till en höjd räntekvot, hushållens ränteutgifter i förhållande till disponibla inkomster. Fram till juni i år uppgick räntekvoten till 4,0 procent av den disponibla inkomsten. Ur ett historiskt perspektiv är detta fortfarande mycket lågt (se diagram 2:8).

Hushållens skuldkvot och räntekvot kommer sannolikt att fortsätta stiga gradvis (se diagram 2:8). Eftersom den svenska ekonomin väntas fortsätta att utvecklas väl antas också hushållens upplåning fortsätta öka. Men den kraftiga ökningen i upplåningen kommer sannolikt dämpas något till följd av högre räntor och att konjunkturen successivt går in i en lugnare fas. Det talar för att uppgången i skuldkvoten och räntekvoten därmed kommer att mattas något. Prognosen över både skuld- och räntekvot är dock något uppreviderad sedan förra stabilitetsrapporten. Anledningen är att hushållen har ökat sin upplåning snabbare än väntat under 2007.

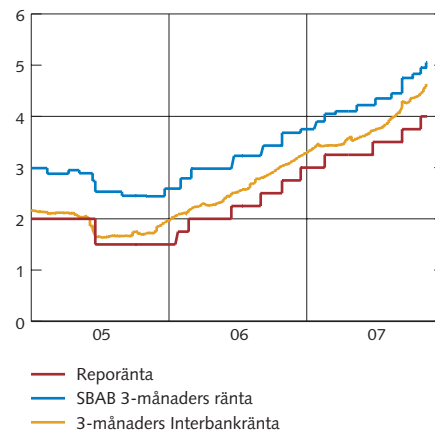
Den kraftiga prisuppgången på småhus har dämpats under hösten.

Huspriserna i landet har i stort sett legat stilla sedan augusti månad. På årsbasis är dock ökningstakten fortfarande mycket hög. I oktober var huspriserna 11 procent högre än samma månad förra året (se diagram 2:9 och 2:10). Så gott som hela denna ökning kan hänföras till första halvåret av 2007. Utvecklingen varierar samtidigt mellan regioner. I Stockholm har priserna stigit något mer än genomsnittet, ökningstakten var 16 procent i årstakt i oktober. Göteborg och Malmö ligger däremot kring genomsnittet.¹⁸ Enligt statistik från mäklare har kvadratmeterpriserna på bostadsrätter gått ner något under september och oktober.¹⁹ Denna bild stöds även av en enkätundersökning bland fastighetsmäklare genomförd av SBAB. Enligt denna undersökning förväntar sig mäklarna fallande priser för bostadsrätter i vissa storstadsregioner under årets sista kvartal. Det är för tidigt att tolka dessa signaler som ett trendbrott, då det i slutet av förra året också inträffade en dämpning (se diagram 2:11).

Huspriserna kommer sannolikt inte att öka i lika hög takt de kommande åren. Det som talar för att prisökningen inte blir lika hög som tidigare är att konjunkturen successivt väntas gå in i en lugnare fas. Samtidigt bidrar det högre ränteläget till att göra lånekostnaden högre än tidigare. Indikatorer som SBAB:s mäklarbarometer och SEB:s boprisindikator tyder också på en lugnare utveckling på bostadsmarknaden framöver.

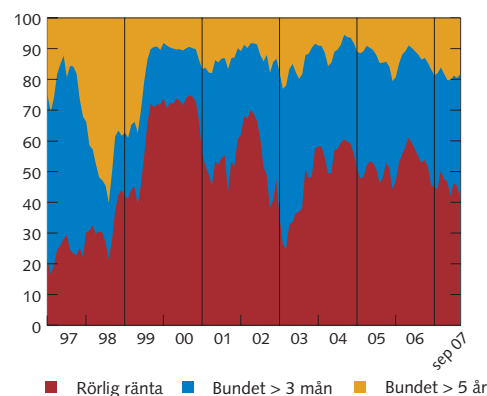
Förslaget om slopad fastighetsskatt träder i kraft från och med nästa år. I stället inför regeringen en årlig kommunal avgift på 0,75 procent av taxeringsvärdet, men högst 6 000 kronor per bostad. Det innebär att alla hushåll som tidigare betalat mer än 6 000 kronor per år i

Diagram 2:6. SBAB 3-månaders rörlig, 3-månaders Interbankränta samt reporänta
Procent



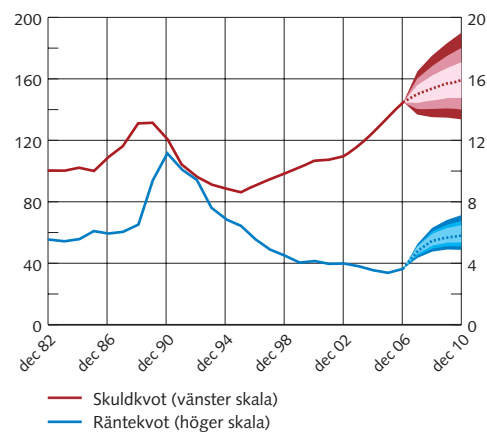
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:7. Andelar olika bindningstider för hushållens nya lån
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram 2:8. Hushållens skulder och ränteutgifter som andel av disponibel inkomst
Procent



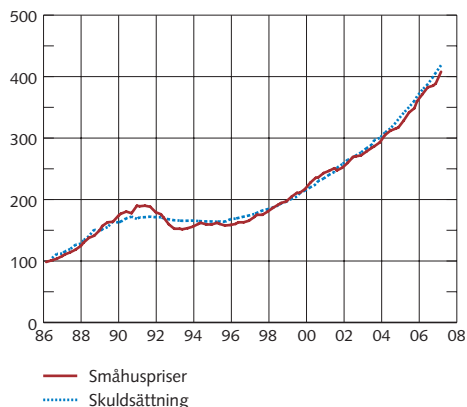
Anm. Osäkerhetsintervallen visar de intervall inom vilka skuld- och räntekvoten med 50, 75 och 90 percents sannolikhet bedöms hamna, givet Riksbankens huvudscenari i Penningpolitisk rapport 2007:3.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁸ Enligt SCB.

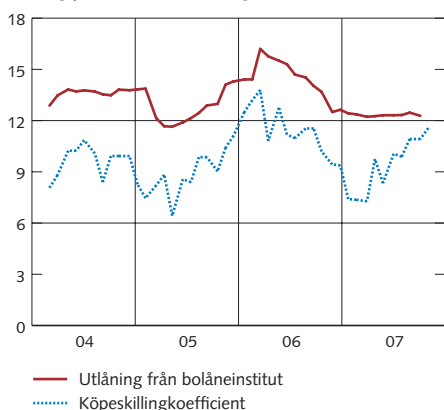
¹⁹ Den mäklarbaserade statistiken på medelkvadratpriser beskriver först och främst prisbilden i storstadsområdena.

Diagram 2:9. Hushållens skuldsättning samt småhuspriser
Index 1986=100



Källor: SCB och Riksbanken

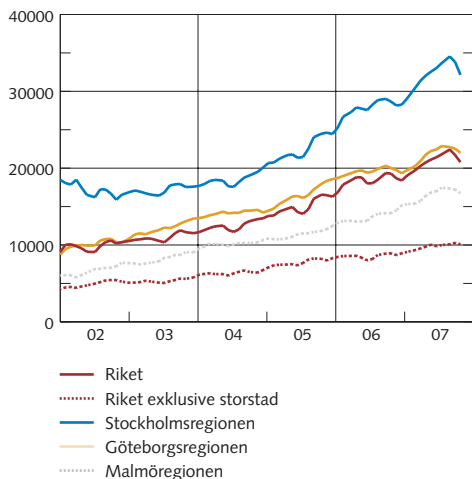
Diagram 2:10. Hushållens skulder i bolåneinstitut och köpeskillingskoefficient i riket
Årlig procentuell förändring



Anm. Köpeskillingskoefficienten är fastighetens köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde, även kallat K/T-tal. Den procentuella förändringen av detta tal motsvarar således prisutvecklingen.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:11. Bostadsrättspriser
Kronor per kvadratmeter



Källa: www.maklarstatistik.se

fastighetsskatt får en lägre månadskostnad. För att finansiera detta har regeringen föreslagit att det införs ett tak för uppskov på 1,6 miljoner kronor, och att en ränta på 0,5 procent betalas på uppskovet. Dessutom höjs skatten på kapitalvinst vid försäljning av bostad.²⁰

Hur detta påverkar hushållen och deras efterfrågan på bostäder är svårt att bedöma. Generellt kan den lägre kommunala avgiften leda till att huspriserna stiger något. En husköpare som enbart tar hänsyn till den löpande månadskostnaden kan använda pengarna till högre ränteutgifter och därmed ta ett större lån. Samtidigt kan en temporär effekt vara att många väljer att sälja sin bostad innan de nya reglerna börjar gälla. Ett sådant agerande ökar utbudet. Till viss del kan den planerade förändringen av fastighetsskatten redan ha påverkat priserna på småhus, eftersom förslaget presenterades redan i vårpropositionen.

På lång sikt bör bostadspriserna och hushållens skulder öka ungefär i samma takt som hushållens disponibla inkomster. Om hushållen ska kunna betala sina lån bör skulderna inte varaktigt öka mer än inkomsterna. De senaste tio åren har SCB:s fastighetsprisindex emellertid stigit med närmare 140 procent medan de disponibla inkomsterna har stigit med drygt 45 procent. Förklaringen till prisuppgången under perioden är bland annat lägre räntor än tidigare och förändringar på bolånemarknaden, såsom amorteringsfria lån samt högre belåningsgrader.²¹

Sammanfattningsvis har belåningsgraderna ökat för nyblivna bostadsägare. Det gör dessa hushåll speciellt känsliga för oväntade negativa händelser. Men trots en kraftigt ökad skuldsättning bland hushållen finns inget som tyder på att denna låntagargrupp kan orsaka bankerna allvarliga kreditförluster. Samtidigt är betalningsförmågan god hos de svenska hushållen generellt och buffertar mot negativa händelser har ökat.

²⁰ Från och med den 1 januari 2008 uppgår kapitalvinstskatten på bostäder till 22 procent.

²¹ Se även ruta "Bolåneaktörers förändrade lånevillkor", Finansiell Stabilitet 2007:1.

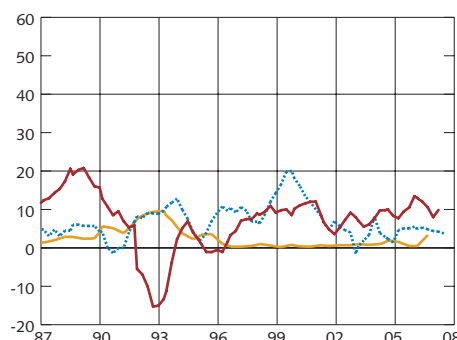
Husprisutvecklingen i omvärlden

Liksom i Sverige har huspriserna i omvärlden, med ett fåtal undantag, stigit kraftigt under de senaste tio åren. En stor del av denna uppgång beror på globala faktorer som hög och stabil ekonomisk tillväxt samt låga räntor. Därutöver finns det ofta specifika faktorer i varje land som bidragit till att huspriserna ökat fort. Det handlar till exempel om demografiska förändringar, förändrade marknader för bolån och olika restriktioner för bygglov.²² I ett antal länder ökar priserna fortfarande med runt tio procent per år. Det gäller till exempel Sverige, Australien och Storbritannien (se diagram R3 och R4).

I ett antal länder ökar priserna nu i en långsammare takt än tidigare. I Danmark, Irland, Frankrike, Spanien och USA har huspriserna bromsat in eller fallit (se diagram R5 och R6). En bidragande orsak är den åtstramning av penningpolitiken som inleddes under 2004 och 2005. Därutöver tillhör Danmark, Irland, Frankrike och Spanien de OECD-länder där huspriserna tidigare ökat mest i förhållande till de disponibla inkomsterna.²³ Det betyder att sannolikheten för korrigeringar av bostadspriserna är större. Vidare kan det finnas specifika faktorer i de olika länderna som tidigare gjort att huspriserna ökat snabbt, men som nu i stället bidrar till inbromsningen. På Irland var det till exempel vanligt att man köpte bostäder som man sedan hyrde ut. Det har inneburit att bostäder köpts som investeringsobjekt, vilket kan medföra större prisrörelser när efterfrågan faller. På samma sätt fanns det i Spanien en stor efterfrågan från utländska köpare som förvärvade bostäder i investeringssyfte.

I USA började huspriserna falla under 2006. När nu allt fler får problem med att betala sina lån, och allt fler hus går till utmätning, bidrar detta till att bostadspriserna faller. Men det finns betydande regionala skillnader på den amerikanska bostadsmarknaden. På vissa ställen i USA ökar huspriserna fortfarande, men den allmänt nedåtgående trenden är tydlig (se diagram R7).

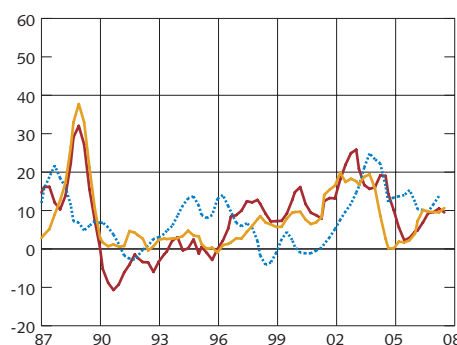
Diagram R3. Huspriser
Årlig procentuell förändring



— Sverige
... Nederländerna
— Tyskland

Källa: Reuters EcoWin

Diagram R4. Huspriser
Årlig procentuell förändring



— Storbritannien
... Nya Zeeland
— Australien

Källa: Reuters EcoWin

Erfarenheter visar att huspriser ofta samvarierar mellan länder. Men eftersom bostäder är en vara som inte handlas över nationsgränser är det inte uppenbart hur prisförändringar i ett land kan spridas till ett annat. Dock finns det andra kanaler som kan förklara varför husprisernas utveckling följs åt internationellt.²⁴ För det första kan det spegla förändringar i det internationella konjunkturläget. För det andra har den ökade globala finansiella integrationen inneburit att hushållens finansiella förmögenhet, och därmed betalningsförmåga vid bostadsköp, blivit mer beroende av utvecklingen i andra länder.

För det tredje är det sannolikt att de nationella bostadsmarknaderna blivit mer känsliga för situationen på de internationella kapitalmarknaderna. Kapitalmarknaderna fungerar både som finansieringskälla och som försäljningsplats för de bostadslån som värdepapperiserats. I den mån det inträffar störningar på kapitalmarknaderna kan detta påverka bolåneinstitutet.

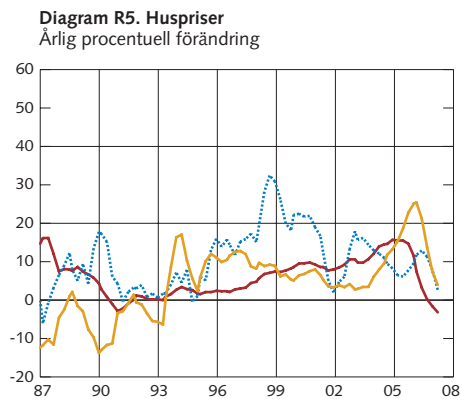
22 Committee on the Global Financial System (2006): "Housing Finance in the Global Financial Market", CGFS papers, No 26.

23 IMF, World Economic Outlook, oktober 2007.

24 IMF, World Economic Outlook, september 2004.

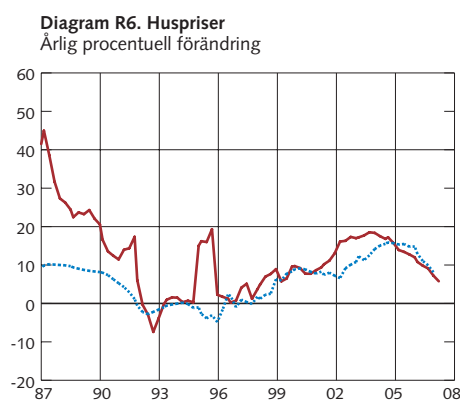
— USA
 Irland
 — Danmark

Källa: Reuters EcoWin



— Spanien
 Frankrike

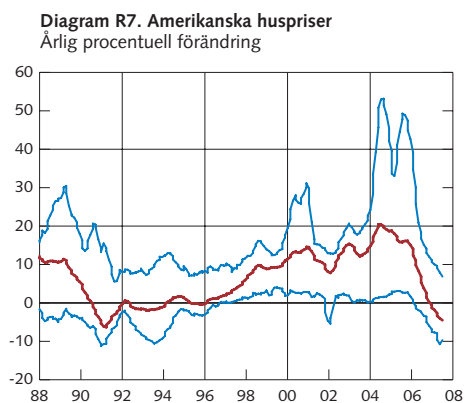
Källa: Reuters EcoWin



— Composite index
 — Min/Max

Anm: Huspriserna är definierade enligt S&P/Case-Shiller. Max- och minvärdena visar de städer i indexet där huspriserna ökar mest respektive minst.

Källa: Reuters EcoWin



Under den senaste tidens marknadsoro steg riskpremierna för utlåning generellt. Om detta leder till permanent högre riskpremier kommer det att bli dyrare för bolåneinstituten att finansiera sin verksamhet. Detta kan i sin tur höja de bolåneräntor som hushållen möter och därmed även dämpa utvecklingen i bostadspriserna.

Den svenska företagssektorn

Omkring 22 procent av de fyra största bankernas totala utlåning går till de svenska företagen. Riksbanken följer utvecklingen inom företagssektorn för att på ett tidigt stadium få en uppfattning om hur riskerna i utlåningen utvecklas. Detta görs genom att Riksbanken analyserar utvecklingen av några centrala finansiella nyckeltal. Denna analys kompletteras sedan med en bedömning av kapitalkostnaden samt företagens kreditkvalitet inom de närmast följande åren.²⁵

Företagens upplåning från kreditinstitut fortsätter att öka i hög takt.

I september ökade upplåningen med nästan 14 procent på årsbasis (se diagram 2:12).²⁶ Den höga ökningstakten kan till stor del förklaras av de senaste årens uppgång i investeringarna. Lånefinansierade företagsförvärv genom riskkapitalbolag har också bidragit till den ökade upplåningen.²⁷

Företagen har successivt ökat sin lönsamhet och minskat sin skuldsättningsgrad.

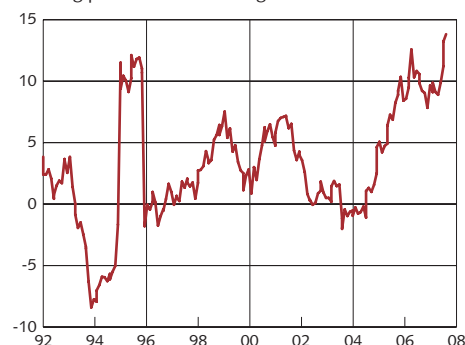
Den förbättrade ekonomin hos företagen följer på flera år av stark konjunktur. Det senaste halvåret har den positiva utvecklingen förstärkts.²⁸ Den starka vinstutvecklingen speglas i avkastningen på totalt kapital som har förbättrats ytterligare under de senaste åren (se diagram 2:13). Företagen har dessutom lyckats förrenta det totala kapitalet mer än vad långivarna krävt i genomsnittlig ränta. Samtidigt har bolagen minskat sin skuldsättningsgrad (se diagram 2:14).

Företagens starka utveckling har lett till att antalet konkurser har fortsatt att falla (se diagram 2:15). I september sjönk företagskonkurserna med tio procent jämfört med samma period 2006. Sett till årets första nio månader har konkurserna minskat med fem procent jämfört med samma period året innan. Det är en väntad utveckling mot bakgrund av den starka konjunkturen. Bilden är dock splittrad både geografiskt och branschmässigt. I storstäderna har konkurserna minskat mest. Detsamma gäller transport-, IT- och tjänstebanscher.

Företagens kapitalkostnader kommer sannolikt att öka framöver.

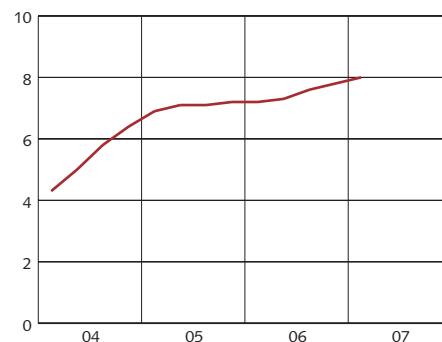
Det motiveras av ökade finansieringskostnader (se diagram 2:16). Utgångspunkten för bedömningen av risk i företagssektorn är den vägd kapitalkostnaden för eget och lånat kapital.²⁹ Kostnaden för nettoskulden är skuldräntan, medan kostnaden för eget kapital är den avkastning som aktieägarna förväntar sig att få på det egna

Diagram 2:12. Företagens upplåning från kreditinstitut
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

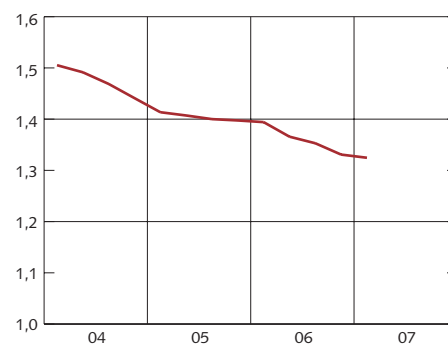
Diagram 2:13. Lönsamhet i svenska börsnoterade företag
Procent



Anm. Lönsamheten definieras som rörelseöverskottet i förhållande till totala tillgångar.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 2:14. Skuldsättningsgrad i svenska börsnoterade företag
Kvot



Anm. Skuldsättningsgraden definieras som skulderna i förhållande till eget kapital.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

25 Analysen koncentreras till de börsnoterade icke-finansiella företagen om inget annat anges.

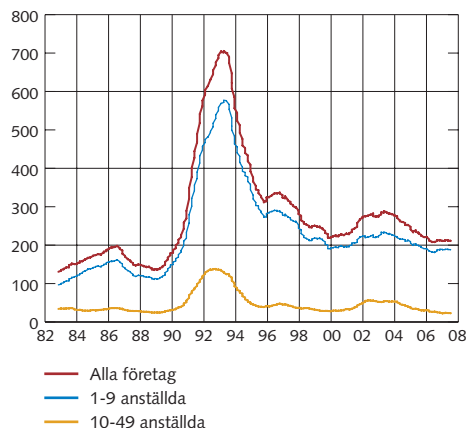
26 Avser alla företag oavsett organisationsform.

27 I Finansiell stabilitet 2007:1 gjorde Riksbanken bedömningen att cirka 36 procent av bankernas nyupplåning gått till att finansiera företagsförvärv.

28 Det visar delårsrapporter för de icke-finansiella företagen noterade på Stockholmsbörsen.

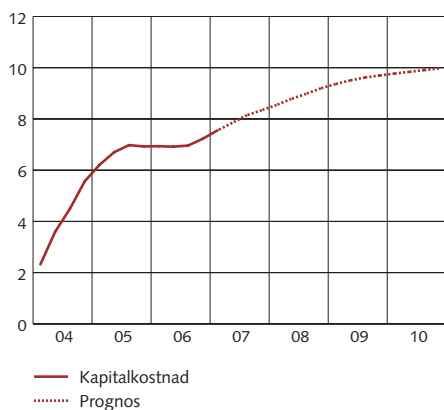
29 Generellt sett avspeglar kapitalkostnaden kostnaden för användningen av kapital. Bruttoavkastningen på det marginella investeringsprojektet måste vara tillräckligt stor för att täcka dels marknadens krav på alternativavkastning dels den ekonomiska värdeminskningen på realkapitalet.

Diagram 2:15. Antal företagskonkurser fördelat efter företagsstorlek
Tolv månaders glidande medelvärde



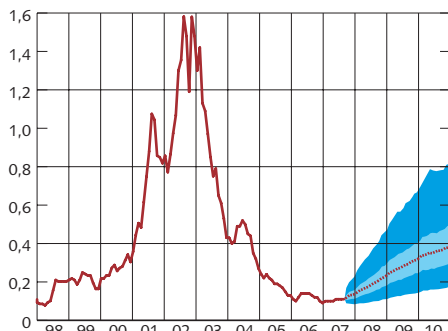
Källa: SCB

Diagram 2:16. Den genomsnittliga kapitalkostnaden för de börsnoterade aktiebolagen
Procent



Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 2:17. Förväntade konkurssannolikheter (EDF), historiska utfall och prognos enligt Riksbankens huvudscenario
Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen visar de intervall som den genomsnittliga förväntade konkurssannolikheten (EDF) med 50 respektive 95 procent sannolikhet bedöms hamna på, givet Riksbankens huvudscenario i Penningpolitisk rapport 2007:3. Intervallen speglar därmed osäkerheten kring hur EDF: en påverkas av förändringar i BNP, inflation och i tre månaders riskfri ränta. Intervallen tar inte hänsyn till osäkerheten i de makroekonomiska variablerna.

Källor: Moody's KMV och Riksbanken

kapitalet. Riksbankens bedömning är att reporäntan sannolikt behöver höjas under de kommande åren.³⁰ Till följd av detta förutsätts högre marknadsräntor, högre utlåningsräntor och därmed högre räntor på företagens skulder. Vidare bedöms den avkastning som aktieägarna förväntar sig att få på det egna kapitalet öka under prognosperioden. Trots att skuldräntan bedöms öka mer än den avkastning som aktieägarna förväntar sig gör Riksbanken bedömningen att det fortfarande kommer att vara billigare för företagen att finansiera sina investeringar med lånat kapital. Företagen ökar därmed sina totala skulder i förhållande till det egna kapitalet.³¹

Ökade kapitalkostnader kan bidra till att långivarna kräver högre finansieringspremier. Ökade kapitalkostnader leder nämligen till att marknadsvärdet på företagens tillgångar minskar relativt anskaffningsvärdet (det vill säga Tobins q minskar).³² Det har en negativ effekt på investeringarna.³³ Dessutom leder fallet i tillgångspriser till ett minskat eget kapital. Ju mindre eget kapital, desto mindre är företagets buffertar, allt annat lika, desto högre blir sannolikheten för konkurs. Högre finansieringspremier till följd av högre konkurssannolikheter kan i sin tur dämpa företagets investeringar ytterligare.

Under det närmaste året förväntas konkurserna vara fortsatt få, vilket tyder på god kreditkvalitet. Konkurserna förväntas visserligen öka det kommande året, men fortfarande ligga kvar på historiskt låga nivåer. Enligt måttet förväntade konkurser (EDF)³⁴ har sannolikheten för konkurs successivt ökat sedan i mars (se diagram 2:17). Måttet är endast baserat på börsnoterade företag, men ger erfarenhetsmässigt en bra indikation på i vilken riktning konkurserna kan komma att utvecklas. Ökningen sker dock från en låg nivå. Riksbanken bedömer att kreditkvaliteten på sikt försämras till följd av att konjunkturen gradvis dämpas, men att försämringen kommer att vara måttlig.³⁵

Sammanfattningsvis är företagens finansiella ställning fortsatt god.

Trots att företagen ökat sin upplåning från kreditinstituten har företagen minskat sin skuldsättningsgrad och ökat sin lönsamhet. Till följd av den starka utvecklingen för företagen har antalet konkurser fortsatt att falla. Framöver bedöms företagens kapitalkostnader öka, vilket i

30 Se Penningpolitisk rapport 2007:3.

31 Även en enkät bland 151 kontorschefer på banker runt om i landet tyder på en viss framtida ökning i företagsupplåningen. Av enkäten framgår det att bankerna har fortsatt tro på ökad utlåning både på kort och på lång sikt.

32 Utgångspunkten för marknadsvärderingen av företagens tillgångar är rörelsens överskott, det vill säga vad som återstår för räntor och utdelningar sedan alla andra kostnader är täckta. Separat värdering av företagets tillgångar innebär inte att man bortser från belåningsmöjligheterna. Dessa beaktas istället i den vägda kapitalkostnaden. Denna kapitalkostnad används för att räkna fram nuvärdet av företagets framtida rörelseöverskott.

33 Denna utveckling ligger väl i linje med Riksbankens prognos över investeringsutvecklingen. Enligt denna prognos mattas investeringarna av de närmaste åren då konjunkturen går in i ett lugnare skede.

34 Moody's KMV beräknar sannolikheten för konkurs i börsnoterade företag inom ett år (EDF- Expected Default Frequency). EDF beräknas som sannolikheten för att marknadsvärdet på företagets tillgångar understiger storleken på dess skulder när dessa förfaller.

35 För att uppskatta hur den förväntade sannolikheten för konkurser utvecklas över tiden har Riksbanken utvecklat en modell som utgår från förändringar i makroekonomin. Modellen presenterades i Finansiell stabilitet 2007:1.

förlängningen kan bidra till att långgivarna kräver högre finansieringspremier. Men kreditrisken i företagssektorn bedöms vara oförändrat låg under de närmaste åren.

Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsbolagen

Riksbanken följer fastighetsbolagen särskilt eftersom de representerar den enskilt största bransch som bankerna är exponerade mot, den står för cirka 40 procent av bankernas företagsutlåning. Först redovisas utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden. Därefter följer en genomgång av fastighetsbolagens skulder och kreditkvalitet.

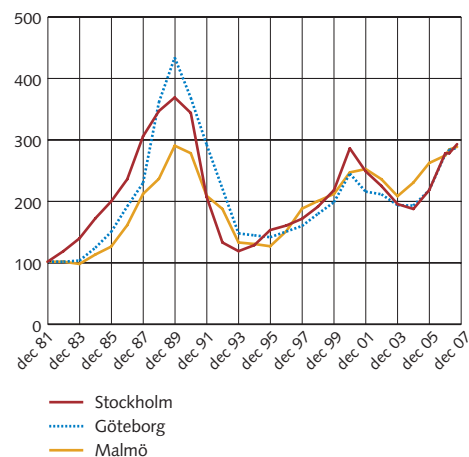
DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

Priserna på kontorslokaler fortsätter att stiga och aktiviteten på den svenska fastighetsmarknaden är hög. Antalet affärer har visserligen minskat under första halvåret i år, men beloppen har ökat. Intresset från utländska investerare är fortsatt högt. Under det första halvåret stod de för 70 procent av köpen, vilket kan jämföras med drygt 40 procent under helåret 2006.³⁶ Priserna på kontorslokaler fortsätter samtidigt att stiga i samtliga tre storstadsregioner. Under tredje kvartalet steg priserna med elva procent i både Stockholm och Göteborg jämfört med samma period året före. Det är en något lägre ökningstakt än tidigare. I Malmö låg ökningstakten kvar runt sju procent under tredje kvartalet (se diagram 2:18).

Det senaste halvåret har hyrorna ökat. De reala hyrorna ökade med fyra respektive fem procent i Stockholm och Göteborg under tredje kvartalet på årsbasis. I Malmö ökade hyrorna med två procent under samma period. Det är först nu hyrorna har börjat öka, trots att priserna på kontorslokaler har stigit sedan 2005. Innan dess gick hyror och priser närmast hand i hand. Skillnaderna är dock stora mellan olika typer av lokaler och lägen. Till exempel verkar hyrorna på moderna kontor i Stockholms innerstad ha stigit betydligt mer det senaste halvåret än vad statistiken visar.

Andelen outhyrda lokaler, vakansgraden, har samtidigt sjunkit. Ju lägre vakansgrad, desto större är förutsättningarna för högre hyror. I centrala delar av Stockholm, Göteborg och Malmö har vakanserna fortsatt att minska något under året (se diagram 2:19). I Malmö har ett antal äldre lokaler byggts om till bostäder vilket har minskat utbudet av lokaler. I samtliga storstadsområden har nybyggandet börjat ta fart, och antalet nya lokaler beräknas öka de närmaste två åren. I de flesta fall är kontorsytorna redan uthyrda, med undantag från ett antal kontorsprojekt i Stockholms innerstad.³⁷ Utanför innerstaden är

Diagram 2:18. Reala priser för kontorslokaler i citylägen
Index: 1981=100



Anm. Deflaterat med KPI.

Källor: Newsec AB och Riksbanken

Diagram 2:19. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen
Procent

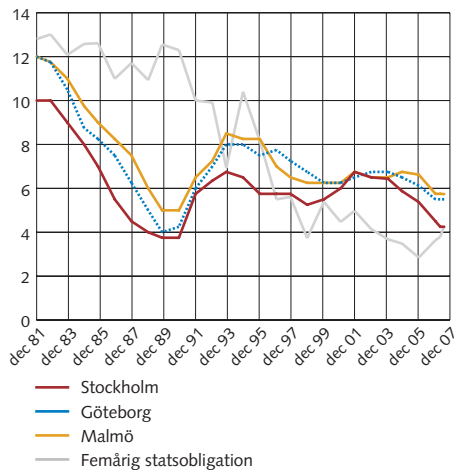


Källor: Newsec AB och Riksbanken

³⁶ Se Newsec, Nordic Report, Autumn 2007.

³⁷ Se Newsec, Nordic Report, Autumn 2007.

Diagram 2:20. Genomsnittligt direktavkastningskrav på kontorslokaler i citylägen
Procent



Källor: Newsec AB och Reuters EcoWin

det däremot svårare att fylla lokalerna eftersom efterfrågan är lägre. Fastighetskonsulterna väntar sig att vakanserna kommer att fortsätta att minska till följd av en god konjunktur och stark sysselsättning.³⁸

Riskpremierna är fortsatt låga på fastighetsmarknaden. Därmed skiljer sig fastighetsmarknaden från många andra tillgångsmarknader där investerarna nu i viss mån omvärderar risken till följd av turbulensen på kreditmarknaden. I Stockholms innerstad kräver investerarna på fastighetsmarknaden inte högre avkastning än vad en riskfri femårig statsobligation ger. Det tyder på att investerarna har högt ställda förväntningar om framtida intäktsökningar (se diagram 2:20). Det är dock möjligt att kompensationen för risk har ökat även på fastighetsmarknaden, men att detta ännu inte syns i statistiken.

Bilden av framtida intäkter är dock osäker. Ökad sysselsättning kan bidra till att vakansgraden fortsätter nedåt. Sysselsättningen har ökat ordentligt sedan 2006 främst i tjänstesektorn, som är en kontorsintensiv bransch. Men hittills har det haft begränsade effekter på hyreshöjningarna, med undantag för moderna lokaler i attraktiva lägen. I takt med att konjunktoren viker minskar utrymmet för högre hyror.³⁹

FASTIGHETSFÖRETAGEN

Fastighetsföretagen ökade sin upplåning med nästan nio procent under årets sex första månader.⁴⁰ Det har skett samtidigt som företagen investerat mycket. Sett till de börsnoterade fastighetsbolagen, de företag med bäst tillgänglig statistik, har de räntebärande skulderna successivt ökat sedan 2004.⁴¹ Däremot har skulderna i förhållande till eget kapital fortsatt att falla för dessa bolag under första halvåret 2007, från en redan mycket låg nivå.⁴² Samtidigt som skuldkvoten faller för de noterade bolagen ökar också deras intjäning. Driftsöverskottet, det vill säga skillnaden mellan hyror och kostnader, har fortsatt att förbättras under det första halvåret 2007 för 15 av 17 börsnoterade fastighetsbolag. Förbättringen beror oftast på att hyror ökat, snarare än att kostnaderna minskat.

Med en svagare konjunktur minskar utrymmet för högre intäkter. Intjäningen hos fastighetsbolagen beror till stor del på hyresutvecklingen, som i sin tur styrs av konjunktoren. Den framåtblickande indikatorn (EDF) pekar på att risken för konkurs bland fastighetsbolagen kommer att öka något det närmaste året.

38 Se Newsec, Nordic Report, Autumn 2007 och Jones Lang LaSalle, Nordic City Report, Autumn 2007.

39 Se Riksbanken, Penningpolitisk rapport 2007:3.

40 Avser den fastighetsrelaterade utlåningen inklusive lån till bostadsrättsföreningar från tre av de fyra storbankerna då en av bankerna inte redovisade utlåning till fastighetsförvaltningen i halvårsrapporten 2007. Motsvarande genomsnittlig ökningstakt för dessa tre storbanker var tolv procent under helåret 2006 och tio procent helåret 2005.

41 Då bankernas fastighetsrelaterade utlåning även inkluderar utlåning till bostadsrättsföreningar saknas uppgift om hur stor andel av utlåningen som går till de börsnoterade fastighetsbolagen jämfört med andra fastighetsbolag.

42 Från de börsnoterade fastighetsbolagens årsredovisningar. Skulderna avser räntebärande skulder alternativt skulder till kreditinstitut.

De svenska bankernas låntagare i utlandet

De svenska bankerna blir allt mer aktiva utanför Sverige. I dagsläget går nästan hälften av utlåningen till omvärlden (se diagram 2:21). Det motiverar en särskild analys av låntagarna på de marknader utanför Sverige där de svenska bankerna är aktiva. Huvuddelen av bankernas utlåning i utlandet går till övriga Norden, Tyskland och de baltiska länderna. Utlåning till låntagarna i de baltiska länderna utgör en växande andel av bankernas totala utlåning, och framför allt intjäning.

NORDEN UTOM SVERIGE

Konjunkturen i övriga nordiska länder har, precis som i Sverige, varit stark de senaste åren. I Danmark, Finland och Norge har uppgången drivits av en stark inhemsk efterfrågan. Samtidigt har stigande vinster hos företagen bidragit till en bred uppgång i investeringarna. Den globala tillväxten har även fått till följd att exporten har utvecklats starkt i alla tre länderna. Under första halvåret 2007 dämpades emellertid konjunkturen i Danmark. Även i Norge och Finland väntas konjunkturen successivt dämpas de närmaste åren.⁴³

Hushållens upplåning fortsätter att stiga. Hittills i år har upplåningen ökat med omkring tio procent i årstakt i både Norge, Finland och Danmark. Hushållens betalningsförmåga bedöms vara fortsatt god i de nordiska länderna, trots att skulderna ökar snabbt. Förklaringen till den goda betalningsförmågan är en stark inkomstutveckling.

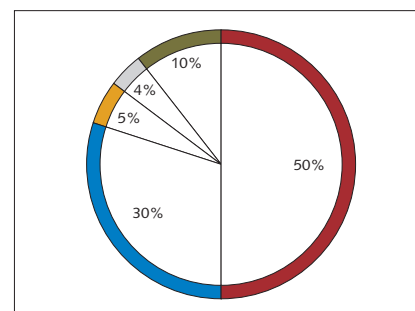
Huspriserna har däremot utvecklats åt olika håll under 2007. I Norge stiger fortfarande huspriserna i hög takt, medan utvecklingen i Finland ligger på en lägre nivå än det nordiska genomsnittet. I Danmark har bostadsmarknaden mattats av och den senaste statistiken tyder nu på lägre priser (se diagram 2:22). Orsaken till att den danska bostadsmarknaden nu kyls av är högre räntor på bolån.

Även företagens upplåning stiger i Norden. Under den första hälften av 2007 ökade upplåningen med runt nio procent i Finland, 16 procent i Danmark och 22 procent i Norge. Samtidigt har företagens lönsamhet förbättrats. Till följd av den starka utvecklingen har antalet konkurser fortsatt att falla i dessa länder (se tabell 2:1). Indikatorn över förväntade konkurser (EDF) tyder på att konkursrisken kommer att vara oförändrat låg även under det närmaste året (se diagram 2:23). Samma indikator tyder på att konkursrisken för fastighetsföretagen kommer att öka, om än marginellt.⁴⁴

43 Se Danmarks Nationalbank; Monetary Review 2007:2; Bank of Finland; Bulletin 2007:2 samt Norges Bank; Monetary Policy Report 2007:2.

44 Se vidare i Financial stability 1/2007, Norges Bank, Financial stability- 2007, Danmarks Nationalbank och Financial stability, special issue 2006, Finlands Bank.

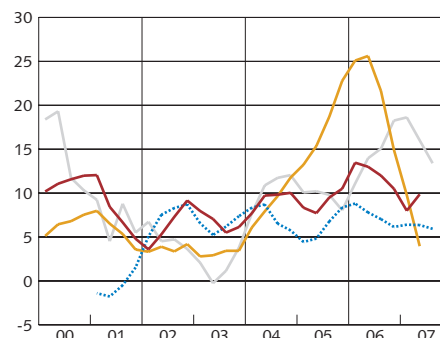
Diagram 2:21. Geografisk fördelning av storbankernas utlåning 2006



— Sverige
— Övriga Norden
— Baltiska länderna
— Tyskland
— Övriga världen

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

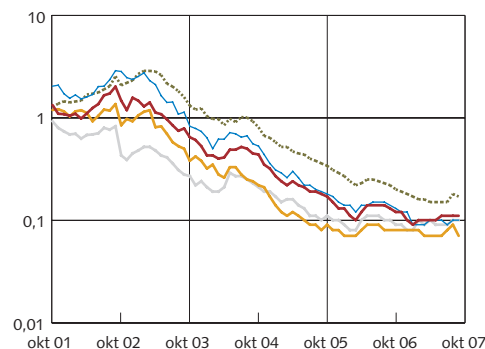
Diagram 2:22. Huspriser i Norden
Årlig procentuell förändring



— Sverige
- - - Finland
— Danmark
— Norge

Källor: SCB, BIS och Reuters EcoWin

Diagram 2:23. Förväntade konkurs sannolikheter
för börsnoterade icke-finansiella företag i Norden
och Tyskland
Procent

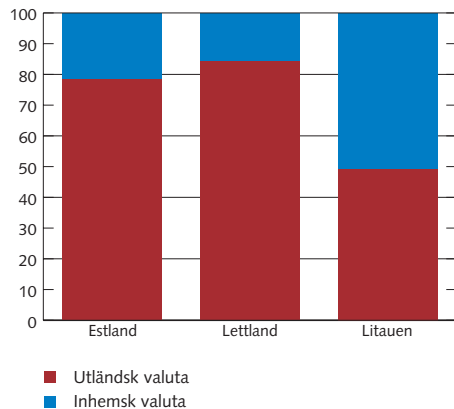


— Sverige
— Norge
— Danmark
— Finland
- - - Tyskland

Anm. Skalan i diagrammet är logaritmisk.

Källa: Moody's KMV

Diagram 2:24. Andelar av utlåningen till privat sektor i utländsk respektive inhemsk valuta, september 2007
Procent



Källor: Nationella Centralbanker

Tabell 2:1. Antal företag i finansiellt obestånd bland 10000 företag i respektive land

	2003	2004	2005	2006
Danmark	137	125	132	109
Finland	144	111	88	97
Norge	176	112	72	60
Sverige	299	157	127	97
Tyskland	136	135	130	106
EU-17	79	81	77	65

Källa: Creditreform Economic Research Unit

TYSKLAND

I Tyskland har tillväxten dämpats något under året. Utvecklingen speglar både en svagare privat konsumtion och en försvagning av investeringarna, speciellt inom byggindustrin. Jämfört med 2006 har emellertid investeringarna ökat. Exporten är fortsatt god och sysselsättningen har tagit fart vilket kan medföra att hushållens konsumtion återhämtar sig.

Tyska hushålls skuldsättning har ökat långsammare än de nordiska ländernas. Den relativt höga upplåningen från bostadsinstitut under 2006 tycks ha varit tillfällig. Att skulderna ökar relativt långsamt förklaras till stor del av en låg aktivitet på den tyska bostadsmarknaden. Huspriserna har i stort sett varit oförändrade under senare år. Betalningsförmågan i den tyska hushållssektorn bedöms överlag vara god.

Företagens upplåning ökade under 2006, efter att ha minskat i flera år. Den relativt starka tillväxten i Tyskland de senaste åren har visat sig i att antalet konkurser har fallit (se tabell 2:1). Förväntade konkurs sannolikheter indikerar att konkursrisken kommer att vara oförändrat låg under det närmaste året både för företagssektorn sammantaget och för fastighetsbolagen (se diagram 2:23).

DE BALTISKA LÄNDERNA

I den förra stabilitetsrapporten lyfte Riksbanken fram de ekonomiska obalanserna i de baltiska länderna som en källa till oro.⁴⁵ Även om den ekonomiska situationen delvis skiljer sig mellan de tre länderna uppvisar Lettland, Estland och Litauen alla symptom på överhettning, mest påtagligt är detta i Lettland. I korthet har de baltiska länderna haft en stark ekonomisk tillväxt under flera år. Ekonomierna gått från att vara hårt reglerade till att vara avreglerade marknadsekonomier. Samtidigt har den kraftiga tillväxten fört med sig växande obalanser i form av stora underskott i bytesbalansen, hög löneutveckling och hög

⁴⁵ Bakgrunden till den ekonomiska utvecklingen och de tillhörande överhettningstendenserna är välkänd och finns beskriven i rutan "Överhettning i de baltiska länderna?" i *Finansiell Stabilitet* 2007:1. Se även kapitlet "Utvecklingen i bankerna" i denna rapport.

inflation. Därtill har utlåningen till den privata sektorn ökat snabbt. En komplicerande faktor är att kredittillväxten till stor del skett i utländsk valuta (se diagram 2:24).

Obalanserna har fortsatt att öka. Kredittillväxten är fortfarande hög, även om det finns indikationer på att den i varierande grad mattas av i alla tre länderna. Dock är underskotten i bytesbalanserna alltså jämt stora samtidigt som inflationen har fortsatt att öka (se diagram 2:25 och 2:26). Finanspolitiken är fortfarande expansiv i Lettland och Litauen. I Lettland har regeringen antagit en stabiliseringsplan för att kyla den överhettade ekonomin. I nuläget är det osäkert vilka de slutliga effekterna av stabiliseringsplanen kommer att bli.

Utöver de omedelbara överhettningstendenserna står de baltiska länderna också inför demografiska utmaningar. Trots att lönerna ökar snabbt och arbetslösheten är låg har många valt att flytta utomlands. Detta har bidragit till att befolkningen minskat (se diagram 2:27). Skulle arbetsmarknaden och den ekonomiska situationen försämrans kan denna negativa trend komma att förstärkas. En sådan utveckling är ogynnsam av flera skäl. För det första kan det uppstå brist på kvalificerad arbetskraft. För det andra kan det på lite längre sikt innebära stora påfrestningar på socialförsäkringssystemen när antalet individer i arbetsför ålder faller i förhållande till antalet pensionärer.

Hushållens skuldsättning har ökat i snabb takt i de baltiska länderna. Hittills i år har utlåningen ökat med drygt 45 procent i Estland, vilket trots den höga ökningstakten är en dämpning sedan förra året med cirka 15 procentenheter. I Lettland har utlåningen till hushåll ökat med drygt 50 procent och Litauen har utlåningen ökat med över 60 procent fram till september i år. Sedan förra året har ökningstakten i utlåningen dock dämpats något i alla tre länderna. (se diagram 2:28). I Litauen är dock hushållens skuldsättning fortfarande relativt låg i förhållande till de andra länderna i regionen. Merparten av utlåningen till hushåll sker i euro.

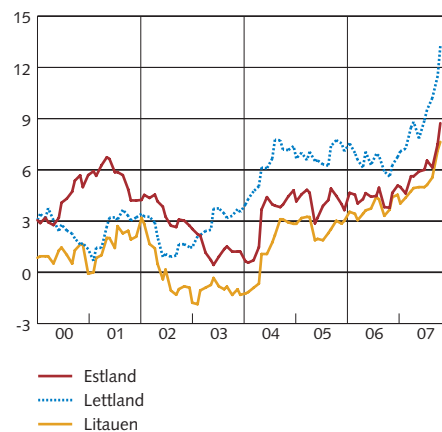
Den största delen av hushållens lån i de baltiska länderna har gått till att finansiera bostadsköp vilket bidragit till kraftigt stigande bostadspriser. Fram till juni har bostadspriserna i Litauen ökat med drygt 40 procent i årstakt. Noterbart är att huspriserna i Estland det senaste halvåret har stigit betydligt långsammare än tidigare, 2 procent i årstakt första halvåret i år kan jämföras med 50 procent första halvåret 2006. Också i Lettland finns indikationer på en mer dämpad utveckling än tidigare. Även om både skuldsättning och huspriser ökar från låga nivåer har anpassningen skett mycket snabbt. Hushållens

Diagram 2:25. Bytesbalans
Procent av BNP, summerat över fyra kvartal



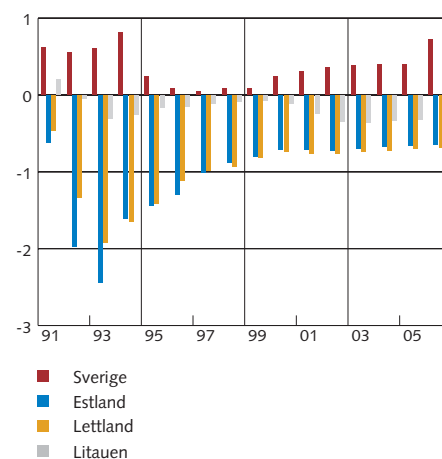
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:26. Harmoniserat index för
konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



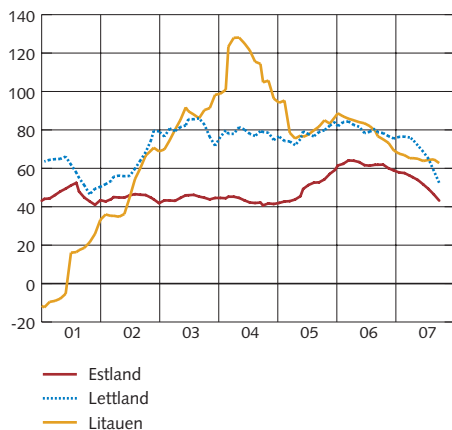
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:27. Folkmängd
Årlig procentuell förändring



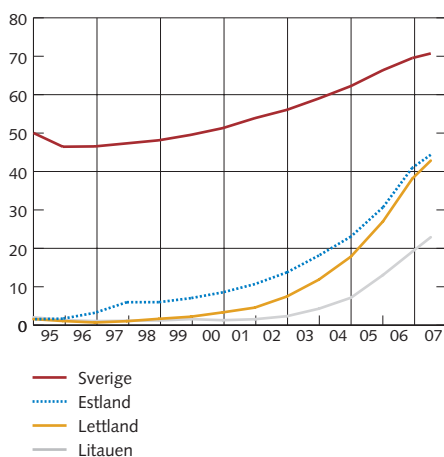
Källor: Reuters EcoWin och SCB

Diagram 2:28. Hushållens upplåning i de baltiska länderna
Årlig procentuell förändring



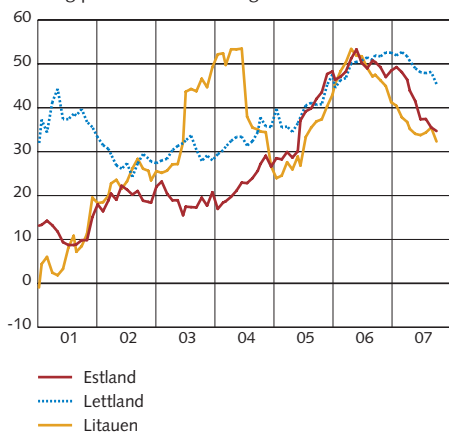
Källor: Nationella centralbanker

Diagram 2:29. Hushållens skulder i förhållande till BNP i Sverige och i de baltiska länderna
Procent



Källor: Nationella centralbanker

Diagram 2:30. Företagens upplåning från kreditinstitut i de baltiska länderna
Årlig procentuell förändring



Källor: Nationella centralbanker

sårbarhet har ökat genom den ökade skuldsättningen, men hushållens betalningsförmåga bedöms ändå vara fortsatt god till följd av de höga inkomstökningarna. Traditionella stabilitetsindikatorer som skuldkvoter och räntekvoter är fortfarande förhållandevis låga i de baltiska länderna jämfört med i Sverige (se diagram 2:29).

Företagens upplåning i de tre baltiska länderna fortsätter att öka snabbt. I augusti ökade upplåningen i Estland till nästan 36 procent på årsbasis. I Lettland och Litauen ökade upplåningen med 48 respektive 35 procent under samma period (se diagram 2:30). Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades har företagens skulder i förhållande till BNP i de baltiska länderna ökat ytterligare. I Estlands fall är företagens skuldnivå nu högre än den i Sverige (se diagram 2:31). En viss avmattning i ökningstakten kan dock anas. Den höga ökningstakten i företagens upplåning kan till stor del förklaras av de senaste årens ökade investeringar. Till största delen har dessa varit riktade mot fastigheter. Kreditrisken i företagssektorn väntas öka i takt med att konjunkturen dämpas.

Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn

I genomsnitt har bankernas låntagare god betalningsförmåga, det gäller både företag och hushåll. Men det finns ett antal riskscenarier, som på olika sätt kan drabba olika grupper av låntagare.

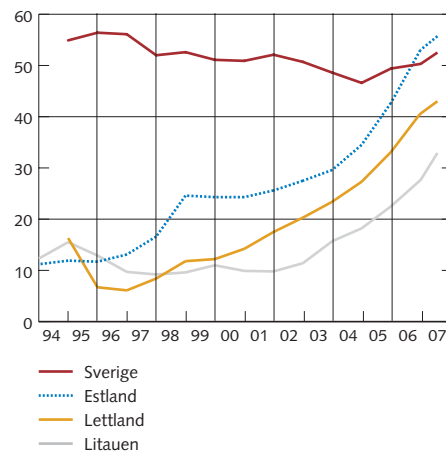
En ekonomisk avkylning kan ske under ordnade former i de baltiska länderna. Inhemska faktorer kan leda till att ekonomin bromsar. En sådan situation kan uppstå när varken hushåll eller företag är villiga att öka sin belåning. Högre riskpremier på utlåningen i de baltiska länderna kan också bidra till en sådan utveckling. När den inhemska efterfrågan minskar kan resurser flyttas från den inhemska industrin till exportindustrin och bidra till att underskotten i bytesbalansen minskar. Givet de baltiska ländernas ekonomiska situation kan kredit-tillväxten vara relativt hög även fortsättningsvis, högre än i exempelvis Sverige. Däremot är de senaste årens anmärkningsvärt höga tillväxttakter inte hållbara.

Men risken för en mer kraftig inbromsning har ökat. Utvecklingen i länderna behöver inte vara oberoende av varandra. En kraftig nedgång i någon av ekonomierna kan få investerarna att omvärdera synen på risk i hela regionen. En kraftig konjunkturnedgång påverkar kreditvärdigheten hos både företag och hushåll. En sådan utveckling förvärras om priserna på fastigheter samtidigt faller. En kraftigt förärrad kreditvärdighet i de baltiska länderna skulle märkbart påverka de svenska banker som har en betydande verksamhet i dessa länder, SEB och Swedbank.

För svenska hushåll handlar riskerna om att skulderna och huspriserna ökar betydligt snabbare än inkomsterna. En sådan utveckling kan inte fortsätta på längre sikt. Då uppstår obalanser som förr eller senare måste rättas till. Fallande huspriser i sig skulle inte ge upphov till betydande kreditförluster i banksektorn, men det kan innebära ekonomiska förluster för enskilda hushåll. Denna risk är störst för de hushåll som är högst belånade. Vanligtvis är det hushåll som nyligen köpt en bostad.

Bland svenska företag finns de främsta riskerna hos fastighetsbolagen. Kravet på avkastning är fortfarande lågt på marknaden för kommersiella fastigheter, trots att den riskfria räntan har stigit. Det tyder på att investerarna förväntar sig ytterligare hyresökningar. Om dessa förväntningar kommer att infrias är osäkert. Den starka konjunkturen och den ökade sysselsättningen har hittills bara haft begränsade effekter på hyresutvecklingen. Efterfrågan på lokaler har ökat något, men den har främst varit riktad mot moderna lokaler i innerstaden. Om utbudet av färdigställd yta samtidigt ökar framöver, kan vakansgraden komma att fortsätta vara förhållandevis hög. Utrymmet för ytterligare hyresökningar minskar dessutom när konjunkturen går in i en lugnare fas.

Diagram 2:31. Företagens utstående kreditvolym i de baltiska länderna samt i Sverige i förhållande till BNP Procent



Källor: Nationella centralbanker

Utvecklingen i bankerna

De svenska storbankerna fortsätter att visa goda resultat och låga kreditförluster. Det finns dock orosmoln i form av ökade kreditrisker och stigande finansieringskostnader. Att kreditriskerna har ökat beror bland annat på ökade exponeringar mot de baltiska länderna. Det finns även en risk för att intäkterna påverkas negativt av turbulensen på finansmarknaden. Dessutom har storbankerna för första gången sedan 2003 haft en vikande räntabilitet under resultatperioden. Motståndskraften vid oförutsedda negativa händelser är fortsatt god, men Riksbanken bedömer att den har minskat något sedan föregående rapport.

Riksbankens analys fokuserar på de fyra storbankerna, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Dessa banker har en avgörande betydelse för stabiliteten i det svenska finansiella systemet och tillsammans står de för omkring 80 procent av marknaden. Storbankerna blir alltmer beroende av andra marknader än den svenska och en betydande del av bankernas riskexponering finns i utlandet. Riksbanken analyserar därför hela bankkoncernerna och inte endast deras svenska verksamhet.⁴⁶

I tur och ordning behandlas de olika risker som bankerna är exponerade emot. Först beskrivs hur lönsamheten har utvecklats. Det ger en indikation om bankernas affärsrisker. Därefter följer en utvärdering av kvaliteten i tillgångarna, vilket ger en bild av kredit- och marknadsriskerna. Vidare analyseras utvecklingen av bankernas egna kapital som speglar deras finansiella styrka. Bankernas finansieringsstruktur ger en bild av de likviditetsrisker som kan uppstå. Avslutningsvis redovisar Riksbanken resultatet av några stresstest som genomförts. De visar bankernas motståndskraft vid mindre sannolika men fullt möjliga riskscenarier.

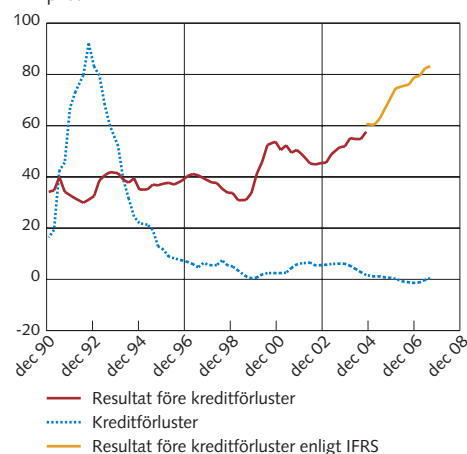
Lönsamhet och intjäning – affärsrisk

Lönsamheten i bankerna är väsentlig för stabiliteten. God lönsamhet stärker i regel bankernas förmåga att klara av negativa chocker.

Att storbankerna har varit mycket lönsamma under de senaste åren beror främst på att intäkterna ökat starkt. Förutom att bankerna har expanderat verksamheterna i utländska tillväxtregioner har även strukturen på intjäningen förändrats. Räntenettet är fortfarande den största intäktsposten och står nu för hälften av storbankernas intäkter. Den har dock endast ökat med i genomsnitt 3,5 procent per år under de senaste tre åren. Provisionsnettot har däremot ökat med i genomsnitt 11,5 procent per år under samma period och står nu för 30 procent av de totala intäkterna.

Diagram 3:1. Resultat före kreditförluster samt kreditförluster, netto, i storbankerna

Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor, 2007 års priser

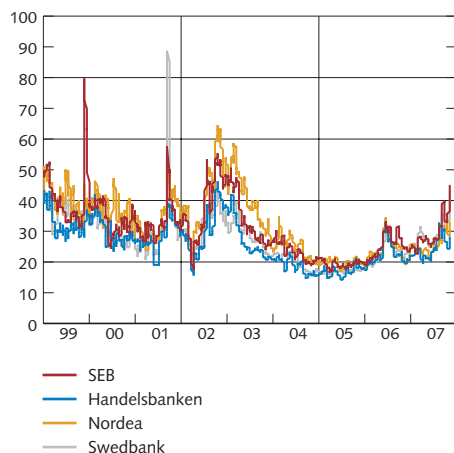


Anm. Kreditförluster netto avser reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster efter återvinningar och återföringar.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

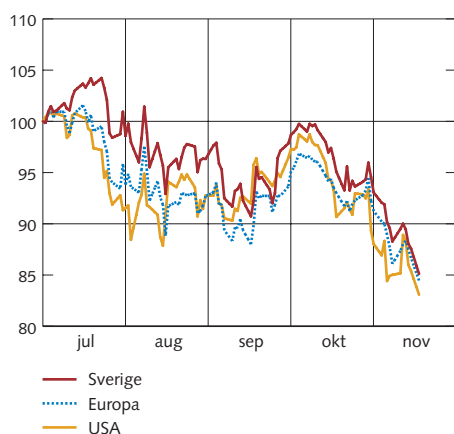
⁴⁶ Med storbankerna avses i fortsättningen bankkoncernerna som helhet, om inget annat anges.

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



Källor: Bloomberg och Riksbanken

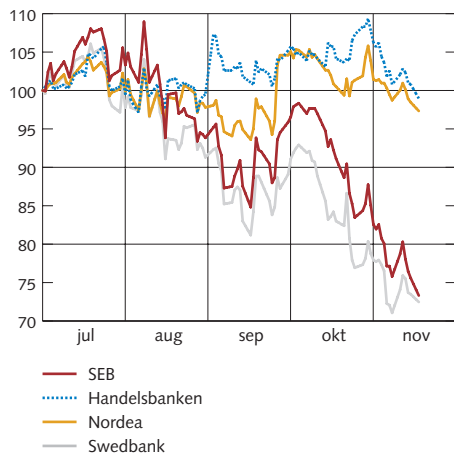
Diagram 3:3. Utveckling i de finansiella sektorerna
på olika börser
Index: 2007-07-01 = 100



Anm. Finansiella branschindex från OMX, Dow Jones och STOXX.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:4. Aktiekursutveckling i de svenska
storbankerna
Index: 2007-07-01 = 100



Källa: OMX

Under den senaste resultatperioden⁴⁷ var lönsamheten fortsatt hög i storbankerna. Storbankernas resultat före kreditförluster ökade till över 80 miljarder kronor under resultatperioden (se diagram 3:1). Kreditförlusterna var låga men ökade jämfört med föregående period. Räntabiliteten minskade samtidigt något och ligger nu på 18 procent. Utvecklingen i den europeiska banksektorn är mycket lik utvecklingen i de svenska storbankerna. Trenden med hög lönsamhet, låga kreditförluster, högre effektivitet och en kraftig lånetillväxt (se avsnitt utlåning) är därmed inte unik för de svenska bankerna.

De svenska storbankernas utländska verksamheter ökade under resultatperioden. En stor del av resultatet genererades av utländska verksamheter. Den största delen av den utländska verksamheten sker i de övriga nordiska länderna. SEB har även en betydande andel av sin verksamhet i Tyskland. De baltiska länderna är den region där verksamheten växer mest. Både intäkterna från och utlåningen till verksamheterna i dessa länder utgör allt större andelar av SEB:s och Swedbanks totala intäkter och utlåning. Under tredje kvartalet 2007 stod kontorsverksamheten i de baltiska länderna för 22 procent av SEB:s rörelseresultat. Swedbanks dotterbolag i de baltiska länderna, Hansabank, stod för 35 procent av rörelseresultatet under kvartalet. Även Nordea har verksamhet i dessa länder, vilken ökar kraftigt, men banken är mindre beroende av regionen.

Den finansiella turbulensen har ökat osäkerheten om bankernas framtida intjäning. Att osäkerheten har ökat syns i de implicita volatiliteterna för bankernas aktier (se diagram 3:2).⁴⁸ De svenska storbankerna har dock ingen direkt exponering mot amerikanska subprime-marknaden, där finansturbulensen initierades. Däremot påverkas de av att kreditspreadarna blivit högre vilket medfört högre finansieringskostnader (se avsnittet om finansiering respektive avsnittet om intäkter). Den förväntade lönsamheten har samtidigt minskat något.⁴⁹ I spåren av den finansiella turbulensen under hösten har bankaktier generellt haft en negativ utveckling. Svenska bankaktier har följt utvecklingen i USA och Europa (se diagram 3:3). Skillnaderna är dock stora mellan de svenska bankerna (se diagram 3:4).

INTÄKTER OCH KOSTNADER

Räntenettet ökade med nästan nio procent under resultatperioden. Räntenettet består främst av ränteintäkter från utlåning minus räntekostnader för upp- och inlåning. Bidraget till räntenettet från inlåning och utlåning påverkas av både volymförändring och mar-

⁴⁷ Resultatperioden är de senaste fyra kvartalen fram till och med det tredje kvartalet 2007. Jämförelser görs med de fyra föregående kvartalen, om inget annat anges. Alla resultatuppgifter är justerade för större engångseffekter.

⁴⁸ Implicit volatilitet beskriver marknadens förväntningar om den framtida volatiliteten och beräknas ur prissättningen av aktieoptioner.

⁴⁹ Det speglas i utvecklingen av den förväntade vinsten i storbankerna som under hösten har minskat för 2008 samt för 2009. Källa: SME Direkt, 21 november 2007.

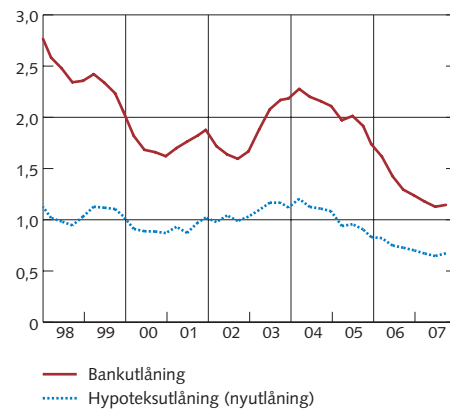
ginalförändring i respektive post.⁵⁰ För första gången på fyra år var tillväxten i räntenettet högre än tillväxten i provisionsnettot. Den viktigaste förklaringen till ökningen var den snabba utlåningstillväxten i storbankerna (se avsnitt utlåning). Även ökade marginaler på inlåningen, till följd av högre räntor, bidrog positivt. Däremot fortsatte utlåningsmarginalerna generellt att pressas ytterligare, som en följd av den hårda konkurrensen mellan låneaktörerna. Marginalerna på utlåningen i Sverige har i princip halverats under de tre senaste åren (se diagram 3:5). I slutet av resultatperioden har dock utlåningsmarginalerna stabiliserats vilket kan tyda på att marginalpressen avtar.

De nya kapitäläkningsreglerna (Basel II) har bidragit till marginalpressen på utlåningen. Från och med första kvartalet 2007 rapporterar de svenska storbankerna enligt de nya reglerna. För flera typer av utlåning innebär de nya reglerna att bankerna inte behöver hålla lika hög andel eget kapital som tidigare. Om andelen eget kapital minskar, innebär det att kostnaden för att finansiera utlåningen minskar. Långivarna kan därmed sänka marginalen på utlåningen, och därmed den ränta som kunderna betalar, utan att avkastningen på eget kapital påverkas. Den förändring i kapitäläkningsreglerna som påverkat marginalpressen i de svenska bankerna mest gäller utlåning till privatpersoner med bostäder som säkerhet. Denna utlåning har historiskt sett gett upphov till mycket begränsade kreditförluster. Men det är inte bara för lån till privatpersoner som kapitäläkningskraven reducerats, utan även till företagssektorn.⁵¹

Tillväxten i utlåningen kommer sannolikt att fortsätta att driva ökningen i räntenettet. Både företags- och hushållssektorn kommer enligt låntagaranalysen att fortsätta öka sin efterfrågan på krediter (se kapitel 2). Inlåningsmarginalerna kommer också att bidra positivt. Däremot är det svårt att se någon större ökning i utlåningsmarginalerna framöver på grund av konkurrensen mellan långivarna. Effekterna från marknadsturbulensen kommer därtill att öka bankernas finansieringskostnader. Enligt bankerna kommer den ökade finansieringskostnaden successivt att överföras på låntagarna.

Provisionsnettot ökade med drygt åtta procent under resultatperioden.⁵² Det berodde framför allt på att aktiemarknaderna steg och att omsättningen var hög, sett till hela resultatperioden, vilket ökar bankernas värdepappersrelaterade intäkter (se diagram 3:6). En hög omsättning ökar normalt bankernas courtageintäkter. Högre aktiekurser får också en direkt effekt på bankernas intäkter från kapitalförvaltning eftersom dessa är beroende av storleken på det förvaldade kapitalet.

Diagram 3:5. Storbankernas räntedifferens på svensk bank- och hypotekslåning
Fyra kvartals glidande medelvärde, procent

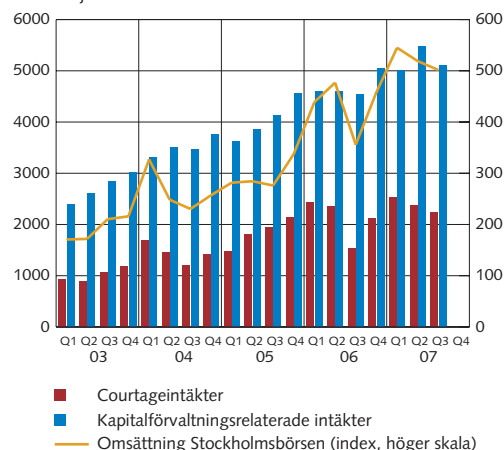


Anm. Räntedifferensen = genomsnittlig bankränta – 6-månaders statsskuldväxel respektive genomsnittlig rörlig hypotekslåningsränta – 3-månaders statsskuldväxel.

Källor: Riksbanken

Diagram 3:6. Värdepappersrelaterade provisionsintäkter i storbankerna samt omsättning på Stockholmsbörsen

Miljoner kronor och index: 1997 = 100



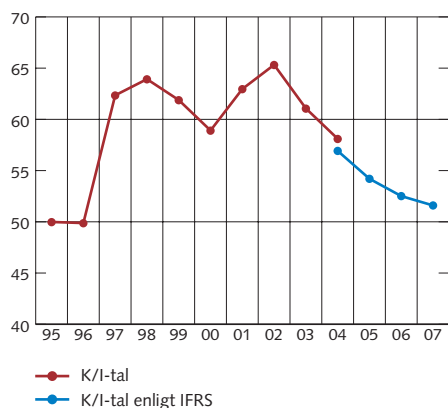
Källor: Bankernas resultatrapporter, Reuters EcoWin och Riksbanken

⁵⁰ Bankernas utlåningsmarginal är något förenklat skillnaden mellan utlåningsräntan och den riskfria räntan. Bankernas inlåningsmarginal är på motsvarande sätt skillnaden mellan den riskfria räntan och inlåningsräntan.

⁵¹ En bedömd minskning av kapitäläkningskraven uppgår till 76 procent för hushållskrediter samt 28 procent för företagskrediter enligt Finansinspektionens rapport (2006:6).

⁵² Provisionsnettot för de fyra storbankerna är exklusive Handelsbankens delpost försäkringar och Nordeas delpost livförsäkring.

Diagram 3:7. Storbankernas kostnadseffektivitet
Procent



Anm. 2007 avser de senaste fyra kvartalen. K/I-talet står för kostnaderna dividerat med intäkterna.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Provisionsnettot kommer sannolikt att öka i en lägre takt än tidigare. Ökningstakten har redan börjat avta. Marknadsturbulensen har bidragit till börsnedgången vilken kan ge ytterligare effekter på storbankernas värdepappersrelaterade provisionsnetto framöver. Dessutom har konkurrensen inom aktiehandeln ökat. Nya aktörer har börjat pressa priserna på courtage och detta kan till viss del minska storbankernas courtageintäkter. Motsvarande prispress syns dock inte i fondavgifterna.⁵³

Orealiserade värdeförändringar i aktier och valutor bidrog positivt till storbankernas resultat. Resultatposten "finansiella poster värderade till verkligt värde" ökade med nästan 13 procent under resultatperioden. Denna post är helt eller delvis beroende av marknadsvärderingar och påverkar direkt resultatet. Räntebärande värdepapper bidrog dock negativt till resultatet då de värderades lägre till följd av störningarna på kreditmarknaden.

Storbankernas kostnader ökade med drygt fyra procent under resultatperioden. Antalet anställda ökade med fem procent och personalkostnaderna stod för den största delen av ökningen. Även övriga administrativa kostnader steg något. Trots att kostnaderna ökade blev bankerna mer kostnadseffektiva. Det visar kostnader i relation till intäkter (K/I-talet), som sjönk till under 52 procent (se diagram 3:7). Storbankerna verkar delvis ha frångått försöken att bibehålla kostnadsnivån. I stället tillåts nu ökade kostnader där det finns möjlighet till högre intäkter.

Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk

En stor andel av bankernas tillgångar, så mycket som 60 procent, består av utlåning till allmänheten. Kreditrisken är därmed den enskilt största risken i bankernas verksamhet. Bankerna har även tillgångar förknippade med marknadsrisk, men vanligtvis utgör dessa en mindre del av de totala riskerna. Riksbanken analyserar också det egna kapitalet, eftersom det speglar bankernas motståndskraft mot oväntade negativa händelser.

MARKNADSRISKER

Turbulensen på de finansiella marknaderna har påverkat ränterisken.

Marknadsrisk är förlustrisken till följd av ofördelaktig utveckling på de finansiella marknaderna för huvudsakligen räntor, aktier och valutor. Den normalt sett största marknadsrisken för bankerna är deras ränterisk. Ränterisken har varit påtaglig under marknadsturbulensen då bland annat bankernas tillgångar, i form av räntebärande värdepapper, har påverkats negativt (se avsnitt intäkter). Det finns

⁵³ Trots att det finns lågprisalternativ byter relativt få kunder fondbolag. Detta kan vara en följd av inlåsnings-effekter, det vill säga att kunder inte vill realisera värdeförändringar på grund av skatteeffekter.

indikationer på en viss ökad marknadsrisk i bankerna. De redovisade marknadsriskerna beräknat enligt VaR⁵⁴ ökade något under tredje kvartalet 2007.⁵⁵ En av bankerna anger att ökningen avspeglar ökade volatiliteter och korrelationer mellan tillgångspriser snarare än ökat positionstagande.

UTLÅNING

Storbankernas totala utlåning ökade med drygt 15 procent på årsbasis fram till september 2007. Utländska låntagare står för ungefär hälften av storbankernas utlåning (se diagram 2:21 i kapitel 2). Den utländska utlåningen steg generellt sett kraftigare än den svenska utlåningen (se diagram 3:8). Sedan i augusti i år har utlåningen till företag ökat mer än utlåningen till hushåll på den svenska marknaden. Det är första gången det sker sedan slutet på 90-talet (se kapitel 2).

Bankerna har fortsatt öka sin utlåning utanför Sveriges gränser (se kapitel 2). Den starkaste utlåningstillväxten sker i de baltiska länderna där SEB och Swedbank har en relativt stor andel av sin utlåning, drygt 15 procent. De svenska storbankerna är dessutom kraftigt dominerande i dessa länder och har marknadsandelar på mellan 55 till nästan 90 procent av ländernas totala utlåning. Swedbanks höga tillväxt i den utländska utlåningen förklaras av verksamheten i de baltiska länderna. Även Nordea har en viss utlåning i de baltiska länderna, men är främst positionerad på de nordiska marknaderna. SEB har nästan en tredjedel av sin utlåning i Tyskland där utlåningstillväxten är betydligt lägre, vilket återspeglas i tillväxttakten i bankens totala utländska utlåning. Handelsbanken har största delen av sin utlåning i Sverige men har filialer främst i de övriga nordiska länderna samt Storbritannien. Bankerna har även expanderat sin verksamhet till bland annat Ryssland, Polen och Ukraina vilka för närvarande har en högre tillväxttakt än vad Sverige har.

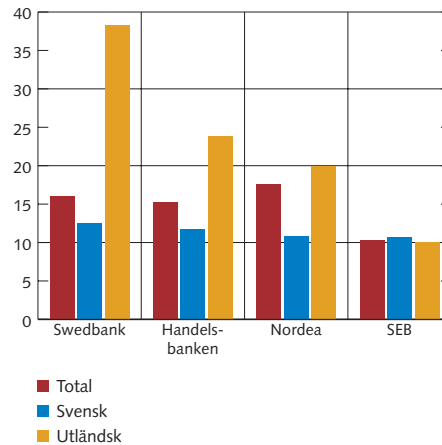
KREDITKVALITET

Andelen osäkra fordringar ligger fortfarande på låga nivåer. De osäkra fordringarna uppgick till 0,5 procent av storbankernas utlåning under resultatperioden, vilket är marginellt lägre än vid föregående stabilitetsrapport.⁵⁶

Storbankerna hade små kreditförluster under resultatperioden.

Bankerna har haft fem kvartal i rad med positiva kreditförluster vilket beror på att återföringar och återvinningar av tidigare reserveringar

Diagram 3:8. Utlåning till svensk och utländsk allmänhet
Årlig procentuell förändring till och med september 2007



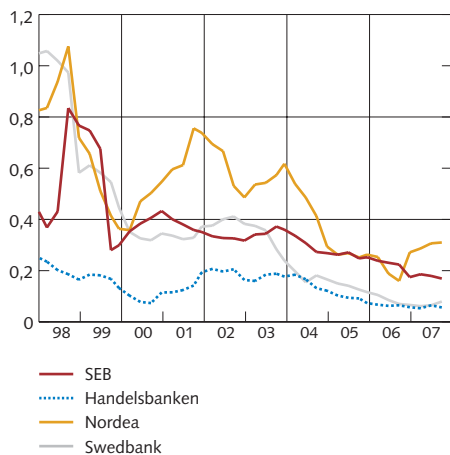
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁵⁴ Value at Risk är en statistisk metod som beskriver den maximala potentiella förlust som med en viss sannolikhet kan uppstå under en viss tidsperiod.

⁵⁵ I de två banker som kontinuerligt redovisar VaR pekar måtten på ökade marknadsrisker för tredje kvartalet 2007.

⁵⁶ Osäkra fordringar är de fordringar där potentiella förluster har identifierats, vilka ger upphov till reserveringar av krediterna. Osäkra fordringar syftar här på bruttovolymer, det vill säga hela det exponerade beloppet.

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

var större än nya reserveringar för kreditförluster.⁵⁷ Men kreditförlusterna har nu ökat och var under resultatperioden 0,01 procent av bankernas utlåning. Även reserveringarna för nya och befarade kreditförluster ökade jämfört med föregående resultatperiod (se diagram 3:9). Detta beror dock till stor del på redovisningstekniska effekter.⁵⁸

De svenska storbankernas beroende av verksamheten i de baltiska länderna har fortsatt att öka under året. Samtidigt består de makroekonomiska obalanserna och de inhemska förhållandena blir allt mer ansträngda (se kapitel 2). En kraftig konjunkturedgång i dessa länder skulle därför kunna påverka de svenska bankerna märkbart (se vidare under avsnittet om stresstester). Bankerna uppger dock att de blivit mer försiktiga i sin utlåning. Det gäller speciellt till låntagare med högre risk, till exempel vissa typer av kommersiella fastigheter och ofärdiga byggprojekt. Bankerna har även stramat åt sina kreditprocesser.⁵⁹

Marginalerna vid utlåning till den svenska företagssektorn tycks minska, vilket tyder på ett ökat risktagande hos bankerna. De lägre marginalerna kan till viss del förklaras av goda konjunktutsikter, tillsammans med hög konkurrens. Samtidigt är utlåningstillväxten mycket hög vilket väcker frågan i vilken utsträckning bankerna tar tillräckligt betalt för risken, det vill säga om de prissätter för en möjlig framtida försämring av kreditkvaliteten. Marginalutvecklingen i utlåningen till fastighetsbolag är speciellt viktig att följa eftersom sektorn står för närmare 40 procent av storbankernas företagsutlåning. Fastigheter, som utgör säkerheter för dessa lån, är dessutom förknippade med en förhöjd risk. Riksbanken har identifierat utvecklingen på fastighetsmarknaden som en risk (se kapitel 2).

Bankernas kreditgivning till lånefinansierade förvärv är måttlig. Lånefinansierade förvärv står för en marginell del av bankernas totala utlåning. Storbankernas exponering mot hedgefonder och private equity-bolag motsvarar bara cirka två procent av den totala utlåningen.⁶⁰

Kreditförlusterna kommer sannolikt att vara låga under kommande resultatperiod. Risken för ökade kreditförluster kvarstår dock i de baltiska länderna. Med förväntningar om förhållandevis hög BNP-tillväxt under närmaste året är det svårt att se att de totala kreditförlusterna skulle öka markant på grund av en försämrad konjunktur.⁶¹ Dessutom förväntas hushållen behålla en mycket god betalningsförmåga. Konkurrensen i företagssektorn förväntas visserligen öka successivt, men fortsätta vara på en låg nivå (se kapitel 2).

57 Med kreditförluster avses nettot av reserveringar för konstaterade och befarade kreditförluster efter återvinningar och återföringar.

58 Nordea har återfört gruppreserveringar i Danmark och istället har de reserverat samma belopp på koncernnivå vilket innebär att nettoförlusterna hålls konstanta.

59 Under slutet av resultatperioden bekräftar bankernas kvartalsrapporter att den mer konservativa kreditbedömningen har resulterat i en lägre utlåningstillväxt i de baltiska länderna.

60 Se Finansinspektionens rapport, Hedgefonder och private equity (2007:13).

61 Konjunkturscenariot i den här rapporten är baserat på Riksbankens bedömning i den penningpolitiska rapporten 2007:3.

EGET KAPITAL

Storbankernas primärkapitalgrad uppgick till i genomsnitt 7,5 procent vid utgången av resultatperioden (se diagram 3:10).

Kapitaltäckningsgraden låg på 10,8 procent.⁶² Från och med första kvartalet 2007 har storbankerna börjat rapportera enligt de nya kapitaltäckningsreglerna (Basel II), vilket har påverkat både primärkapitalrelationen och kapitaltäckningsgraden. De svenska storbankerna har en stor andel hushållsutlåning med låg risk i sina kreditportföljer och med Basel II blir kapitalkraven lägre för dessa tillgångar.⁶³ Givet samma primärkapital och kapitalbas leder det till högre primärkapitalrelation och kapitalbasrelation jämfört med de gamla reglerna, därför att de riskvägda tillgångarna reduceras.

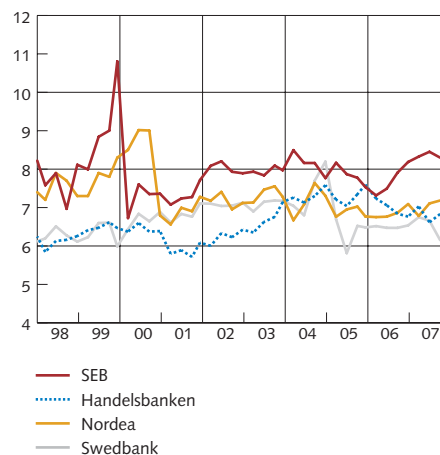
Bankerna har hittills använt sitt växande kapital främst till att expandera sina verksamheter. Den höga lönsamheten i storbankerna har gjort det möjligt att bygga upp det egna kapitalet. De nya kapitaltäckningsreglerna innebär dessutom att bankerna kan minska kapitalet eller öka tillgångarna utan att reducera kapitaltäckningsrelationen. Bankerna har uppskattat den möjliga minskningen av kapitalet till runt 30 procent givet dagens tillgångar, men de har inte förespeglat aktieägarna några extra eller ökade utdelningar.⁶⁴ Mot bakgrund av den ökade finansiella osäkerheten kan en minskning av kapitalet, eller en kraftig ökning av utlåningen utan att primärkapitalet samtidigt ökar, komma att ifrågasättas av marknaden.

Finansiering – likviditetsrisk

En av banksystemets viktigaste funktioner är att omvandla inlåning till utlåning. Bankernas skulder är likvida i form av in- och upplåning medan deras tillgångar är illikvida i form av utlåning. Detta innebär en likviditetsrisk. Av de fyra storbankernas totala finansiering består ungefär hälften av inlåning från allmänheten. Marknadsfinansiering står för den andra hälften och utgörs främst av emitterade värdepapper och i mindre utsträckning av upplåning på interbankmarknaden.

Marknadsturbulensen har resulterat i ökade finansieringskostnader för de svenska storbankerna. Trots att de svenska bankerna inte är exponerade mot den amerikanska subprime-marknaden har de indirekt påverkats av senaste tidens marknadsturbulens. Minskad likviditet på vissa marknader och ökade riskpremier har inneburit högre

Diagram 3:10. Primärkapitalgrader
Procent

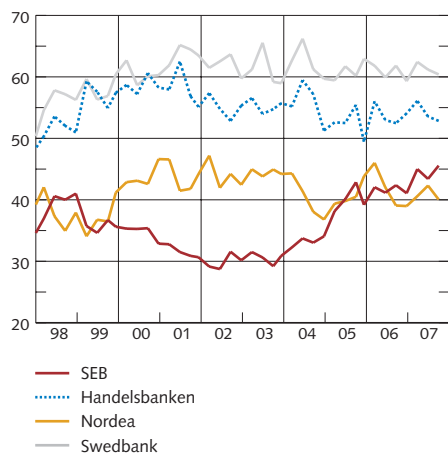


Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

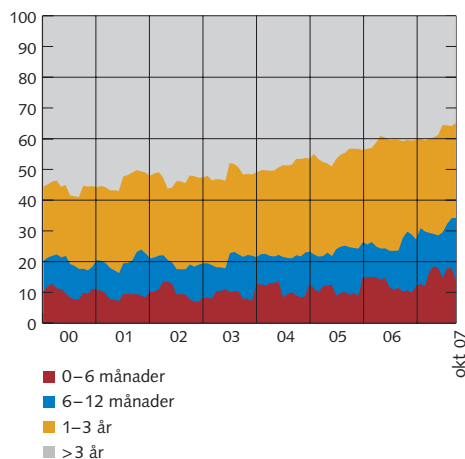
62 Primärkapitalgrad och kapitaltäckningsgrad definieras som primärkapital respektive kapitalbas i relation till riskvägda tillgångar. Primärkapital är något förenklat bankens egna kapital minus bland annat investeringar i försäkringsbolag och goodwill. Med tillsynsmyndighetens godkännande inkluderar primärt kapital även vissa former av förlagslån (primärkapitaltillskott och hybridkapitaltillskott). Kapitalbasen är summan av primärt och supplementärt kapital. Supplementärt kapital är exempelvis förlagslån. Riskvägda tillgångar beräknas genom att tillgångarna samt även posterna utanför balansräkningen vägs med hänsyn till bedömd risk.

63 De första tre åren finns emellertid en maximalt tillåten reduktion av kapitalkraven i form av en "trappa", vilket innebär att bankerna inte kan sänka kapitalet under en viss nivå även om deras interna modeller tillåter det. Under det första året så tillåts en femprocentig sänkning av riskvägda tillgångar jämfört med Basel I.

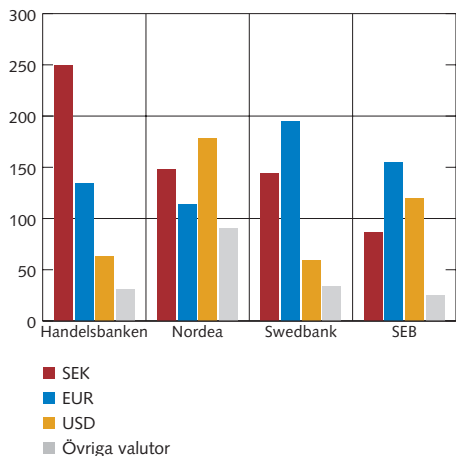
64 Ett hypotetiskt räkneexempel visar att förändringen innebär en möjlig expansion i utlåningen på drygt 2 000 miljarder kronor, givet dagens genomsnittliga riskvikt för kreditrisker.

Diagram 3:11. Värdepappersupplåning i bankerna
Procent av utlåning

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:12. Förfallostruktur för bankernas värdepappersupplåning
Procent

Källa: Bloomberg

Diagram 3:13. Värdepappersupplåning i olika valutor, november 2007
Miljarder kronor

Källa: Bloomberg

finansieringskostnader (se kapitel 1). På kort sikt kommer troligen den dyrare finansieringen att påverka bankernas resultat negativt.

De svenska bankerna är till stor del beroende av värdepappersupplåning. I takt med att utlåningen ökat har också värdepappersupplåningen, i form av emitterade obligationer och certifikat, ökat för samtliga fyra banker. Den totala värdepappersupplåningen i förhållande till utlåningen har varierat men trenden är svagt stigande (se diagram 3:11). Swedbank har tillsammans med Handelsbanken en större andel värdepappersupplåning än SEB och Nordea. Skillnaden beror främst på att Swedbank och Handelsbanken har en större andel bostadsutlåning i sin verksamhet, jämfört med de andra två bankerna.

Andelen av bankernas värdepappersupplåning med kort löptid har successivt ökat de senaste åren⁶⁵ (se diagram 3:12). I slutet av oktober skulle 14 procent av bankernas totala värdepappersupplåning förfalla inom sex månader vilket motsvarar cirka 280 miljarder kronor. Främst är det andelen som förfaller bortom tre år som minskat till förmån för värdepapper med kortare löptid.

En stor del av de svenska bankernas värdepappersupplåning sker i andra valutor (se diagram 3:13). SEB och Swedbank finansierar en stor del av sin utlåning genom att emittera värdepapper i euro. Nordea är den av bankerna som har störst finansiering i övriga valutor, framförallt i danska kronor. Handelsbanken finansierar sig däremot till största delen i svenska kronor. En av orsakerna till att det skiljer sig mellan bankerna är att de är verksamma i olika länder. I den utsträckning bankerna inte lånar ut i valutor som motsvarar upplåningen kan de säkra valutarisken på derivatmarknaden. Att mer än hälften av de svenska bankernas finansiering sker i andra valutor än den svenska kan ses som positivt då det minskar beroendet av en enskild marknad. Men att finansiera sig på andra marknader än hemmamarknaden innebär också risker. Om det uppstår oro som rör de svenska bankerna kan utländska aktörers intresse av att köpa svenska bankpapper försvinna, åtminstone tillfälligt.

Tre av de svenska bankerna har kortare löptid i värdepappersupplåningen än europeiska banker i genomsnitt (se diagram 3:14). Det gäller Swedbank, SEB och Handelsbanken. Nordea är däremot över genomsnittet som är på knappt sex år. Det beror på att Nordea är verksam på den danska marknaden där bostadslån generellt har en längre bindningstid än i till exempel Sverige. Ur ett europeiskt perspektiv är de svenska bankernas värdepappersupplåning som andel av utlåningen något högre än genomsnittet, men bilden är inte entydig. Swedbank och Handelsbanken befinner sig över genomsnittet, som är närmare 50 procent, och SEB och Nordea befinner sig strax under genomsnittet.

⁶⁵ Datamaterialet för värdepappersupplåningen, som kommer från Bloomberg, tar inte hänsyn till återköp av egna obligationer och certifikat. Dessutom ingår inte alla certifikat i statistiken.

Interbankmarknaden används främst för likviditetsutjämning, men även som finansieringskälla. Under vissa perioder räcker inte enbart inlåning och värdepappersupplåning för att finansiera bankernas utlåningsportföljer. Bankerna är till viss del beroende också av interbankmarknaden för att finansiera sina tillgångar. I vilken grad interbankmarknaden används som källa till finansiering varierar mellan bankerna. SEB och Handelsbanken är nettolåntagare på interbankmarknaden (se diagram 3:15).⁶⁶ Swedbank är däremot nettolångivare på interbankmarknaden och därmed mindre beroende av denna marknad som finansieringskälla. All nettouplåning på interbankmarknaden används dock inte till att finansiera utlåningsportföljen utan också som likviditetsreserv.

Inlåningen från allmänheten är en viktig och billig finansieringskälla. Inlåningen utgör ungefär 50 procent av de fyra storbankernas totala finansiering. Framförallt är inlåning från allmänheten en billigare finansieringsform än marknadsupplåning. Vid slutet av september 2007 uppgick de svenska storbankernas inlåning från allmänheten till ca 2 900 miljarder.

Motpartsexponeringar – spridningsrisk

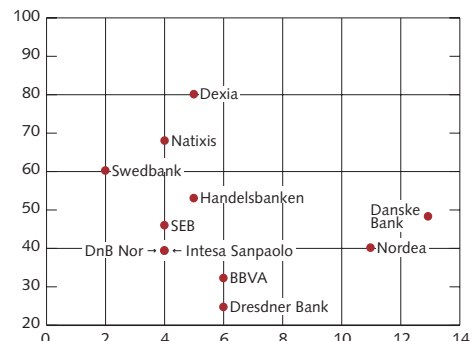
Storbankernas centrala roll i det finansiella systemet medför att de har betydande fordringar sinsemellan och mot andra aktörer på marknaden, så kallade motpartsexponeringar. Motpartsexponeringar kan ge upphov till en direkt spridningsrisk, risken för att problem i en bank sprider sig till andra banker. Spridningsrisk kan också uppstå indirekt vid allmän oro. En situation med höjda likviditetspremier slår mot banker generellt, oavsett var oron härstammar ifrån. Detta blev tydligt under den gångna hösten, då bland annat det brittiska bolåneinstitutet Northern Rock fick problem med att refinansiera sig.

Till skillnad mot indirekta spridningsrisker kan bankerna aktivt påverka direkta spridningsrisker genom motpartslimitier och säkerheter. I detta avsnitt bedöms den direkta spridningsrisken inom och till det svenska banksystemet med hjälp av Riksbankens data över storbankernas motpartsexponeringar.

Storleken på bankernas största exponeringar har varit relativt oförändrad sedan mitten av år 2000. Under samma period har primärkapitalet ökat med drygt 50 procent vilket indikerar att bankerna med tiden blivit mer motståndskraftiga mot direkt spridningsrisk. Datainsamlingen för motpartsexponeringarna sker dock endast vid varje kvartalsslut och är därför ögonblicksbilder.⁶⁷

Diagram 3:14. Europeiska bankers värdepappersupplåning i förhållande till utlåning och genomsnittlig tid till förfall, oktober 2007

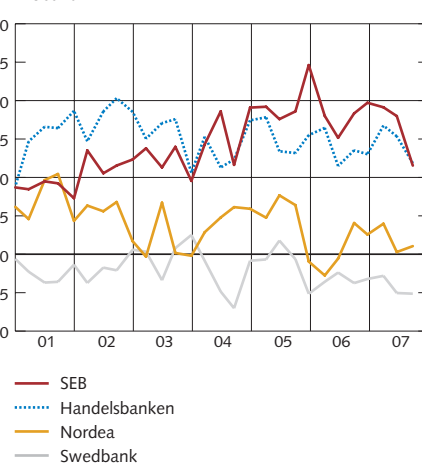
Procent, vertikal axel och år, horisontell axel



Anm. Urvalet består av de svenska storbankerna och ett antal stora europeiska banker.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Bloomberg

Diagram 3:15. Bankernas nettouplåning på interbankmarknaden som andel av utlåningsportföljen

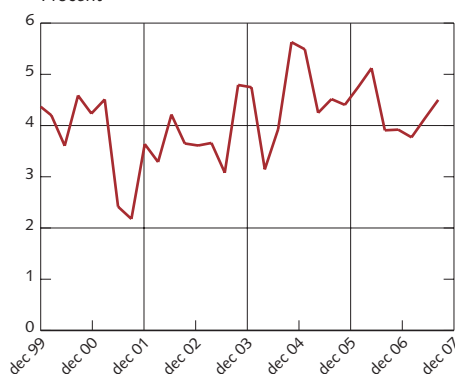


Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁶⁶ Med nettolåntagare menas att upplåningen från kreditinstitut är större än utlåningen till kreditinstitut.

⁶⁷ Riksbanken har sedan 1999 samlat in data över storbankernas 15 största motparts- och avvecklings-exponeringar.

Diagram 3:16. Den storbank som har lägst primärkapitalrelation efter det att en annan svensk storbank ställt in sina betalningar



Källa: Riksbanken

Riksbankens tester visar på lägre direkta spridningsrisker mellan storbankerna jämfört med föregående rapport. Testerna bygger på antagandet att en bank fallerar och att 75 procent av de övriga tre bankernas exponeringar mot den fallerande banken går förlorade. 25 procent antas kunna återvinnas eftersom en del av exponeringen motsvaras av säkerheter.⁶⁸ Under första halvåret 2007 har ingen interbankeexponering fått primärkapitalgraden att underskrida det lagstadgade kravet om fyra procent. I föregående rapport resulterade samma test i att två av bankerna fick en primärkapitalgrad under fyra procent.

Testerna visar att den direkta spridningsrisken till de svenska storbankerna från stora företag eller utländska banker är måttlig. Bankernas största motpartsexponeringar behöver inte nödvändigtvis utgöras av exponeringen mot andra svenska banker. Bankerna riskerar också att drabbas av problem om ett stort företag eller en utländsk bank ställer in sina betalningar. I hälften av de tester där en banks primärkapitalgrad underskridit fyra procent, givet samma antaganden som i testet ovan, är motparten ett stort företag eller en utländsk bank. Efter andra halvåret 2004 fram till första halvåret 2007 visar dock testet att fallissemang av ett stort företag eller en utländsk bank aldrig orsakat en primärkapitalgrad under fyra procent hos någon av de svenska storbankerna.

⁶⁸ Denna effekt motsvarar en situation där en storbank eller ett storföretag, utan någon tidigare förvarning, ställer in betalningarna med omedelbar verkan. Möjliga återvinningar bedöms dessutom bli förhållandevis låga. De primärkapitalnivåer som beräknas i testerna bör alltså ses som utfallen av ett extremt stresstest.

Stresstest av storbankernas motståndskraft

I detta avsnitt redovisas utfallen av några av de stresstester Riksbanken gjort. I två olika scenarier testas bankernas motståndskraft vid försämringar i kreditkvaliteten. I ett tredje scenario testas hur de påverkas av ökade finansieringskostnader.

KREDITKVALITET

Avgörande för bankernas motståndskraft är att de är väl kapitaliserade. Den i särklass största risken i bankerna är kreditrisk. Därför fokuseras stresstesterna framförallt på bankernas motståndskraft vid försämringar i kreditkvaliteten hos låntagarna. Riksbankens metod är baserad på en allmänt tillgänglig portföljmodell samt på information från bankernas resultatrapporter.⁶⁹

Två mått används för att kvantifiera de kreditförluster en bank kan drabbas av. Det ena måttet speglar förväntade förluster. Måttet visar hur mycket banken kan förvänta sig att förlora i genomsnitt under det kommande året, givet den portfölj och den riskprofil banken har. De förväntade förlusterna bör motsvaras av de reserveringar som banken gör. Om inget oförutsett inträffar kommer banken att göra kreditförluster under året som ungefär motsvarar dessa reserveringar. Om en oförutsedd negativ händelse däremot skulle inträffa är det troligt att förlusten blir större än de förväntade förlusterna. Det andra måttet som används speglar det kapital bankerna behöver hålla för att klara oväntade kreditförluster. Detta mått kallas för riskkapitalbehov.⁷⁰

Det är viktigt att analysera båda dessa mått för att få en uppfattning om bankernas motståndskraft vid en negativ händelse. Den förväntade förlusten ställs i relation till vinsten. Om inte vinsten räcker för att täcka den förväntade förlusten kommer bankens kapital att minska. Om kapitalet minskar i relation till riskkapitalbehovet reduceras bankens motståndskraft. Detta kan medföra ett sämre kreditbetyg och högre finansieringskostnader.

I testerna ställs bankens primärkapital⁷¹ i relation till riskkapitalbehovet. På så sätt får man en kvot man kan kalla kreditrisktäckning.⁷² Hur hög kreditrisktäckning en bank behöver beror på deras verksamhet. Banker med stora bolåneinstitut relativt den övriga verksamheten, och således stor andel kreditrisk, behöver en mindre buffert för övriga risker. Exempel på övriga risker som ska täckas av primärkapitalet är marknadsrisker, operationella risker och kreditrisker utanför balans-

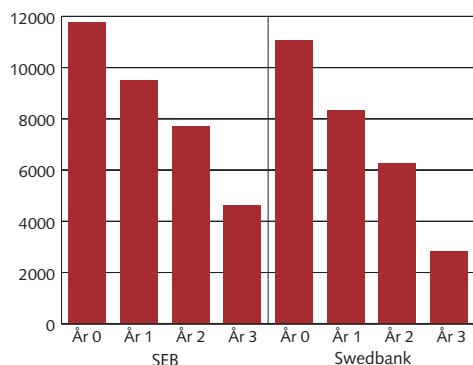
69 För en mer utförlig beskrivning se artikeln "Att beräkna kreditrisk med extern information", Finansiell Stabilitet 2006:1 och avsnittet om stresstester i Finansiell Stabilitet 2006:2.

70 De svenska bankerna har valt att definiera sitt riskkapitalbehov till att täcka 99,97 procent av alla kreditförluster som kan inträffa i en banks kreditportfölj. Risken för fallissemang ska därmed vara högst 0,03 procent på ett års sikt. Valet av toleransnivå speglas i det kreditbetyg bankerna får av kreditvärderingsinstitutet. En toleransnivå på 99,97 motsvarar ett kreditbetyg på AA. I Riksbankens analys beräknas riskkapitalbehovet på 99,9 procents nivå.

71 Primärkapital är något förenklat bankens egna kapital minus bland annat investeringar i försäkringsbolag och goodwill.

72 Kreditrisktäckning = primärkapital / riskkapitalbehov.

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

räkningen. Dessa skiljer sig mycket mellan olika banker. Att ha en kreditrisktäckning på 100 procent betyder i princip att primärkapitalet precis täcker kreditrisken. En kreditrisktäckning på över 100 procent innebär att banken har en buffert.

Beräkningarna i stresstesterna utgår från den sammansättning av bankernas utlåningsportföljer som gällde vid halvårsskiftet 2007, jämfört med årsskiftet 2006. Storlek och sammansättning av portföljerna antas vara oförändrade under scenarierna. Sedan förra rapporten har analysen utökats med Danske Bank. Anledningen är att den har expanderat i Sverige och numera är den femte största banken sett till utlåning, med en marknadsandel på runt fem procent. Bankernas kreditrisktäckning studeras i två olika scenarier.

- I scenario 1 inträffar en generell försämring av kreditvärdigheten för låntagarna i de baltiska länderna.
- I scenario 2 inträffar en vändning i kreditykeln och en därmed försämrade kreditvärdighet för samtliga låntagare.

SCENARIO 1: FÖRSÄMRAD KREDITVÄRDIGHET I DE BALTISKA LÄNDERNA

Effekten på bankernas motståndskraft av en försämrade kreditvärdighet för låntagare i de baltiska länderna studeras genom ett scenario som varar under tre år. I scenariot antas en negativ händelse inträffa som drabbar samtliga låntagare i de baltiska länderna.⁷³ Kreditvärdigheten för låntagarna i de baltiska länderna antas försämrade under tre år samtidigt som bankernas intjäning minskar. Första året ökar sannolikheten för fallissemang till fem procent, andra året till tio procent och tredje året till 20 procent. En ökad sannolikhet för fallissemang innebär högre förväntade förluster och ökat riskkapitalbehov. Resultatet före skatt antas halveras första året, minska med ytterligare 25 procent nästa år, för att under tredje året utebli helt. Det tredje året speglar en extrem situation med höga sannolikheter för fallissemang och helt utebliven intjäning. Kreditvärdigheten för övriga låntagare i bankernas utlåningsportföljer och intjäningen från den övriga verksamheten antas vara oförändrad. Scenariot appliceras på de två banker som har en betydande utlåningsverksamhet i de baltiska länderna, Swedbank och SEB.⁷⁴

Enligt utfallet av testerna visar bankerna ett positivt resultat under alla tre år, trots den försämrade utvecklingen. Det beror på att intjäningen är högre än de nya reserveringarna för kreditförluster (se diagram 3:17).⁷⁵ Att resultatet sjunker under scenariots första år beror i genomsnitt till lika stor del på ökade reserveringar som antagandet om fallande intjäning. Under sista året utgör i genomsnitt ökade

⁷³ Om låntagarna skulle drabbas av en systematisk negativ händelse spelar diversifieringseffekter liten eller ingen roll.

⁷⁴ Även Danske Bank och Nordea har verksamhet i de baltiska länderna, men eftersom deras utlåning i de baltiska länderna utgör en betydligt mindre del av deras portföljer har de exkluderats ur scenariot.

⁷⁵ Eftersom förväntade förluster stiger mellan åren ökar reserveringarna för kreditförluster.

reserveringar två tredjedelar av minskningen i förväntat resultat. Ett positivt resultat läggs varje år till primärkapitalet vilket medför att detta ökar.⁷⁶

Men förutom att scenariot leder till ökade reserveringar så stiger även risken i utlåningsportföljerna och därmed måste bankerna hålla mer kapital. I diagram 3:18 ställs det primärkapital banken håller i relation till det beräknade riskkapitalbehovet för de tre åren. Under samtliga år har båda bankerna en kreditrisktäckning över 100 procent. Den största anledningen till att Swedbank har något lägre kreditrisktäckning än SEB är att de har ett lägre primärkapital i utgångsläget. Minskningen i kreditrisktäckning under scenariot, jämfört med utgångsläget, är ungefär densamma för båda bankerna.

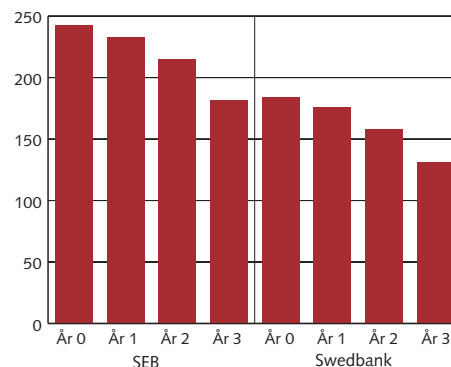
Motståndskraften vid en försämring i de baltiska länderna har försvagats något under det första halvåret 2007. Bankerna har under första halvåret 2007 ytterligare ökat sin utlåning i regionen och en allt större andel av intjäningen kommer från de baltiska länderna. Men båda bankerna har samtidigt ökat sitt primärkapital jämfört med årsskiftet 2006. Det innebär att effekten av ökad exponering mot de baltiska länderna delvis neutraliseras.

SCENARIO 2: FÖRSÄMRAD KREDITKVALITET TILL FÖLJD AV VÄNDNING I KREDITCYKELN

I detta scenario studeras hur en vändning i kreditcykeln och därmed försämrad kreditvärdighet för samtliga låntagare påverkar storbankerna. Med hjälp av det historiska sambandet mellan BNP-tillväxt och sannolikhet för fallissemang går det att skapa en bild av hur kreditvärdigheten ser ut för bankernas låntagare i olika konjunkturfaser.⁷⁷ Under perioden juni 2000 till september 2001 minskade BNP-tillväxten från drygt fem procent till knappt en halv procent. Den fallande tillväxttakten i BNP innebar att den genomsnittliga sannolikheten för fallissemang för företagen mer än fördubblades under samma period. I mars 2003 var företagens genomsnittliga sannolikhet för fallissemang fyra gånger så hög som nivån under 1999. I detta scenario antas sannolikheterna för fallissemang för samtliga låntagarkategorier i portföljen öka under tre år samtidigt som intjäningen minskar. Sannolikheten för fallissemang fördubblas första året, tredubblas nästa år och fyrdubblas tredje året. Under första året minskar resultat före skatt med 25 procent för att fortsätta minska med ytterligare 25 procent andra och tredje året.

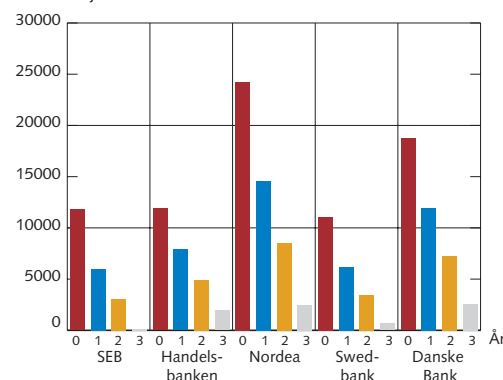
Testet visar att bankerna har en god motståndskraft vid en nedgång i konjunkturen liknande den som inträffade år 2000. Ingen av bankerna uppvisar negativt resultat över de tre åren (se diagram

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

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

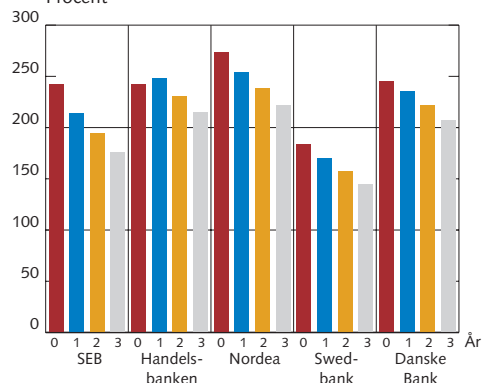


Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁷⁶ I scenariot antas inga utdelningar.

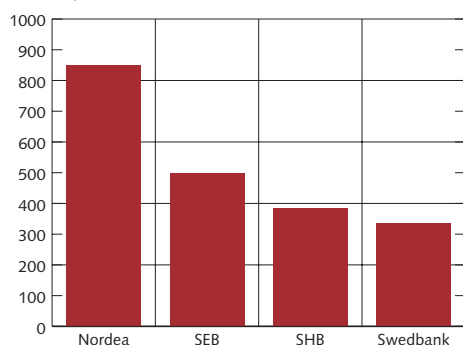
⁷⁷ Svensk BNP-tillväxt i jämförelse med den genomsnittliga sannolikheten för fallissemang i de svenska bankernas utlåningsportföljer.

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:21. Ökade finansieringskostnader i en tre månaders likviditetskris
Miljoner kronor



Källor: Bankernas resultatrapporter och Bloomberg

3:19). Det minskade resultatet under första året beror i genomsnitt till cirka 60 procent på antagandet om fallande intjäning. Resterande del beror på ökade reserveringar. Under scenariots sista år bidrar minskad intjäning i genomsnitt cirka fem gånger så mycket som ökade reserveringar till resultatförsämringen. Eftersom det förväntade resultatet är positivt för alla år antas det läggas till primärkapitalet vid årets slut.⁷⁸

Diagram 3:20 visar det primärkapital banken håller i relation till det beräknade behovet av riskkapital för de tre åren. Under samtliga år har de fem bankerna en kreditrisktäckning över 100 procent och klarar därmed en fyrdubbling av sannolikheterna för fallissemang. Kreditrisktäckningen minskar emellertid för dem alla och därmed är deras motståndskraft mot ytterligare negativa händelser mindre.

Bankernas motståndskraft vid en sådan konjunkturförsvagning är marginellt sämre jämfört med årsskiftet 2006. En ökad utlåning i portföljen har bidragit till något högre riskkapitalbehov i bankerna. Denna effekt har dock balanserats, dels av förbättrade resultat, dels av att majoriteten av bankerna har ökat sitt primärkapital.⁷⁹

FINANSIERINGSKOSTNAD

I det här testet görs en uppskattning av hur de fyra svenska storbankerna påverkas av ökade finansieringskostnader. De kan öka bland annat genom att marknadsräntorna stiger, eller genom att en relativt sett billigare finansieringskälla måste ersättas av den dyrare marknadsfinansieringen.

SCENARIO 3: ÖKADE FINANSIERINGSKOSTNADER I TRE MÅNADER

I det tredje scenariot testas hur bankerna påverkas av högre finansieringskostnader. I testet antas att bankerna normalt sett lånar på värdepappersmarknaden till tre månader STIBOR men att de under ett kvartal måste låna till tre månader STIBOR + 40 baspunkter. Dessutom antas kostnaden för tio procent av bankernas billigaste finansiering fördubblas. Bankerna antas inte kompensera sig genom högre utlåningsräntor. Scenariot är extremt, om än inte otänkbart. Resultaten visar att de dyrare finansieringskostnaderna skulle bli kännbara för bankerna, dock inte på ett kritiskt sätt (se diagram 3:21). Till exempel motsvarar kostnadsökningen cirka tio procent av bankernas resultat på kvartalsbasis.⁸⁰

⁷⁸ I scenariot antas inga utdelningar.

⁷⁹ Jämfört med årsskiftet 2006 har Danske Bank minskat sitt primärkapital på grund av köpet av Sampo Bank.

⁸⁰ Ungefär i linje med andra kvartalets resultat 2007 för de fyra storbankerna.

Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna

Sammanfattningsvis är de svenska bankerna finansiellt starka och de har en god lönsamhet. Dessutom har låntagarna generellt goda förutsättningar att betala sina lån, det gäller både företag och hushåll. Riksbankens bedömning är därför att bankernas motståndskraft mot negativa och oförutsedda händelser är god.

Men motståndskraften har minskat något det senaste halvåret. Det beror främst på att kreditrisken har ökat i bankerna. Utlåningen har stigit kraftigt samtidigt som marginalerna på utlåningen har minskat. Det är speciellt utlåningen till utländska låntagare som har ökat, främst till låntagare i de baltiska länderna. För att bedöma bankernas kreditrisk har Riksbanken utfört två så kallade stresstest. Det första visar hur en kraftig ekonomisk inbromsning i de baltiska länderna påverkar bankerna. Det andra testet visar hur en allmän försämring av kreditkvaliteten påverkar bankerna. Båda testerna bekräftar bilden av en god men något försämrade motståndskraft.

Den ökade exponeringen i de baltiska länderna medför en högre risk för storbankerna. Samtidigt som de ekonomiska förhållandena i dessa länder blir allt mer ansträngda, har bankernas beroende av utvecklingen i regionen ökat.

Att marknadsturbulensen kommer att få en mer långsiktig effekt är en av de risker som bankerna står inför. Marknadsturbulensens negativa effekter på främst finansieringskostnader men även intäktssidan kommer att påverka bankernas resultat på kort sikt. På längre sikt kommer dock bankerna att överföra detta till låntagarna genom bland annat höjda låneräntor. Om den finansiella oron håller i sig, eller till och med ökar, riskerar effekterna att bli mer omfattande.

Det finns även en risk för att bankerna inte har kompenserat sig tillräckligt för risken i företagsutlåningen. Utlåningen till företagssektorn, inklusive fastighetsbolagen, ökar kraftigt samtidigt som nyutlåningsmarginalen till detta segment har pressats. Detta väcker frågan i vilken utsträckning bankerna tar tillräckligt betalt för risken. Det vill säga om de prissätter en möjlig framtida försämring av kreditkvaliteten hos låntagarna.

■ DEL 2. ARTIKEL

■ Nya utmaningar kring den finansiella stabiliteten

Det är i år tio år sedan Riksbankens publicerade sin första stabilitetsrapport. Under den tid som förflutit har mycket hänt inom den finansiella sektorn. Förändringar i det finansiella landskapet har ökat svårigheterna att överblicka riskerna. Det visar inte minst den senaste tidens oro på de internationella finansiella marknaderna. Riskfaktorer har kommit till som innebär nya utmaningar för myndigheter med ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet.

Den kris som drabbade det svenska banksystemet i början av 1990-talet blottlade flera allvarliga brister såväl hos bankerna som i myndigheternas beredskap. Det fanns ingen utvecklad kultur för att hantera riskerna med den snabbt expanderande utlåningen som följde på 1980-talets lättnader i kreditregleringen och uppdämda lånebehov.⁸¹ Även hos myndigheter som Finansinspektionen,⁸² Finansdepartementet och Riksbanken var det tydligt att det saknades tillräcklig överblick av riskerna i banksystemet för att förutse den kris som skulle komma. Ingen av dessa myndigheter hade heller fått uppgiften att anlägga ett sådant övergripande perspektiv.

ANALYSEN BEHÖVER STÄNDIGT FÖRNYAS

Efter bankkrisen stod det därför klart att beredskapen behövde stärkas. Inte minst behövdes en systematisk analys av sårbarheter och källor till risk i det finansiella systemet. Riksbanken har en central roll i betalningssystemet och en möjlighet att tillhandahålla nödkrediter till finansiella företag. Det var därför naturligt att Riksbanken i mitten av 1990-talet tog initiativet till en sådan analys. Stabilitetsrapporten har nu i tio års tid varit en vital del av Riksbankens stabilitetsarbete och en viktig utgångspunkt för dialog med bankerna och andra aktörer.⁸³

Stabilitetsanalysen – som redovisas offentligt två gånger per år i rapporten Finansiell stabilitet – har förhoppningsvis ökat myndigheternas förmåga att överblicka och bedöma sårbarheter i det finansiella systemet. I någon mån har den sannolikt också bidragit till ökade insikter bland finanssektorns aktörer.⁸⁴

Den finansiella sektorn är en av de mest dynamiska sektorerna i ekonomin. Nya instrument, tekniker och institutioner kommer ständigt till. Det gör också att riskbilden kontinuerligt förändras. Därmed behöver myndigheterna oupphörligt utveckla sina metoder för stabilitetsarbetet och reflektera över hur tillsyn och reglering bör anpassas på bästa sätt. Inte minst bankernas ökade gränsöverskridande verksamhet och ökade marknadsberoende innebär nya utmaningar för myndigheter med ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet.

Syftet med den här artikeln är att beskriva några viktigare utvecklingstendenser och diskutera vad de innebär för det fortsatta

81 Se till exempel Pettersson (1993) och Ingves & Lind (1996) för redogörelser för bankkrisens uppkomst och sedermera hantering.

82 1991 slogs dåvarande Banksinspektionen och Försäkringsinspektionen samman och bildade Finansinspektionen.

83 En tillbakablickande artikel om utvecklingen av Riksbankens stabilitetsarbete planeras till en kommande utgåva av Riksbankens periodiska tidskrift Penning- & valutapolitik.

84 Allen et al. (2004) har genomfört en oberoende utvärdering av Riksbankens stabilitetsarbete.

arbetet med finansiell stabilitet. I följande avsnitt redogörs först för några principiella utgångspunkter som legat till grund för utvecklingen av Riksbankens stabilitetsanalys. I det påföljande avsnittet pekas på några betydande förändringar i det finansiella landskapet och vad som drivit fram dem. Därefter redogörs för några av de nya riskfaktorer som det nya landskapet gett upphov till. Det följs av en diskussion av de nya utmaningar som detta ställer myndigheterna inför, och de anpassningar som krävs i stabilitetsarbetet. Avslutningsvis presenteras Riksbankens slutsatser.

Att publicera eller inte publicera...

När väl Riksbanken börjat genomföra systematiska stabilitetsanalyser i mitten av 1990-talet uppstod frågan om resultatet av dessa analyser även borde publiceras. Frågan om publicering var ingalunda okontroversiell vid den här tidpunkten och många andra centralbanker förhöll sig ännu skeptiska till idén. Bland annat ansåg många att en publicering snarare skulle kunna verka destabiliserande genom att centralbanken därigenom tydliggjorde förekomsten av risker och stabilitetshot.

Ganska snart framstod dock en publicering av stabilitetsanalysen som önskvärd. Riksbanken gjorde bedömningen att det snarare skulle underlätta kommunikationen med finansmarknadens aktörer om de sårbarheter som eventuellt behövde rättas till. En regelbunden publicering skulle också skärpa analysarbetet och ge det tydligt fokus. Det skulle också göra det lättare för Riksbanken att återrapportera till Sveriges riksdag om uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Dessutom låg det i linje med den förnyelse av Riksbankens arbetssätt i övrigt – särskilt vad gäller penningpolitiken – som genomfördes under de här åren. Den forna bilden av Riksbanken som en slutet och närmast hemlighetsfull institution kom att bytas mot en där ökad öppenhet och transparens var viktiga ledord och inte minst en viktig del i arbetsmetodiken.

Riksbanken publicerade sin första stabilitetsrapport i november 1997. Riksbanken tillhörde därmed pionjärerna på området. Bank of England hade året dessförinnan gett ut sin första *Financial Stability Review*. Här redovisades dock ingen stabilitetsbedömning. Rapporten innehöll istället ett antal fristående artiklar med bäring på ämnet finansiell stabilitet. Norges bank hade i juni 1997 offentliggjort en trettonsidig stabilitetsanalys ("finansiellt utsyn") i den periodiska samlingsskriften *Penger og Kreditt*, där även penningpolitiken redovisas.

Idag ger centralbanker i ett femtiotal länder ut regelbundna stabilitetsrapporter.⁸⁵ Det gör även ett antal större internationella organisationer, som *Internationella valutafonden* (IMF) och *Europeiska centralbanken* (ECB).

85 Se till exempel Cihák (2006) och Oosterloo *et al.* (2007) för genomgångar av användningen av stabilitetsrapporter.

Riksbankens analys av finansiell stabilitet

BETALNINGSSYSTEMET I FOKUS

En ändamålsenlig stabilitetsanalys måste vila på en god analytisk grund. Det var också utgångspunkten när stabilitetsarbetet inleddes i mitten av 1990-talet. Arbetet måste också vara väl förankrat i Riksbankens uppdrag och roll i samhället. Riksbanken har den lagstadgade uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Den uppgiften har sin grund i centralbankers traditionella betydelse för olika funktioner i ett lands betalningsväsende. Förutom att ge ut sedlar och mynt är det vanligt att centralbanker också inrättar system för att underlätta stora betalningar mellan bankerna, det vill säga agerar som en "bankernas bank". I Sverige fungerar Riksbanken som ägare och operatör av det system som används för clearing och avveckling av betalningar mellan de svenska bankerna. Interbankmarknaden har också stor betydelse för att Riksbanken ska kunna genomföra sin penningpolitik. Dessa förhållanden räcker i sig för att Riksbanken ska ha ett intresse av att betalningssystemet fungerar väl och att de banker som deltar i systemet är stabila.

Men det finns också ett mer grundläggande samhällsintresse av stabilitet i betalningsväsendet. Betalningsväsendet utgör en viktig del av samhällets infrastruktur. Betalningar är ju ett centralt inslag i all ekonomisk aktivitet. Ett sammanbrott i betalningsväsendet skulle innebära stora samhällsekonomiska förluster, med negativa konsekvenser i form av försämrad tillväxt och lägre sysselsättning. Det visade inte minst 1990-talets bankkris. Av samma skäl som det är viktigt att vägar, el- och telenät fungerar, är det väsentligt för samhället att betalningar kan genomföras. De allt större flöden som koncentreras i systemen för betalningar och clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner gör att dessa system blivit ännu mer kritiska än för tio år sedan.

BANKERNA HAR EN CENTRAL ROLL

Bankerna spelar en nyckelroll i betalningsväsendet. Det beror på att viktiga betalningar sker i form av överföringar mellan bankernas inlåningskonton. En kris i banksystemet skulle därför på ett allvarligt sätt kunna drabba betalningsväsendets förmåga att fungera. Men bankernas verksamhet är samtidigt förknippad med en inneboende instabilitet. Den beror på att bankernas tillgångar i form av framför allt utlåning är betydligt *mindre likvida* än deras finansiering i form av inlåning och kortfristig upplåning på värdepappersmarknaderna.⁸⁶

⁸⁶ Bankers tillgångar består till stor del av lån till företag och hushåll. Dessa lån är ofta svåra att värdera, särskilt för personer utanför det långivande institutet. De är dessutom förenade med kreditrisk. Svårigheten att värdera bankens lånetillgångar gör dessa illikvida i den bemärkelsen att de inte snabbt kan säljas utan betydande rabatter i förhållande till deras verkliga värde. Läntagarna kan också få svårt att med kort varsel återbetala sina lån, eftersom det i regel förutsätter att de kan få lån någon annanstans ifrån. Bankers finansiering å andra sidan består till stor del av inlåning, som insättarna kan ta ut med omedelbart varsel. Den består även av andra kortfristiga krediter, till exempel lån på interbank- och värdepappersmarknaderna. Upplåningen från värdepappersmarknaderna sker till stor del med korta löptider. Finansieringen är således – i motsats till tillgångarna – extremt likvid.

Det finns också betydande spridningsrisker om problem skulle uppstå i någon del av banksystemet. Eftersom bankerna deltar i olika betalningssystem har de tidvis mycket stora exponeringar mot varandra. Detta medför att problem i en bank lätt kan fortplantas till övriga delar av det finansiella systemet. Smittoeffekter uppstår dock inte bara på grund av att banker har stora fordringar på varandra. Det kan ibland räcka med att det finns misstankar om problem eller stor osäkerhet om bankernas exponeringar. I värsta fall kan ogrundade rykten till och med bli självuppfyllande. Risker som kan ge upphov till spridningseffekter över hela det finansiella systemet brukar benämnas *systemrisk*er.

Enskilda aktörer på de finansiella marknaderna har som regel tillräckligt starka motiv att värdera och i lämplig mån skydda sig mot risker som kan drabba den egna verksamheten. Systemrisker omfattar dock inte enbart den egna verksamheten utan inbegriper även kostnader för andra institut såväl som för samhället i stort. De privata incitamenten att undvika dessa risker är inte tillräckliga sett ur samhällets perspektiv; i ekonomisk terminologi är systemriskerna förknippade *negativa externa effekter*. Det finns alltså viktiga motiv för statsmakterna att utöva tillsyn av och att ha speciella lagar och regler för företag som verkar inom finanssektorn. Systemriskerna är därmed också av central betydelse i Riksbankens uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Riksbankens stabilitetsanalys är därför i hög grad fokuserad på de största bankerna och de marknader och aktörer som är av betydelse för bankernas intjänning, finansiering och riskhantering. Det var utgångspunkten när Riksbanken inledde sitt stabilitetsarbete och är det alltjämt. Men förändringar i det finansiella systemets sätt att fungera innebär också att det uppstår nya källor till risk och nya kanaler varigenom dessa kan spridas in i systemet. För att möta den utvecklingen måste Riksbanken anpassa sina analyser och sitt övriga stabilitetsarbete.

Vid sidan av Riksbanken har även Finansinspektionen och Finansdepartementet viktiga roller i stabilitetsarbetet. Finansinspektionen bidrar till stabiliteten i det finansiella systemet bland annat genom att övervaka enskilda finansiella företags kapitalstyrka och riskhantering, det vill säga genom att utöva så kallad stabilitetstillsyn.⁸⁷ Vidare är Finansdepartementet den myndighet som bereder lagstiftningen på det finansiella området. Och det är också den myndighet som är närmast berörd om en eventuell kris i det finansiella systemet skulle medföra konsekvenser för statsbudgeten. Även dessa myndigheters roller i stabilitetsarbetet påverkas av förändringarna i den finansiella sektorn.

I nästa avsnitt pekas på några av de viktigaste tendenserna som påverkar det finansiella landskapet.

87 Förutom att bidra till att det finansiella systemet uppfyller samhällets krav på stabilitet, har Finansinspektionen även i uppdrag att bidra till att systemet fungerar effektivt samt att verka för ett gott konsumentskydd.

Ett nytt finansiellt landskap

Många av de förändringar som uppstått i den finansiella sektorn har sin grund i tekniska landvinningar. De förbättrade möjligheterna att utföra avancerade beräkningar har stimulerat den akademiska forskningen. Det har gett upphov till en mängd innovationer på det finansiella området. Tillämpningen av dessa innovationer – ”den finansiella ingenjörskonsten” – har lett till en rad nya finansiella instrument och tekniker som har minskat kostnaderna för att hantera och handla med finansiella risker. Minskade transaktionskostnader och förbättrad teknik förstärker dessutom varandra, så att det uppstår ett ständigt sökande efter nya innovationer. Robert Merton har benämnt fenomenet ”den finansiella innovationsspiralen”.⁸⁸

En annan viktig faktor är de genomgripande förändringarna i det finansiella regelverket. Den första vågen av förändringar inleddes redan för mer än två decennier sedan. Den innebar en omfattande avreglering, som ledde till att den finansiella sektorn i många länder liberaliserades. På senare år har förändringarna i regelverket ofta drivits av en strävan att underlätta utbudet av finansiella tjänster över gränserna.

De stora framstegen inom informations- och kommunikationstekniken och målmedvetna politiska satsningar på harmonisering av regelverket har samverkat till att den finansiella sektorn blivit allt mer internationell, på samma sätt som ekonomierna i övrigt blivit allt mer globaliserade. Detta har i sin tur bidragit till att stöpa om det globala finansiella landskapet i grunden. Nedan redogörs för några specifika uttryck för detta.

FINANSIELLA MARKNADER BLIR ALLT VIKTIGARE

En övergripande internationell trend är en allt starkare marknadsorientering. Traditionella intermediärer, som banker, blir allt mer beroende av finansiella marknader för sin intjäning, finansiering och riskhantering.

Den stiliserade bilden av en bank är ett företag som först och främst ägnar sig åt utlåning mot betalning i form av en ränta och som huvudsakligen finansierar sig via inlåning från allmänheten. Banken är framför allt expert på att utvärdera och övervaka kreditrisker. Genom att träda in som mellanhand och övervakare av kreditrisken kan banken skapa trygghet och enkelhet för både sparare och låntagare och därmed underlätta kapitalförmedlingen i ekonomin. Till stora delar har emellertid bilden av banken på senare år kommit att bli allt mer komplicerad.

- Många bankkoncerners verksamhet har med åren blivit allt mer diversifierad. En betydande del av intjäningen härstammar idag från verksamheter på områden som livförsäkring och tillgångsförvaltning. Intäkterna från dessa verksamheter består främst av

88 Se Merton (1992, 1995).

provisioner av olika slag. Dessa är i sin tur beroende av utvecklingen på de marknader där tillgångarna handlas.

- Andelen finansiering genom inlåning från allmänheten har successivt minskat. I stället består en allt större del av bankernas finansiering av upplåning på de finansiella marknaderna. De ränte- och valutarisker som uppstår på dessa marknader hanteras på derivatmarknaderna.
- På senare år har det också uppstått tekniker och instrument som möjliggör en omfattande handel med kreditrisker och därmed nya sätt att hantera dessa risker. En av dessa tekniker är att *värdepapperisera* delar av utlåningsportföljen. Vanligtvis innebär det att ett antal krediter samlas i ett för ändamålet skapat bolag, som sedan finansieras genom att man ger ut obligationer, vanligen uppdelade i olika riskklasser.⁸⁹ *Kreditderivat* är en annan typ av instrument för att överföra och handla med kreditrisker.⁹⁰ Dessa nya tekniker har blivit allt vanligare internationellt.⁹¹ Därmed har många banker och andra kreditinstitut världen över allt mer kommit att fjärma sig från den traditionella rollen som övervakare av kreditrisk. I stället har de i allt högre grad gått in för att initiera lån, vars inneboende kreditrisker omedelbart fördelas ut till riskvilliga investerare på de finansiella marknaderna.

NYA AKTÖRER ÖKAR I BETYDELSE

Samtidigt som bankerna blivit mer beroende av marknaderna har de själva kommit att bli viktiga aktörer på dessa marknader. Men även andra aktörer har kommit att spela en allt viktigare roll i det finansiella systemet.

Till dessa hör exempelvis institutionella placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder. Enligt Internationella valutafondens beräkningar ökade de belopp som globalt förvaltas av försäkringsbolag och pensionsfonder från 21 000 miljarder dollar till 53 000 miljarder dollar under en tioårsperiod fram till 2005.⁹² Utvecklingen hänger till stor del ihop med att befolkningen blir allt äldre i många länder. Det har lett till ett ökat beroende av privat pensionssparande och en ökad efterfrågan på investeringstillgångar.

Därutöver har nya aktörer, som hedgefonder och riskkapitalbolag, kommit att spela betydande roller på de finansiella marknaderna.⁹³ Totalt sett har basen av investerare blivit bredare, och omfattar en allt större och mindre enhetlig grupp aktörer över hela världen.

89 Se särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i denna rapport.

90 Se till exempel Finansiell stabilitet (2006:2) för en mer ingående beskrivning av kreditderivat.

91 Svenska kreditinstitut använder av olika skäl ännu inte värdepapperisering och kreditderivat i någon större utsträckning.

92 Se International Monetary Fund (2007a).

93 Se till exempel Finansiell stabilitet (2006:1) för en redogörelse för hedgefonder och Sveriges riksbank (2005:1) för en beskrivning av de svenska riskkapitalbolagens verksamhet i Sverige.

MARKNADERNA LÄNKAS SAMMAN

De tekniska landvinningarna har inte bara stimulerat utvecklingen av nya finansiella instrument. De har också möjliggjort blixtnabb kommunikation och informationsöverföring över stora geografiska avstånd. Elektronik har skapat möjligheter att länka samman ett stort antal finansiella marknader. Många av de största internationella finansiella instituten är verksamma på i stort sett samtliga finansiella marknader och sammankopplingen av marknader möjliggör i princip handel tjugofyra timmar om dygnet.

Numera är det inte bara de traditionella ränte- och valutamarknaderna som omfattas av denna världsomfattande integration. På senare år har också aktiehandeln upplevt en våg av konsolidering över gränserna. De gamla nationella börserna har kopplats samman till omfattande nätverk för global handel. I den nordisk-baltiska regionen började denna integration tidigt. Idag äger *OMX Group* börserna i Helsingfors, Köpenhamn, Reykjavik, Riga, Tallinn, Stockholm och Vilnius. Dessa är sammankopplade i *Den Nordiska Børsen*, som fungerar som gemensam plattform med ett gemensamt system och gemensamma regler för handeln i nordiska och baltiska aktier. För närvarande, under hösten 2007, förefaller integrationen vara på väg att drivas ytterligare ett steg genom att *OMX Group* införlivas i ett större konsortium av internationella börser. Ett liknande exempel på integrationen inom aktiehandeln är *NYSE-Euronext*, som sammanbinder handeln mellan ett antal europeiska börser och New York-börsen.

I Europa påverkas integrationen av de finansiella marknaderna också av harmoniseringar av det finansiella regelverket. Direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID) tillämpas i EU:s medlemsstater sedan 1 november 2007. Det innebär att börslagstiftningen harmoniseras samtidigt som man undanröjer många hinder mot gränsöverskridande utbud av värdepapperstjänster. Det kommer exempelvis att räcka med tillstånd från hemlandets myndigheter för att få bedriva värdepappersverksamhet i andra EU-länder. Det kommer att ytterligare underlätta en gränsöverskridande integration av marknadsplatser inom EU. Samtidigt innebär de nya reglerna att det blir lättare för nya aktörer att konkurrera om orderflödet med de traditionella börserna.⁹⁴

Det pågår även en integration inom den övriga infrastrukturen som behövs i handeln med värdepapper, de led som följer efter själva handeln. Dit hör exempelvis clearing, avveckling och registerföring. Utvecklingen har länge gått mot så kallad *Straight Through Processing* (STP). Det innebär att hela kedjan från köp- och säljorder till clearing och avveckling i stort sett sker helt utan manuell inblandning. När

⁹⁴ Ett uttryck för ökad konkurrens om orderflödet är *Turquoise*. Det är en paneuropeisk plattform för aktiehandel som för närvarande håller på att utvecklas i samarbete mellan sju internationella investmentbanker. *Turquoise* möjliggör handel i ett antal europeiska aktier utanför de börser där de ursprungligen är inregistrerade. Clearing och avveckling av transaktioner i *Turquoise* sker i *EuroCCP*, ett dotterbolag till amerikanska *DTCC*.

olika led i värdekedjan kan kopplas närmare samman uppstår stor-driftsfördelar. Därmed kan kostnaderna sänkas. För att uppnå sådan *vertikal* integration har det på många håll inletts ett nära samarbete mellan och ibland även samgående av företag i de olika leden i infrastrukturen.

De internationella finansmarknadernas allt närmare sammankoppling har stärkt behoven av att öka även den *horisontella* integrationen inom infrastrukturen. Med en ökad mängd transaktioner och allt större flöden över gränserna ökar behovet av att systemen för betalning och avveckling av värdepapper blir effektivare. Det har därför tagits ett antal initiativ till konsolidering av olika system för betalningar och avveckling.⁹⁵ Ett exempel på långt driven gränsöverskridande integration är *CLS Bank*. Den har bildats genom samarbete mellan ett sjuttioal banker världen över och som genomför över hälften av all clearing och avveckling av valutatransaktioner i världen.

BANKERNA BLIR ALLT MER INTERNATIONELLA

På senare år har det uppstått en våg av gränsöverskridande förvärv bland flera stora internationella banker. Förvärven har också kommit att omfatta allt större värden. Flera exempel kan nämnas. 2004 köpte spanska *Banco Santander* brittiska *Abbey National*. 2005 förvärvade italienska *Unicredit* tyska *HypoVereinsbank* och dess dotterbanker i Österrike och Polen. Samma år köpte nederländska *ABN Amro* den italienska banken *Antonveneta*. 2006 övertog franska *BNP Paribas* italienska *BNL*. Sedan mars 2007 har nederländska *ABN Amro* fått olika uppköpspropåer från internationella intressenter. I Norden och Beneluxländerna inleddes vågen av gränsöverskridande förvärv redan i mitten av 1990-talet. Därför har integrationen av bankerna över gränserna också kommit mycket långt i dessa regioner.

Bakom utvecklingen finns en rad samverkande orsaker. Harmoniseringen av regelverket för kapitaltäckning (Basel II⁹⁶ och CRD⁹⁷), svårigheterna att expandera på små och mogna hemmamarknader och de allt större stordriftsfördelarna när IT-kostnadernas andel av bankernas kostnader ökar är faktorer som bidragit till utvecklingen.⁹⁸

95 Flera initiativ kommer från myndighetshåll. Som exempel av kan nämnas *Code of Conduct for Clearing and Settlement*, som är en branschöverenskommelse som kommit till på initiativ från EU-kommissionen. *Code of Conduct* syftar till att öka integrationen i det led i infrastrukturen som tar vid efter handeln. Vidare är *Target2 Securities (T2S)* ett initiativ från *ECB* som syftar till att skapa en paneuropeisk plattform för avveckling av avistaaffärer i ett och samma system och som är nära integrerat med den avveckling som sker i euro i *Target2*-systemet.

96 "Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework", *Bank for International Settlements*, Basel, June 2004. Basel II är en överenskommelse bland G10-länderna som innehåller detaljerade rekommendationer om kapitaltäckningskraven för banker.

97 Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (omarbetning), även kallat *Capital Requirements Directive*, CRD. CRD tillhör EU:s lagstiftning om kapitaltäckning och är i hög grad baserat på Basel II-överenskommelsen.

98 Den tilltagande konsolideringen över gränserna av bankernas verksamhet beskrivs och diskuteras ingående i *Finansiell stabilitet* (2007:1).

Nya riskfaktorer

Utvecklingen av detta nya finansiella landskap medför en rad positiva effekter på både effektiviteten och stabiliteten i det finansiella systemet. Men den medför även nya riskfaktorer. I det följande diskuteras några av dessa.

TRANSPARENSEN HAR MINSKAT

Samtidigt som många risker kunnat spridas ut över ett större antal aktörer har det blivit svårare att överblicka var riskerna befinner sig. Marknaderna har således blivit mindre transparenta.

En förklaring till den minskade transparensen är att många av de nya instrumenten och teknikerna för handel med kreditrisker är komplexa. Skräddarsydda lösningar och bristen på standardisering ger upphov till mängder av strukturer och tillgångsklasser. Var och en av dessa har egna unika villkor, egenheter i prissättningen och speciella egenskaper. De särskilda bolag som använts vid värdepapperisering av kreditrisk har också ofta varit behäftade med olika garantiåtaganden och andra förbindelser som ligger utanför bankernas balansräkningar och som inte alltid är lätta att överblicka.⁹⁹ När riskerna dessutom paketeras om och säljs vidare i flera led, har det blivit svårare att avgöra i vilka balansräkningar de slutliga riskerna egentligen finns.

Komplexiteten gör också värderingen av instrumenten besvärlig och kräver ofta avancerade beräkningsmodeller. Tyvärr kan man inte utgå från att dessa modeller alltid är pålitliga under turbulenta marknadsförhållanden. När prisrörelserna blir alltför stora kullkastas ofta de antaganden som modellerna bygger på. Att instrumenten är svåra att värdera kan i sin tur göra det svårt för företag att redovisa sina exponeringar på ett korrekt sätt. Det bidrar ytterligare till att minska transparensen.

BEROENDET AV LIKVIDA MARKNADER ÖKAR

En marknad är likvid om det går snabbt och enkelt att gå in eller ur en position utan att priset påverkas.¹⁰⁰ För att en marknad ska vara likvid krävs att det hela tiden finns tillräckligt många och stora intressen på både köpsidan och säljsidan. Men ibland kan det av olika skäl plötsligt uppstå så stor osäkerhet om värdet på en tillgång att betydligt fler vill sälja än köpa. Prisfallet kan då givetvis bli drastiskt. Problemet är inte att priset anpassas till en ny, och kanske på sikt mer realistisk nivå, utan att många vill sälja precis samtidigt.¹⁰¹ Det kan då uppstå

⁹⁹ Se särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i Finansiell stabilitet 2007:2.

¹⁰⁰ Se till exempel. O'Hara (2004).

¹⁰¹ Även om försäljningen är rationell sett från investerarnas perspektiv kan placeringsreglementen och interna belöningsystem påverka beteendet hos stora placerare som livförsäkringsbolag och pensionsfonder så att en neråtgående spiral ytterligare förstärks (se till exempel Schiller, 2000). Många företag är dessutom ofta beroende av samma eller likartade modeller som bas för sin riskhantering. Även om de riskhanteringstekniker som används är till stor nytta för enskilda företag, kan ett utbrett bruk av samma tekniker och riskmodeller förstärka en marknadstendens.

situationer där köpintresset på marknaden inte räcker till för alla som vill sälja. Skillnaden mellan efterfrågan och utbud kan helt enkelt bli så stor att det under en period inte sker några avslut över huvud taget. När handeln på detta sätt helt ebbar ut, brukar man säga att det uppstår ett "svart hål" i likviditeten.¹⁰²

När marknaden och prismekanismen sätts ur spel får det konsekvenser av olika slag. Marknadsaktörerna kan få problem att ändra sina finansiella positioner och att värdera sina innehav, vilket försvårar deras portfölj- och riskhantering. Och de företag som gett ut värdepapper på den aktuella marknaden för att finansiera sig kan hamna i problem när värdepappren löper ut och det är dags att refinansiera sig. Likviditeten på andrahandsmarknaden kan således ha betydelse för möjligheterna till finansiering på förstahandsmarknaden. Bankernas ökade beroende av marknader för sin riskhantering och finansiering innebär att de också blir mer känsliga för störningar i likviditeten på dessa marknader.

Historiskt har likviditetshål uppstått vid ett antal tillfällen. Det hände bland annat vid börskraschen 1987, när hedgefonden LTCM fallerade i september 1998 och i samband med terroristangreppet mot World Trade Center den 11 september 2001. Och så sent som under sommaren och hösten 2007 skapade utvecklingen på den amerikanska subprime-marknaden stor osäkerhet.¹⁰³ Detta medförde en förtroendekris som ledde till att likviditeten på delar av penningmarknaden under en period utsattes för stora påfrestningar. När banker blev drabbade av likviditetsproblemen valde ECB, Federal Reserve och Bank of England att agera för att underlätta på interbankmarknaden.

MARKNADERNA RÖR SIG SNABBARE OCH BLIR SVÅRARE ATT FÖRUTSE

Sammankopplingen av de finansiella marknaderna och deras vidhängande infrastruktur har ökat förmågan att hantera allt större volymer allt snabbare. Detta har lett till en större internationell rörlighet av kapital och – under normala omständigheter – förbättrad marknadslikviditet. Det bidrar i sin tur till effektivare marknader där finansiella flöden och priser kan anpassas snabbare till ny information. Därmed blir prisbildningen bättre. Men samtidigt har marknadsdynamiken blivit svårare att förutsäga och fått ett snabbare förlopp.

De finansiella marknaderna har inte bara blivit sammanlänkade elektroniskt. De är i högsta grad även *finansiellt* sammankopplade genom att tillgångar som omsätts på en marknad används för att aktivt hantera risker som uppkommer på andra marknader. Problem som uppstår på en marknad kan därför få stora och oväntade återverkningar på andra marknader. Före Rysslands fallissemang år 1998 föreföll ryska och brasilianska kreditrisker vara högt korrelerade. Av

¹⁰² Se till exempel Persaud (2002).

¹⁰³ Turbulensen på de finansiella marknaderna under sommaren och hösten 2007 behandlas i en särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i Finansiell stabilitet 2007:2.

det skälet försökte många investerare som köpte ryska värdepapper säkra upp sina kreditexponeringar genom att ta korta positioner på den brasilianska terminsmarknaden. Denna var då mycket likvid. På grund av att många använde denna strategi överfördes turbulensen på den ryska marknaden till den brasilianska.¹⁰⁴

Oron som uppstod på de finansiella marknaderna 2007 ger också en illustration av fenomenet. Många av de institut som drabbades värst av problemen på den amerikanska subprime-marknaden befann sig i själva verket på långt geografiskt avstånd från denna.

Mycket tyder också på att upp- och nedgångar på de finansiella marknaderna har blivit fler och skarpare. Som exempel kan nämnas turbulensen på obligationsmarknaderna 1994 och 1996, den mexikanska krisen 1994 till 1995, den asiatiska krisen 1997, den ryska krisen 1998 och LTCM-krisen samma år samt dot com-bubblan som drabbade världens aktiemarknader i början av 2000-talet.¹⁰⁵ Till raden av exempel kan nu läggas oroligheterna på världens finansmarknader under sommaren och hösten 2007.

RISKEN FÖR ATT KRISER SPRIDS MELLAN LÄNDER ÖKAR

Verkligt allvarliga kriser i det finansiella systemet är tack och lov relativt ovanliga händelser, men olyckligtvis kan de inte alltid förhindras. När de stora finansiella instituten nu blir allt mer internationella minskar också möjligheterna att isolera en kris inom ett lands gränser. Risken för att en kris i något av de stora gränsöverskridande instituten ska få allvarliga effekter i flera länder har således ökat.

OPERATIVA RISKER ÖKAR PÅ VÄXANDE MARKNADER

När marknaderna för nya komplexa instrument växer så snabbt som de har gjort på senare år, finns risken att rutiner för administration och kontroll samt arrangemang för clearing och avveckling inte riktigt hänger med. Det kan bland annat innebära eftersläpningar i dokumentationen och annan efterbehandling av de transaktioner som görs. Internationella aktörer som tidigt var aktiva på dessa nya marknader drabbades till en början ofta av att affärsbekräftelser hamnade på kö, så kallade *back-logs*. Detta kan i sin tur medföra betydande legala och andra operativa risker.¹⁰⁶

På nya marknader kan det också inledningsvis saknas rutiner för att reda ut affärer om en motpart skulle falla. Ofta behöver då netto-positionen mellan olika motparter räknas fram för att positionerna ska kunna stängas, så kallad *close-out netting*. Legala och andra osäkerheter om hur detta ska gå till kan försvåra och fördröja hanteringen av ett fallissemang. Detta kan i sin tur medföra dominoeffekter i det finansiella systemet med följder som är svåra att överblicka. Det var bland annat osäkerheten om vad som skulle hända vid en *close-out*,

¹⁰⁴ Se till exempel Schinasi (2006).

¹⁰⁵ Samtidigt förefaller volatiliteten i den *reala* ekonomin ha minskat (Se till exempel Rogoff, 2006).

¹⁰⁶ Se Committee on Payment and Settlement Systems (2007).

som mobiliserade de åtgärder som vidtogs för att lösa krisen i hedgefonden LTCM som fallerade 1998.

Den snabba utvecklingen och komplexiteten i de nya instrumenten kan också innebära utmaningar för företagens interna riskkontroll. Det innefattar de rutiner som finns för att fånga upp och sammanställa exponeringar på företagsnivå och övervakning av att de risker som tas i olika verksamhetsgrenar är förenliga med företagets övergripande riskmål.

Myndigheterna står inför stora utmaningar

Det nya finansiella landskapet ställer myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet inför en rad utmaningar. Det ökade ömsesidiga beroendet mellan olika marknader och det tilltagande gränsöverskridande inslaget gör att många av dessa utmaningar måste angripas gemensamt, av myndigheter i många länder. Inte minst den finansiella oro som uppstod under 2007 ställer en rad svåra, men fundamentala frågor på sin spets.

UTMANING 1: FÖRBÄTTRA GENOMLYSNINGEN AV BANKERNA

Ett av kännetecknen för oroligheterna på de finansiella marknaderna som uppstod sommaren 2007 var oklarhet om var riskerna fanns. I och för sig behöver det inte alltid vara ett stort problem att inte känna till var riskerna finns. Normalt räcker det med att investerarna själva vet vilka risker de tar på sig och kan skydda sig mot dessa i lämplig grad. Den spridning av risken som naturligt sker på en marknad med ett stort antal aktörer leder också i allmänhet till en större motståndskraft i det finansiella systemet. Nu har det emellertid visat sig att riskerna i bankerna i verkligheten inte minskat så mycket som man trott. Genom garantiåtaganden med mera har de risker som bankerna försökt avhända sig i många fall snabbt studsat tillbaka in i deras balansräkningar.¹⁰⁷ Osäkerheten om bankernas verkliga exponeringar har i sin tur bidragit till den förtroendekris som drabbat vissa marknader. Bristen på genomlysning har därför varit ett reellt problem som gjort det svårare både för privata och offentliga intressenter att bedöma exempelvis likviditetsrisker och motpartsrisker. *En central fråga är hur genomlysningen av bankerna kan bli bättre.*

- Vissa initiativ har redan kommit från den privata sektorn, bland annat ett projekt som syftar till att utarbeta nya riktlinjer för branschen som svar på händelserna i spåren av subprime-krisen.¹⁰⁸

107 Se särskild ruta i avsnittet Finansiella marknader i Finansiell stabilitet 2007:2.

108 Se Callan et al (2007).

- Samtidigt går det inte att bortse från att myndigheter kan behöva se över regleringen. Ett av skälen till den växande användningen av strukturerade kreditriskprodukter är att den internationella överenskommelse om kapitaltäckning som rått sedan länge, "Basel I", har medgett möjligheter till så kallat regelarbitrage. Bankerna har helt enkelt sluppit undan en del kostnadskrävande kapitaltäckning genom att värdepapperisera en del av kreditrisken.¹⁰⁹ Den gamla kapitaltäckningsregimen har successivt kommit att ersättas av en ny överenskommelse, "Basel II", som slöts 2004. Nya regler har dock ännu inte hunnit införas i alla länder. Basel II är betydligt mer finmaskig bland annat när det gäller olika arrangemang för värdepapperisering. Kraven är där betydligt högre ställda på att en bank ska minska risken för att det ska uppstå oväntade juridiska anspråk i samband med värdepapperisering. Vidare måste en bank fullt ut kapitaltäckta de risker som är förenade med varje så kallad tranche i de specialföretag för värdepapperisering som den stöder finansiellt. I Basel II skärps också kraven på genomlysning av bankernas riskhantering och egna kapital. Det var i hög grad sådan information som efterlystes under höstens turbulens.

Även om ett bredare genomförande av Basel II-regelverket kan förväntas minska problem av den art som uppstod under 2007, kan det inte uteslutas att ytterligare anpassningar av regelverket för kapitaltäckning blir nödvändiga. Utöver en eventuell översyn av regelverket för kapitaltäckning bör det möjligen övervägas om kraven på stresstester och kontinuitetsplaner som tar sikte på likviditetskriser ska göras ännu tydligare. Det kan heller inte uteslutas att internationella redovisningsstandarder kan behöva kompletteras.

- Den bristande transparensen ställer även den finansiella tillsynen inför betydande utmaningar. Det är tydligt att den stabilitets-tillsyn som finansiella tillsynsmyndigheter utövar inte förmått att genomskåda de risker som banksystemet utsatts för. Basel II-överenskommelsen innebär skärpta informationskrav. Samtidigt skulle exempelvis alltför långtgående rapporteringskrav på investerare som försäkringsbolag och hedgefonder innebära resurskrävande insamling och behandling av stora mängder data, som dessutom tämligen omgående bli skulle inaktuella. Det skulle knappast vara till någon större nytta i stabilitetstillsynen.

Det tyder på att stabilitetstillsynen i första hand snarare bör vara inriktad på att kontrollera att företagen har pålitliga system på plats för att hantera sina risker.

¹⁰⁹ Överenskommelsen omfattar de myndigheter från G10-länderna som deltar i Baselkommittén för banktillsyn. Kommittén sammanträder i och har sitt sekretariat förlagt hos Bank for International Settlements (BIS). BIS har sitt säte i Basel i Schweiz, därav kommitténs namn.

UTMANING 2: HANTERA INSTRUMENTENS KOMPLEXITET

En annan omständighet som bidragit till problemen under 2007 har varit att instrumenten varit så komplexa och brokiga i utformningen att aktörerna själva inte vetat alltid varit fullt medvetna om vilka risker de köpt på sig eller behållit på sina balansräkningar. Bankerna är de aktörer som normalt sköter övervakningen av kreditrisker. De har nu i många fall övergett den rollen. Istället har specialiserade kreditvärderingsinstitut ofta fått träda in för att tillhandahålla riskbedömningar av enskilda instrument. Särskilt när kostnaderna för att utveckla egna metoder för riskbedömning varit höga, som fallet varit med många av de nya komplexa instrumenten, har kreditvärderingsinstituten blivit värdefulla för investerarna. De kreditbetyg som kreditvärderingsinstituten utfärdat har på ett relativt enkelt sätt förmedlat den grad av trygghet som investerarna krävt för att våga investera i instrumenten.

Samtidigt är kreditbetygen till naturen endimensionella mått. De mäter vanligen sannolikheten för fallissemang eller förväntad förlust, men tar inte hänsyn till hur riskerna samvarierar och fördelar sig i övrigt. Och de tar inte hänsyn till likviditetsrisker. Därmed ger de inte heller en fullständig bild av risken. Särskilt för de nya strukturerade kreditriskprodukterna, som spjälkas upp i olika riskklasser ("trancher"), kan det innebära en betydande underskattning av den "oförväntade förlusten". När sannolikheten för fallissemang i någon av de sämre trancherna ändras, blir ändringarna i kreditbetyg för de kringliggande trancherna inte sällan drastiska. Mycket talar nu för att investerare i alltför hög grad bortsett från begränsningarna i kreditbetygens användbarhet.

Det tyder på att kreditvärderingsinstituten kan behöva överväga en större differentiering av kreditbetygen och att myndigheter och investerare kan behöva se över tillämpningen av kreditbetyg i reglering och investeringsreglementen.

Många av de problem som uppstod under 2007, hade också kunnat undvikas med en högre grad av standardisering. En större tydlighet och enhetlighet i kontraktens utformning och innehåll hade minskat problemen. I vissa fall skulle ökad standardisering göra det möjligt att handla även via clearinghusbaserade börser.

Ett viktigt inslag i de flesta finansiella arrangemang är att uppnå säkerhet om att varje motpart i en transaktion fullgör sina förpliktelser. På en organiserad börs kan clearingorganisationen skapa sådan säkerhet på flera sätt. Genom att träda in som central motpart minskar clearinghuset avtalsparternas motpartsrisker. Och genom att kräva marginalsäkerheter som beror på kontraktets dagliga värdeutveckling minskar clearinghuset sina risker. Säkerheterna fungerar samtidigt som en buffert mot förluster på liknande sätt som kapitalkraven för banker. Börshandel kräver också standardisering av värdepapperen, vilket ökar genomlysningen; både köpare och säljare vet vad de handlar. Då kan

bankers och andra intermediärers övervakningsroll ersättas av marknaden.

Idag handlas terminer ofta på en börs, medan exempelvis ränteswappar än så länge handlas "över disk" på interbankmarknaden med bilateral avveckling. Efterhand som marknaderna för ett visst instrument utvecklas och når allt större omsättning, sker det ofta en successiv standardisering såväl av instrumenten som av handeln med dem. Även den tekniska, legala och administrativa infrastrukturen kring instrumenten strömlinjeformas efter hand, i takt med att branschstandarder utvecklas och entreprenörer erbjuder automatiseringslösningar. Men det borde gå att skynda på processen.¹¹⁰

Det kommer dock alltid att finnas en del instrument som är i ett utvecklingskede där de är för avancerade för börshandel. Och benägenheten att uppfinna ännu mer exotiska och skraddarsydd instrument förstärks inte minst av de stora marginaler som investmentbankerna kan ta ut för sådana speciallösningar.

Även om det inte i första hand är myndigheternas uppgift att föreskriva hur handeln ska ske, bör de kunna stärka drivkrafterna mot ökad standardisering. Hur det konkret ska gå till finns anledning att diskutera bland myndigheter internationellt.

UTMANING 3: HANTERA BANKERNAS ÖKADE BEROENDE AV MARKNADSLIKVIDITET

Innan turbulensen bröt ut på de finansiella marknaderna 2007 hade likviditetsproblem på de finansiella marknaderna knappast drabbat banksystemen i någon större utsträckning. Snarare tycks bankerna tidigare ha haft en stabiliserande roll genom att erbjuda en gardering mot de likviditetschocker som då och då uppstår på finansmarknaderna. I kraft av sina starka balansräkningar har de kunnat attrahera överskottslikviditet till sina transaktionskonton samtidigt som de kunna låna ut likvida medel till behövande aktörer via överenskomna kreditlinor.¹¹¹ Därigenom har de i någon mån bidragit till att finansiella positioner kunnat avvecklas på ett ordnat sätt så att problemen inte medfört alltför allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin.¹¹²

Men bankerna har nu, som nämnts, i allt större utsträckning börjat sälja ut delar av risken i sina låneportföljer och fördela ut dem på riskvilliga investerare. Samtidigt har de behållit en del av risken – ofta den del som är mest volatil och mest komplicerad att hantera. Bankerna själva är därmed idag alltmer beroende av likvida marknader för att finansiera sig och för att hantera de risker som är förknippade med många av de komplicerade produkter de skapat och de garantier de utfärdat.

Under 2007 kom tydliga bevis på att bankerna själva blivit allt känsligare för likviditetsstörningar. Knappast vid något tidigare tillfälle

¹¹⁰ Se till exempel Cechetti (2007).

¹¹¹ Se till exempel Gatev & Strahan (2003) och Kashyap et al. (2002).

¹¹² Rajan (2005).

har problem på marknaderna fötts tillbaka in i banksystemen med samma kraft. Osäkerheten dels om värdet och sammansättningen på de strukturerade kreditriskprodukter som bankerna gett ut, dels om bankernas verkliga riskexponeringar ledde både till att likviditeten på andrahandsmarknaden för vissa värdepapper tynade bort och till att bankernas refinansiering på förstahandsmarknaden blev svårare och dyrare. Samtidigt blev trycket på att utnyttja bankernas kreditlinor hårt. Problemen blev allvarliga för flera institut som varit beroende av kortsiktig finansiering på de marknader där likviditetsproblemen var som störst eller hade stora motpartsexponeringar mot strukturerade kreditriskprodukter.

De svenska bankerna var lyckligtvis inte exponerade mot strukturerade kreditriskprodukter i någon större utsträckning och deras soliditet var och är alltjämt god. Likväl kunde de inte undvika att i någon mån påverkas av den ansträngda likviditetssituation som rådde på delar av penningmarknaden under sommaren och hösten 2007.

Frågan är om bankernas generellt ökade marknadsberoende kan få deras balansräkningar att framstå som mindre förtroendegivande i en framtida krissituation och därmed göra det finansiella systemet mindre stabilt.

Centralbanker världen över behöver undersöka om de har de verktyg som behövs för att hantera kommande likviditetskriser. Frågan om när och hur likviditetsstöd kan ges och hur ett sådant beslut ska kommuniceras kan komma att kräva nytänkande.

UTMANING 4: HANTERA GRÄNSÖVERSKRIDANDE KRISER

Den gränsöverskridande konsolideringen av bankernas verksamhet leder till förbättrad konkurrens, vilket gynnar småföretag och privatkunder genom lägre finansieringskostnader och större utbud av finansiella tjänster. Detta är effektivitetsvinster som i förlängningen förväntas vara till gagn för tillväxten i samhällsekonomin.

Men samtidigt ökar risken för att en bankkris ska spridas över nationsgränserna, med potentiellt allvarliga konsekvenser i flera länder samtidigt. Sådana kriser är mer komplicerade att hantera än rent nationella kriser. Det gäller då inte bara att samordna myndigheterna i ett land. Det kan vara nog så svårt eftersom skillnaderna i myndigheters mål, perspektiv och arbetssätt kan vara betydande inom ett land. I en kris med ett gränsöverskridande förlopp kan det dessutom bli fråga om att samordna tillsynsmyndigheter, centralbanker och finansdepartement i ett flertal olika länder. Förutom att fler myndigheter involveras tillkommer en rad legala och praktiska komplikationer. Det gör att samordningen av informationsutbyte och beslutsfattande kan sättas på svåra prov.

För att i någon mån råda bot på detta finns några särskilda arrangemang. På EU-nivå finns en övergripande överenskommelse om krishantering – ett så kallat *Memorandum of Understanding* (MoU).

Det omfattar centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansministerier i samtliga medlemsstater. Därutöver finns ett antal regionala och bilaterala överenskommelser mellan myndigheter i olika länder. Överenskommelser av det här slaget är värdefulla därför att de skapar ordnade former för samarbete, upparbetade kontaktnät och – inte minst – ett gemensamt språkbruk som kan vara av stor betydelse under hanteringen av en kris. Men de har också brister. De är ofta vagt utformade och är normalt inte legalt bindande.

Men den allvarligaste bristen är att de inte tar hänsyn till de konflikter mellan nationella intressen som kan uppstå vid en kris. Sådana intressekonflikter kan bli särskilt tydliga om de samhällsekonomiska kostnaderna av en kris i ett gränsöverskridande institut är ojämnt fördelade mellan olika länder. Det kan i vissa situationer påverka viljan att bidra konstruktivt till en lösning av krisen och det finns en uppenbar risk att krishanteringen sinkas av politiska förhandlingsspel. Det är därför i högsta grad osäkert i vilken utsträckning dagens MoU:er räcker för att säkerställa att krishanteringen blir effektiv.¹¹³

Ett värdefullt verktyg för att testa förmågan att hantera kriser är att genomföra övningar med finansiella krisscenarier. På senare år har ett antal sådana krisövningar genomförts, såväl på EU-planet som på nationell och regional nivå. Under hösten 2007 genomfördes en nordisk-baltisk krisövning, i vilken centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansministerier från samtliga fem nordiska länder samt centralbankerna från de baltiska länderna deltog. Av dessa krisövningar kan man få lärdomar om hur samarbetet kan vidareutvecklas för att säkerställa att det fungerar väl i ett skarpt läge.

En av de viktigaste utmaningarna som myndigheterna står inför är således att utveckla strukturerna för att hantera kriser med ett gränsöverskridande förlopp. Det är inte bara de praktiska och legala problemen som behöver övervinnas. Man behöver även minska risken för att nationella intressekonflikter ska försvåra och fördröja hanteringen av en kris. För att förbättra förutsättningarna behöver man också utveckla mekanismer för att fördela de samhällsekonomiska bördorna av en kris. Detta kan på sikt kräva institutionella lösningar på överstatlig nivå.

Vägen framåt för Riksbankens stabilitetsarbete

Det nya finansiella landskapet ger alltså upphov till svåra utmaningar och komplicerade frågor för myndigheter internationellt. Också för Riksbanken innebär förändringarna att utmaningarna efter hand behöver mötas av konkreta anpassningar i stabilitetsarbetet.

¹¹³ Se till exempel Sveriges riksbank (2005c).

VÄXANDE KOMPLEXITET KRÄVER BREDARE ANALYS

- Den svenska finansiella stabiliteten påverkas av den växande komplexiteten och den ökade mängden spridningsvägar för problem in i bankerna och betalsystemet. Det innebär att Riksbanken successivt behöver bredda analysen och fördjupa kunskaperna på ett antal områden. Det krävs bland annat ökad kännedom om hur bankernas strategier för riskhantering ser ut och hur deras engagemang i strukturerade produkter med mera utvecklas. När bankernas åtaganden utanför balansräkningen blir allt mer betydelsefulla blir det allt mer angeläget att få ett grepp om hur dessa åtaganden utvecklas.
- Det blir också väsentligare att ännu närmare följa och analysera utvecklingen på vissa finansiella marknader, inte minst den internationella kreditmarknaden, som kommit att spela en allt viktigare roll för bankernas finansiering och riskhantering.
- Bankerna har alltjämnt en central roll i betalningsväsendet och är därför i fokus för stabilitetsarbetet. Men bankernas ökade marknadsberoende gör att även deras motparter på dessa marknader blir allt viktigare att följa.
- Idag har de fyra största svenska bankerna mer än hälften av sina sammanlagda tillgångar i utlandet. Och nästan lika stor andel av deras sammanlagda rörelseresultat härstammar från utlandet. Det gör att det blivit allt viktigare att följa utvecklingen i de länder där de svenska bankerna har stora engagemang, som i övriga nordiska länder och Baltikum.

NYA ANGREPPSSÄTT OCH UTVECKLADE
INFORMATIONSKANALER

Behovet av bredare analys och vidgade kunskaper ställer krav på nya angreppssätt och mer utvecklade informationskanaler.

- Sedan länge har Riksbanken en naturlig samtalspartner i Finansinspektionen. När de finansiella företagen och deras verksamheter blir allt mer komplicerade och svåra att genomlysa blir informationsutbytet med Finansinspektionen allt viktigare. Samarbetet med inspektionen bör därför fördjupas ytterligare.
- Det blir också viktigare att vidareutveckla kontaktnätet och informationsutbytet med myndigheter i de länder utanför Sverige där de svenska bankerna är verksamma.

- Marknadsinformation kommer att behöva utnyttjas i stabilitetsanalysen ännu mer systematiskt än tidigare. Även formerna för informationsinhämtningen från marknadens deltagare kan behöva utvecklas.
- Riksbanken har legat långt framme i utvecklingen av användbara stresstester och scenarioanalyser. Det är angeläget att utveckla dessa analysmetoder ytterligare så att de även fångar indirekta effekter av förändringar i de omständigheter som de finansiella instituten verkar inom. Det är viktigt för att utveckla förmågan att analysera spridningsriskerna.

HÖGA KRAV PÅ DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN

Den kanske viktigaste rollen när det gäller att utforma systemen för handel och clearing och avveckling har marknadsaktörerna själva. När marknader växer snabbt blir kraven på marknadsaktörerna extra höga. Riksbanken och andra myndigheter kan bidra genom att följa och uppmuntra finanssektorns utveckling av den finansiella infrastrukturen. Genom att uppmärksamma brister och driva på utvecklingen av branschstandarder kan myndigheterna agera som katalysatorer för förändringar. När viktiga system konsolideras och när flödena över gränserna ökar, ökar givetvis också kraven på gränsöverskridande samarbete mellan myndigheterna. Rollen som katalysator måste således utövas gemensamt av myndigheter i många länder.

VIKTEN AV ATT PÅVERKA REGLERINGAR

En viktig förutsättning för finansiell stabilitet är en ändamålsenlig reglering för den finansiella sektorn. Bra regleringar gynnar effektiviteten samtidigt som de motverkar exempelvis överdrivet risktagande. En viktig utgångspunkt är att regelverket ska främja balans mellan stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet.¹¹⁴

Riksbanken har bland annat pekat på bristerna i det svenska regelverket för hantering och avveckling av probleminstitut. Bristerna tydliggjordes av händelserna kring kreditmarknadsbolaget Custodias fallisseman.¹¹⁵ Det pågår nu ett intensivt arbete i regeringskansliet som förhoppningsvis leder till en proposition om ny lagstiftning om offentlig administration av banker i kris. Det pågår också en utredning om hur systemet för insättningsgaranti ska kunna effektiviseras.

En allt större del av den lagstiftning och annan reglering som berör svenska finansiella företag initieras idag på EU-nivå. Många förändringar i regelverket har också sitt ursprung i nya standarder och rekommendationer som utarbetas i andra internationella sammanhang, exempelvis inom ramen för G10-samarbetet. De svenska bankernas

¹¹⁴ Riksbankens syn på de ekonomiska motiven för reglering redovisas i Sveriges riksbank (2005a).

¹¹⁵ Bakgrunden till fallet och de brister i lagstiftningen som det uppdagade redovisas i Sveriges riksbank (2006c).

tilltagande internationalisering innebär att det blir allt viktigare för Riksbanken att bidra till att stärka de svenska insatserna i det EU-gemensamma lagstiftningsarbetet och i övrig finansiell normbildning på det internationella planet.

KRISBEREDSKAPEN KRÄVER ÖKAT SAMARBETE

Sedan 1990-talets bankkras har beredskapen för att hantera kriser i det finansiella systemet stärkts. Riksbankens krisorganisation och formerna för krissamarbete med andra myndigheter har utvecklats. Bland annat finns det sedan ett antal år en överenskommelse mellan Riksbanken, Finansinspektionen och Finansdepartementet om samarbete och informationsutbyte vid finansiella kriser. De svenska bankernas betydande verksamheter utomlands har inneburit att Riksbanken även ingått ett antal överenskommelser med centralbankerna i de övriga nordiska länderna och i Baltikum. Och som nämnts finns numera även en övergripande överenskommelse på EU-nivå.

I en kris är det viktigt att myndigheterna i olika länder förstår varandras bedömningar av läget och helst uppnår samsyn. Eventuellt likviditetsstöd och betalningar av insättningsgarantimedel över gränserna måste också kunna samordnas effektivt. Och de samhällsekonomiska bördorna i spåren av en gränsöverskridande kris måste kunna fördelas på ett rimligt sätt. Det ställer krav på ytterligare vidareutveckling av samarbetet. En viktig uppgift för Riksbanken är därför att fortsätta driva på detta arbete internationellt.

Slutsatser

1990-talets bankkras var en väckarklocka som fick Riksbanken och andra myndigheter att vakna till insikt om de allvarliga konsekvenser som bristande stabilitet i det finansiella systemet kan medföra för samhället. Lärdomarna från krisen ledde till att Riksbanken utvecklade en analyskapacitet kring finansiell stabilitet. För tio år sedan publicerade Riksbanken sin första av de nu regelbundet återkommande stabilitetsrapporterna. I rapporten diskuteras öppet sårbarheter och risker i det finansiella systemet. Att Riksbankens varit en ivrig förespråkare för detta öppna förhållningssätt har sannolikt bidragit till att bruket att publicera stabilitetsrapporter spritt sig till många centralbanker världen över.

Stabilitetsrapporten är emellertid bara en del av Riksbankens stabilitetsarbete. Insikterna från bankkrisen har också lett till att man stärkt krisorganisationen och utvecklat formerna för samarbete mellan myndigheter kring finansiell krishantering. Riksbanken har dessutom verkat aktivt på den europeiska och internationella arenan för att förbättra regelverken och de gemensamma arrangemangen för att stärka krisberedskapen. Riksbanken har också varit drivande för att få till stånd gränsöverskridande MoU:er och krisövningar. I några

avseenden står därför Riksbanken och andra myndigheter sannolikt bättre rustade för att motverka och hantera en finansiell kris än för tio år sedan.

Men under tiden har också konturerna i det finansiella landskapet fortsatt att förändras. Flödena i det finansiella systemet har ökat kraftigt samtidigt som systemet har blivit allt mer komplext och svårt att överblicka. Internationaliseringen har tilltagit. De finansiella marknaderna har blivit allt mer betydelsefulla samtidigt som det ömsesidiga beroendet mellan olika marknader har ökat. Det innebär att kriser mycket snabbare och med större kraft kan drabba allt fler ekonomier samtidigt än vad de kunde för ett decennium sedan. Betydelsen av välfungerande finansiella marknader och stabila system och institutioner har således ökat. Arbetet med finansiell stabilitet har därmed blivit viktigare samtidigt som det blivit svårare. Inte minst den oro som uppstod på många finansiella marknader under 2007 pekar på ett antal stora utmaningar som myndigheterna ställs inför. Det är utmaningar som måste angripas gemensamt på det internationella planet.

Förändringarna innebär också att Riksbanken behöver utveckla stabilitetsarbetet på ett antal punkter. Bland annat behöver analysen vidgas i vissa avseenden och nya angreppssätt och informationskanaler måste utvecklas för att ta hänsyn till den växande komplexiteten. Det blir allt viktigare att följa utvecklingen av den finansiella infrastrukturen, att påverka utformningen av finansiella regelverk och att aktivt driva på det internationella samarbetet kring krishantering.

Det viktigaste verktyget för att uppnå framgång i dessa avseenden är att bidra med välgrundande analyser och goda argument.

Referenser

- Allen, F., L. Francke & M. Swinburne (2004). "Assessment of the Riksbank's Work on Financial Stability Issues", *Penning- & valutapolitik* 3/2004.
- Calomiris, C. & J. Mason (2007). "We need a better way to judge risk", *Financial Times*, August 24, 2007.
- Callan, E., D. Wighton & K. Guha (2007). "Regulators urged to take back seat", *Financial Times*, October 21, 2007.
- Cechetti, S. (2007). "A better way to organise securities markets", *Financial Times*, October 5, 2007.
- Cihák, M. (2006). "Central Banks and Financial Stability: A Survey of Financial Stability Reports", IMF, Paper prepared for Seminar on Current developments in Monetary and Financial Law, Washington DC, October 23-26, 2006.
- Committee on Payment and Settlement Systems (2007), "New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives", *Bank for International Settlements* (BIS), Basel, March 2007.
- Gatev, E. & P. Strahan (2003). "Banks' advantage in hedging liquidity risk: Theory and evidence from the commercial paper market", *NBER Working Paper 9956*, September 2003.
- Ingves, S. & G. Lind (1996). "Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand", *Penning- & valutapolitik* 1/1996.
- International Monetary Fund (2007a). *Global Financial Stability Report*, IMF, April 2007.
- International Monetary Fund (2007b). *Global Financial Stability Report*, IMF, September 2007.
- Kashyap, A., R. Rajan, & J. Stein (2002). "Banks as providers of liquidity: An explanation for the co-existence of lending and deposit-taking", *Journal of Finance*, Vol. 57. No. 1. 33-73.
- Merton, R. (1992). "Financial innovation and economic performance", *Journal of Applied Corporate Finance* 4 (Winter), 12-22.

Merton, R. (1995). "Financial innovation and the management and regulation of financial institution". *Journal of Banking & Finance* 19, 461-481.

O'Hara, M. (2004). "Liquidity and Financial Market Stability", *National Bank of Belgium Working Paper Number 55* (May 2004).

Oosterloo, S., J. de Haan & R. Jong-A-Pin (2007). "Financial Stability Reviews: A First Empirical Analysis", *Journal of Financial Stability* 2, 337-355.

Persaud, A. (2002). "Liquidity Black Holes", *World Institute for Development Economics Research, Discussion Paper No. 2002/31* (March 2002).

Pettersson, K.-H. (1993). *Bankkrisen inifrån*. SNS Förlag, Stockholm, 1993.

Rajan, R. (2005). "Has Financial Development Made the World Riskier?", *NBER Working Papers* 11728, 2005.

Rogoff, K. (2006). "Impact of globalization on monetary policy", *Federal Reserve Bank of Kansas City, Paper prepared for symposium on The New Economic Geography: Effects and Policy Implications, Jackson Hole, Wyoming, August 24-26, 2006*.

Schiller, R. (2000). *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Schinasi, G.J. (2006). *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, IMF 2006.

Srejber, E. (2006). "Are we ready to deal with a cross-border banking crisis in Europe?" Speech held at *Seminar on Financial Institutions' Value Management in the Integrated Market in Light of the Lisbon Strategy*, Gdansk, Poland, 22 May 2006.

Sveriges riksbank (2003). "Riksbankens roll som lender of last resort", *Finansiell stabilitet* 2003:2.

Sveriges riksbank (2005a). "Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn", *Finansiell stabilitet* 2005:1.

Sveriges riksbank (2005b). "Riskkapitalbolagen i Sverige", *Finansiell stabilitet* 2005:1.

Sveriges riksbank (2005c). "Den finansiella infrastrukturen – aspekter på ramverket för banker i EU", *Finansiell stabilitet* 2005:2.

Sveriges riksbank (2005d). "Vägen mot en inre marknad för finansiella tjänster", *Finansiell stabilitet* 2005:2.

Sveriges riksbank (2006a). "Hedgefonder i det finansiella systemet", *Finansiell stabilitet* 2006:1.

Sveriges riksbank (2006b). "Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet", *Finansiell stabilitet* 2006:2.

Sveriges riksbank (2006c). "Kan svenska myndigheter hantera probleminstitut?", *Finansiell stabilitet* 2006:2.

Sveriges riksbank (2007). "Effekter av utländskt ägande i banksektorn", *Finansiell stabilitet* 2007:1.

■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

■ 2007:1

Effekter av ett utländskt ägande av bankerna

Riksbanken bedömer effekterna på den finansiella stabiliteten av att en utländsk ägare köper upp en svensk bank. Slutsatsen är att en ökad utländsk närvaro sannolikt är positivt för den finansiella stabiliteten. Det kan också vara positivt för konkurrensen på bankmarknaden. Samtidigt ökar kraven på att myndigheter i berörda länder samarbetar kring frågor som rör tillsyn och hantering av kriser.

■ 2006:2

Kan svenska myndigheter hantera probleminstitut?

Svenska myndigheter har inte tillräckliga möjligheter att hantera probleminstitut. Turena kring kreditinstitutet Custodia blev en tydlig påminnelse om detta. Problemen omfattar långt mer än de småsparare som fick se sina tillgångar låsta under en anmärkningsvärt lång tid. Det i särklass mest allvarliga är att dagens regelverk försvårar hanteringen av akuta problem som hotar det finansiella systemet, såsom en framtida bankkris. Riksbanken ser ett stort behov av ny lagstiftning.

Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet

Handeln med kreditderivat har vuxit explosionsartat de senaste åren. Det pågår en intensiv debatt om tänkbara risker för stabiliteten i det finansiella systemet. Riksbankens bedömning är att riskerna med handeln sammantaget är begränsade i dagsläget. Men bristen på genomlysning av marknaden i kombination med att koncentrationer av risk inte kan uteslutas inger en viss oro. I denna artikel ges en motivering till Riksbankens bedömning.

■ 2006:1

Att mäta kreditrisk med extern information

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

Hedgefonder och det finansiella systemet

Hedgefondernas kraftiga tillväxt på senare år har väckt en internationell debatt om tänkbara risker för det finansiella systemet och behovet av eventuella regleringar. Den här artikeln beskriver utvecklingen av hedgefonder i Sverige och internationellt samt tänkbara konsekvenser för det finansiella systemet. Riksbanken ser inte behov av ytterligare reglering på området, givet att hedgefondernas motparter kan hantera sina risker.

Läs mer om ovanstående artiklar på Riksbankens webbplats: www.riksbank.se

Här finns också äldre artiklar som är publicerade i tidigare utgåvor av Finansiell Stabilitet.

