



# Finansiell stabilitet

2008:1



# Innehåll

- FÖRORD 5
- SAMMANFATTANDE BEDÖMNING AV FINANSIELL STABILITET 7
- FINANSIELLA MARKNADER 13
  - Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna 24
- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 31
  - Den svenska hushållssektorn 32
  - Den svenska företagssektorn 37
  - Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsföretagen 39
  - De svenska bankernas låntagare i utlandet 46
  - Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn 50
- UTVECKLINGEN I BANKERNA 51
  - Lönsamhet och intjäning – affärsrisk 52
  - Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk 55
  - Finansiering – likviditetsrisk 61
  - Spridningsrisk 62
  - Stresstest av storbankernas motståndskraft 63
  - Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna 67
- DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN 69
  - De svenska finansiella systemen 69
  - Värdepappersmarknaderna i Europa 70
- ARTIKEL: Likviditetsrisk i banksystemet 81
- ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER 93
- ORDLISTA 94

## *Fördjupningsrutor*

- Riksbanken och den finansiella stabiliteten 6
- Svenska aktörers syn på risker och den svenska marknadens funktion 21
- Den internationella finanskrisen vintern -07 och våren -08 26
- Varför överger många hushåll i USA sina bostäder? 36
- Kommersiella fastigheter i omvärlden 44
- Bankers nedskrivningar av finansiella tillgångar 57
- Risker i valutaavvecklingen 76



## 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 motståndskraften mot dessa. Arbetet med stabilitetsanalysen är därmed ett verktyg direkt kopplat till Riksbankens uppgift att bidra till ett säkert och effektivt betalningsväsende.

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

Riksbankens direktion har behandlat rapporten den 7 och den 20 maj. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 20 maj.

Stockholm i juni 2008

*Stefan Ingves*

RIKSBANKSCHEF

**R**iksbanken har fått Riksdagens upp-  
gift att "främja ett säkert och effektivt  
betalningsväsende". Betalningsväsendet  
är viktigt för all ekonomisk verksamhet och en  
central del i det finansiella systemet. Staten har  
därför ett särskilt intresse av att övervaka att det  
fungerar effektivt. En allvarlig kris i det finansiella  
systemet riskerar att leda till omfattande ekono-  
miska och sociala kostnader.

**Affärsbankerna utgör de centrala delarna av det  
finansiella systemet.** Samtidigt är bankers verk-  
samhet speciell på flera sätt. Likviditetsrisk är en  
naturlig del av bankers verksamhet, eftersom de  
normalt finansierar sig på kort löptid och lånar  
ut på längre löptider. Problem i en bank kan lätt  
sprida sig till andra banker eftersom 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 dessa banker består det  
finansiella systemet också av andra institut, av  
marknadsplatser och av den finansiella infra-  
struktur där transaktioner registreras och avveck-  
las. Infrastrukturen omfattar också det offentliga  
ramverket, det vill säga regler och tillsyn.

**Stabiliteten bygger på att det finns ett för-  
troende 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 för-  
ändringar och sårbarheter som kan leda till en  
kris.** I fokus för analysen står de systemviktiga  
instituterna, det vill säga de fyra storbankerna. I  
rapporten Finansiell Stabilitet publicerar Riks-  
banken två gånger per år sin syn på riskerna och  
bankernas motståndskraft mot eventuella stör-  
ningar. 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.

**Riksbanken är den myndighet som har möjlig-  
het att ge likviditetsstöd om det skulle uppstå  
problem som är så allvarliga att hela systemet  
är hotat.** För att kunna använda den möjligheten  
på ett bra sätt behövs en god krisberedskap.  
För det krävs en ändamålsenlig krisorganisation  
med bra informationskanaler och analysverktyg  
och väl utvecklade samarbetsformer med andra  
myndigheter.

**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.

## I korthet

Den finansiella stabiliteten i Sverige är tillfredställande. Efter flera år med höga vinster har de svenska bankerna goda förutsättningar att klara oväntade och negativa händelser. Men omgivande risker har ökat under det senaste halvåret.

Mest påtagligt har riskerna ökat på de internationella finansiella marknaderna. Krisen har fortsatt och den har spridit sig till nya tillgångar, marknader och aktörer. Även om det finns vissa tecken på att situationen på kreditmarknaden lättat något, kommer osäkerheten på de finansiella marknaderna sannolikt att bestå under en lång tid framöver. Det går inte att utesluta att problemen förvärras ytterligare.

Sverige har påverkats av oron, men i betydligt mindre grad än många andra länder. För svenska banker har vissa räntebärande tillgångar sjunkit i värde och kostnaderna för finansiering har ökat. Under hela perioden har svenska banker haft god tillgång till upplåning på marknaderna och de finansiella systemen har fungerat väl.

Den globala finansiella krisen ökar emellertid bankernas känslighet för andra störningar. Riksbanken har tidigare varnat för att tillväxten i de baltiska staterna skulle kunna avta hastigare än väntat. Detta tycks nu ha inträffat och det finns en risk att den pågående ekonomiska avkylningen i de baltiska länderna övergår i en mer uttalad konjunktursvacka. Det skulle påverka svenska banker med betydande verksamhet där. Riksbankens tester visar dock att bankerna för närvarande har tillräckligt med kapital för att klara en sådan utveckling.

Även om Sverige befunnit sig i utkanten av finanskrisen så har händelserna aktualiserat en rad frågeställningar också för svenska myndigheter. Ett viktigt verktyg vid finansiella kriser är ett väl fungerande regelverk för att hantera institut i obestånd. Det svenska regelverket innehåller dock stora brister i dagsläget.

## Riksbankens bedömning av den finansiella stabiliteten

### PROBLEMEN PÅ DE GLOBALA FINANSMARKNADERNA HAR FORTSATT

Under det halvår som gått sedan förra stabilitetsrapporten publicerades har problemen på de globala finansiella marknaderna fortsatt. Banker och andra institut har problem med att finansiera sig och fallande värden på tillgångar har tvingat fram betydande nedskrivningar. Samtidigt har banker fått ta över stora lånevolymer till följd av olika

typer av åtaganden och garantier mot andra aktörer. För att möta sina åtaganden har banker tvingats öka sitt kapital. Den ansträngda situationen hos bankerna hämmar samtidigt möjligheten att bevilja nya lån.

Allt fler tillgångar och marknader har kommit att påverkas. Till att börja med var problemen koncentrerade till den amerikanska bolånemarknaden för låntagare med sämre betalningsförmåga, subprime. Nu har också låntagare med högre kreditvärdighet drabbats och problemen har spridit sig till konsumentkrediter och kommersiella fastigheter. Det påverkar i sin tur finansiella instrument, som är beroende av dessa tillgångar. Exempelvis har marknaden för bostadsobligationer i Europa kraftigt försämrats under vissa perioder, vilket lett till att finansieringen för bostadsinstitut blivit dyrare.

Även finansiella institut utanför banksystemet kan utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten. Under vintern var oron stor över företag som är specialiserade på att försäkra obligationslån, monolines. Tillskott av kapital från bland annat ägare och riskkapitalister har, åtminstone tillfälligt, lindrat de mest akuta problemen. Andra aktörer som kommit att drabbas hårdare än tidigare är högt belånade hedgefonder. Banker har efter hand krävt högre säkerheter för lån till hedgefonder. I många fall har dessa tvingats sälja av tillgångar för att möta bankernas krav. Det har i sin tur skapat ett säljtryck på vissa tillgångar, vilket ytterligare spätt på prisnedgången.

På kreditmarknaden finns tecken på att situationen har förbättrats något. Stora banker har haft lättare att få tillgång både till lånat och eget kapital. Kreditriskpremierna, som speglar marknadens värdering av kreditrisk hos institut och företag, har också sjunkit avsevärt. Det tyder på att förtroendet på kreditmarknaden är på väg att återvända. Men osäkerheten är fortfarande betydande och riskerna är fortsatt stora.

#### FORTSATT OSÄKERHET

För att möta de ansträngda förhållandena på de finansiella marknaderna har centralbanker agerat genom olika typer av åtgärder. I flera länder har styrräntorna sänkts. Man har också lånat ut på längre löptider och mot fler typer av säkerheter än tidigare. I vissa fall har dessa åtgärder varit koordinerade mellan flera stora centralbanker.

Men trots att centralbankers åtgärder delvis lättat upp förhållanden återstår betydande problem inte minst på interbankmarknaden. Utsikterna för konjunkturen är mer oroande än tidigare. Tillväxten i världsekonomin har avtagit mer än väntat. Det gäller speciellt i USA, det land som drabbats hårdast av den finansiella krisen. Den amerikanska bostadsmarknaden har ännu inte bottenat. Skulle den ekonomiska inbromsningen bli ännu kraftigare kan det finansiella systemet komma att testas ytterligare, främst genom ökad press på bankernas balansräkningar. I ett sådant läge kan banker och andra finansiella institut komma att behöva ytterligare kapital. En förutsättning är att det då finns villiga finansörer. Om bankerna inte får tag i det kapital



de behöver kan de komma att strama åt sin egen kreditgivning ytterligare vilket kan förvärra konjunkturläget än mer.

I den situation som råder är marknaden sårbar för rykten. Många banker och andra finansiella företag är beroende av att kunna låna pengar på marknaden. När negativa rykten uppstår kan möjligheten att få lån av andra institut snabbt begränsas, vilket till exempel drabbat de isländska bankerna under de senaste månaderna. Det har tillsammans med försämrade kreditbetyg försvårat finansieringen.

Även om många banker och andra institut blivit mer öppna med vad som finns på (och utanför) deras balansräkningar återstår en betydande osäkerhet. Fortfarande oroar sig marknaden för att nya förluster kan dyka upp, men man vet inte var. Först när bankerna känner sig säkra på var i systemet förlusterna finns kan läget bli bättre. Det kan ta tid, särskilt som alla inte tycks vara lika benägna att öppet redovisa sina förluster. En ökad transperens skulle snabba på återhämtningen.

#### REGLER BEHÖVER SES ÖVER

För myndigheter handlar det på kort sikt om att mildra konsekvenserna på ett sätt som samtidigt minimerar offentliga utgifter. Analys och uppföljning av likviditetsrisker är en prioriterad fråga. Reglering och tillsyn av likviditetsrisk är just nu föremål för översyn inom många länder och internationella organisationer, däribland Financial Stability Forum (FSF) och Baselkommittén. FSF har nyligen publicerat en rapport där G7 länderna bland annat efterlyser en snabbare och mer transparent redovisning från finansiella företag och skärpta krav på kreditvärderingsinstitut. Den förordar också mer kraftfulla offentliga arrangemang för att hantera finansiella kriser.

Även om Sverige inte drabbats av finanskrisen i samma utsträckning som många andra länder har händelserna aktualiserat frågeställningar också för svenska myndigheter. Ett viktigt verktyg för att hantera finansiella kriser är ett fungerande regelverk för att hantera institut i obestånd. Händelserna i brittiska Northern Rock visade på brister i den brittiska lagstiftningen, brister som i dagsläget i högsta grad gäller också den svenska lagstiftningen.

Läs mer om likviditetsrisker och hur dessa hanteras i artikeln "Likviditetsrisker i banksystemet", i slutet av rapporten.

#### DEN FINANSIELLA STABILITETEN ÄR TILLFREDSSTÄLLANDE I SVERIGE

I Sverige är den finansiella stabiliteten tillfredsställande. Bankerna har en god motståndskraft för att klara oväntade, negativa händelser. God intjäning och låga kreditförluster under flera år har tillsammans med en hög kapitalstyrka bidragit till det. Dessutom är bankernas låntagare överlag ekonomiskt starka, vilket innebär att de har goda förutsättningar att betala sina lån.

Sverige har påverkats av den globala finanskrisen, men i betydligt mindre utsträckning än många andra länder. Hos bankerna har resultatet påverkats negativt av värderingsförluster som uppstått när värdet på räntebärande tillgångar minskat. Kostnaden för finansiering har också stigit något till följd av högre marknadsräntor. Men svenska banker har hela tiden kunnat finansiera sig både i Sverige och internationellt och den svenska penning- och obligationsmarknaden har fungerat väl. Den bilden bekräftas också av Riksbankens riskenkät som besvarats av närmare 70 aktörer som är verksamma på den svenska ränte- och valutamarknaden (se ruta Svenska aktörers syn på risker och den svenska marknadens funktion, kapitel 1).

#### FINANSIELL ORO ÖKAR SVENSKA BANKERS SÅRBARHET FÖR EN NEGATIV UTVECKLING I DE BALTISKA LÄNDERNA

Osäkerheten på de finansiella marknaderna kommer sannolikt att bestå under en lång tid framöver. Även om de svenska bankerna hittills lyckats stå emot den globala finanskrisen relativt väl, innebär den att sårbarheten för andra risker ökat.

För bankerna är en av de mest betydande riskerna att låntagarna inte kan betala för sina skulder, kreditrisken. På det hela taget har de svenska bankerna låg kreditrisk, men delar av bankernas utlåning är förknippad med högre risk.

Bankernas utlåning till företag och hushåll i de baltiska länderna utgör en fortsatt källa till oro. De baltiska verksamheterna står för en betydande andel av den totala intjäningen och utlåningen hos Swedbank och SEB. Det gör bankerna sårbara för den ekonomiska utvecklingen i dessa länder. Efter flera år av kraftig ekonomisk expansion, och tendenser till överhettning, bromsar nu tillväxten in snabbt i de baltiska länderna. Tillväxten i dessa länder är bland annat beroende av exporten till grannländerna, och därmed konjunktursiktorna i närområdet. Mot bakgrund av den fortsatt osäkra situationen på de finansiella marknaderna och den försämrade internationella konjunkturbilden har risken för en mer uttalad konjunktursvacka ökat. Ett sådant scenario kan minska kreditvärdigheten hos både företag och hushåll i de baltiska länderna, vilket skulle få effekter på de svenska bankerna.

En annan viktig låntagargrupp för bankerna är de svenska fastighetsbolagen, som i sin tur är beroende av utvecklingen på fastighetsmarknaden. Fastighetspriserna har stigit kraftigt på senare år. Normalt sett är det en följd av ökade hyresintäkter, men så har inte varit fallet vid de senaste årens prisuppgång. Först under det senaste året har hyrorna börjat öka i en högre takt än tidigare. Uppgången är dock fortfarande långt ifrån tillräcklig för att motivera de höga priserna.

Prisökningen tyder på att fastighetsägare har högt ställda förväntningar på att kunna fortsätta ta ut högre hyror än tidigare. Men

en sådan utveckling är beroende av en gynnsam konjunktur. Osäkerheten om konjunkturen är stor och har ökat sedan senaste stabilitetsrapporten. Det finns därmed en betydande risk att förväntningarna inte infrias. I andra länder, främst Storbritannien, har priserna på kommersiella fastigheter fallit.

Utlåningen till svenska hushåll har fortsatt att öka i hög takt, betydligt snabbare än hushållens inkomster. I dagsläget innebär det inget problem för bankerna, eftersom hushållen överlag är ekonomiskt starka. På sikt kan dock inte utlåningen fortsätta att öka betydligt snabbare än hushållens inkomster.

## Riskbild

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

### ✦ Risker på de finansiella marknaderna

Den globala finansiella krisen kan förvärras och sprida sig till fler marknader. Risken för svenska banker vid en sådan utveckling är att deras tillgångar minskar i värde. Det kan även leda till att tillgång till finansiering försämras.

### ✦ Utvecklingen i de baltiska länderna

Det finns en risk för att den pågående avkylningen övergår i en betydande konjunktursvacka. Det kan i förlängningen innebära att låntagare i regionen får svårt att betala sina lån. Det ger sin tur negativa effekter på intjäning och kreditkvalitet hos de svenska banker som har verksamhet i dessa länder.

### ✦ Risken för större prisnedgångar på marknaden för kommersiella fastigheter

Betydande prisfall på fastighetsmarknaden drabbar i första hand fastighetsbolag och andra fastighetsägare. Det är en betydande låntagargrupp för svenska banker. Dessutom fungerar fastigheterna ofta som pant till lån. Dessa panter minskar i värde vid en prisnedgång.

### ➔ Risken för att hushållens skulder på sikt fortsätter öka snabbare än hushållens inkomster

Om utvecklingen fortsätter i samma riktning, under en längre period, kommer obalanser att uppstå. Om en anpassning av dessa obalanser sker abrupt kan effekterna på den reala ekonomin bli stora. Enskilda hushåll som tagit för stora lån kan få svårt att betala sina skulder.

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 ▼

## 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. Samtliga tester är utförda i helt separerade scenarier, så att resultaten ska vara jämförbara med resultaten från tester i tidigare rapporter.

Det ena scenariot utgår från en kraftigt försämrad kreditvärdighet hos de baltiska låntagarna. Resultaten visar att SEB och Swedbank, de banker med störst verksamhet i dessa länder, klarar en sådan utveckling väl. För Swedbank minskade dock motståndskraften något under andra halvåret 2007. Det beror på att utlåningen då ökade till regionen samtidigt som kapitalbufferten inte ökade i samma utsträckning. Det gör banken mer känslig för utvecklingen där.

I ett annat scenario testar Riksbanken hur bankerna står emot en kraftig vändning i kreditykeln, det vill säga att kvaliteten på krediterna generellt försämras. Resultatet tyder på att samtliga storbanker klarar en sådan utveckling väl.

Slutligen har effekterna av stigande finansieringskostnader analyserats. Antagandet är att det blir dyrare för banker att finansiera sig via marknaden. Samtidigt ersätter marknadsfinansieringen delvis annan, relativt sett billigare, finansiering. Resultaten visar att en sådan utveckling blir kännbar för bankerna, men inte på ett kritiskt sätt.

### Finansiella marknader – i korthet

Den globala finanskrisen har fortsatt sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades. Krisen har spridit sig till andra marknader, tillgångar och aktörer än de som initialt var drabbade. På interbankmarknaden, den marknad där bankerna lånar av varandra, återstår fortfarande problem. Även om det finns vissa tecken på att förhållandena har lättat på delar av kreditmarknaden går det inte utesluta att problemen förvärras innan det så småningom vänder.

Eftersom marknaderna har präglats av en fortsatt oro har investerare generellt sökt sig till mer säkra tillgångar som statspapper och statsobligationer. Det har lett till att räntorna på den typen av instrument har sjunkit. Räntorna på tillgångar som investerare bedömer vara förknippade med mer risk, som bostadsobligationer och företagsobligationer, har i stället ökat relativt säkrare placeringar. De finansiella marknaderna påverkas också negativt av att tillväxten i världsekonomin avtagit mer än väntat, speciellt i USA.

De svenska finansiella marknaderna har dock fungerat väl under hela perioden. Men det ansträngda läget innebär en ökad risk också för svenska banker, eftersom de är beroende av att kunna finansiera sig på de internationella marknaderna.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkar både bankerna och deras låntagare. Detta kapitel börjar med en kort beskrivning av den övergripande utvecklingen och därefter följer en kort sammanfattning av Riksbankens bedömning av den reala ekonomin.<sup>1</sup> Sedan beskrivs utvecklingen på valda delmarknader. Det avslutande avsnittet belyser risker på de finansiella marknaderna.

**Osäkerheten bland aktörerna på de finansiella marknaderna har varit fortsatt stor sedan den senaste rapporten.** Osäkerheten har handlat om framtida risker, behoven av nedskrivningar samt finansieringsproblem för finansiella institut. Detta har yttrat sig i att investerare sökt sig från riskfyllda till säkrare placeringar. Marknadens aktörer har också blivit mer känsliga, vilket inneburit att priserna på flera typer av tillgångar tenderat att röra sig kraftigare än normalt.

**Finanskrisen har kommit att beröra fler tillgångar och fler aktörer än tidigare.** Problem som i början var begränsade till subprime-relaterade produkter i USA har nu även spridit sig till produkter kopplade till kommersiella fastigheter och olika typer av konsumentkrediter. När

<sup>1</sup> Den realekonomiska bedömningen är baserad på Riksbankens penningpolitiska uppföljning, april 2008.

dessa underliggande tillgångar tappat i värde har efterfrågan på strukturerade kreditprodukter<sup>2</sup> avstannat. Aktörer med en hög belåningsgrad som har investerat i strukturerade produkter har drabbats speciellt hårt. En sådan grupp är hedgefonder. När tillgångarna fallit i värde har bankerna krävt in högre säkerheter för lånen de beviljat. För att möta de ökade kraven har institut tvingats att sälja delar av sina innehav. Det har i sin tur lett till sjunkande marknadspris på de värdepapper som avyttras, vilket lett till ytterligare säkerhetskrav och så vidare i en negativ spiral. En annan grupp av aktörer som skapat oro under vintern är bolag som försäkrar obligationer, så kallade monolines (se ruta om monolines). Tillskott av kapital från bland andra befintliga ägare och riskkapitalister har, åtminstone tillfälligt, undanröjt de mest akuta problemen.

**Banker och andra aktörer har tvingats att låna allt större volymer till allt kortare löptider.** Det finns flera förklaringar till att behovet av likvida tillgångar är större än tidigare. Sjunkande marknadspriser har tvingat fram stora nedskrivningar.<sup>3</sup> Banker har också tvingats ta över stora kreditvolymer från marknaden när investerare inte längre på samma sätt som tidigare velat finansiera kreditportföljer där riskerna varit svåra att värdera. Det innebär att andelen lån på bankernas balansräkningar har vuxit. Därmed har behov av ökade buffertar och nytt kapital uppstått. Tidvis har det också varit svårt att emittera värdepapper med längre löptid och det har tvingat banker att i större utsträckning än normalt finansiera sig via interbankmarknaden till kortare löptider. Flera centralbanker har genomfört en mängd åtgärder för att underlätta den ansträngda situationen samt verka för en väl fungerande internationell finansmarknad. (Se ruta om den internationella finanskrisen vintern -07 och våren -08.)

#### KONJUNKTURBILDEN

**Utvecklingen på de finansiella marknaderna förstärker nedgången i den reala ekonomin, vilket är speciellt tydligt i USA där konjunkturen mattas.** De amerikanska hushållens konsumtion har utvecklats svagt under början av året, och nedgången på arbetsmarknaden har blivit mer markerad än väntat. Samtidigt har de höga världsmarknadspriserna på olja och livsmedel medfört en hög inflation som bidrar till att försämra hushållens köpkraft. Priserna på bostäder fortsätter att falla och problemen på bostads- och bolånemarknaden påverkar både konsumtion och investeringar, som också hämmas av att bankerna är mer återhållsamma i sin långivning. Samtidigt är de amerikanska hushållens och företagens balansräkningar starkare än vad som varit fallet vid tidigare korrigeringar på bostadsmarknaden. De finanspolitiska stimulanserna väntas bidra till en viss återhämtning av ekonomin. Det

<sup>2</sup> Strukturerade produkter består av pooler av värdepapperiserade lån. De vanligaste produkterna är s.k. CDO (collateral debt obligation) samt MBS (mortgage-backed securities). Läs mer om strukturerade produkter i artikeln "Kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet", Stabilitetsrapporten 2006:2.

<sup>3</sup> Enligt redovisningsstandard måste bankerna värdera sina tillgångar till rådande marknadspriser (se ruta om bankers nedskrivningar av finansiella tillgångar, kapitel 3).

gör även Federal Reserves räntesänkningar och den försvagade dollar-kursen, även om stigande riskpremier och därmed högre realräntor bedöms dämpa effekten något. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i USA bli cirka en procent i år för att sedan vara knappt två procent 2009 och cirka tre procent 2010.

**Försvagningen av den amerikanska ekonomin och oron på de finansiella marknaderna väntas ge negativa effekter på tillväxten i euroområdet.** Även i euroområdet tyder flera indikatorer på en försvagning av konjunkturen. Tillförsikten hos hushållen och näringslivet har minskat under en längre tid. Inflationen har blivit betydligt högre än väntat, vilket urholkar hushållens köpkraft. Den svaga utvecklingen i USA och förstärkningen av euron bedöms dessutom ha en dämpande inverkan på euroområdet. Samtidigt har finansieringen av investeringar och konsumtion blivit dyrare. BNP-tillväxten i euroområdet väntas bli omkring 1,5 procent i år och nästa år för att stiga till två procent 2010.

**Sammantaget mattas världstillväxten, men den är fortfarande relativt god.** Tillväxtekonomier som Kina och Indien antas växa i fortsatt god takt, vilket bidrar till att hålla uppe den globala tillväxten. Det finns dock en risk för att oron på de finansiella marknaderna och avmattningen i den amerikanska ekonomin kommer att leda till att tillväxten dämpas mer även i dessa länder.

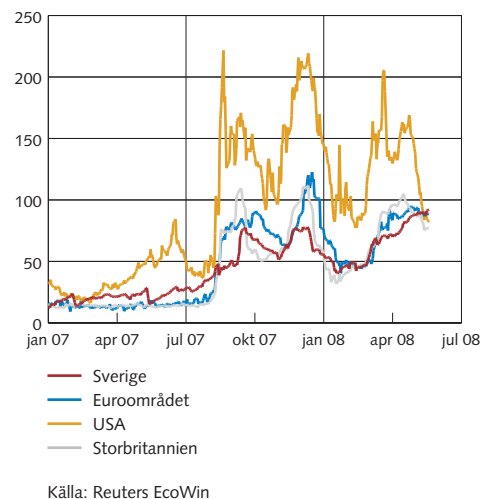
**I Sverige är resursutnyttjandet högt men kommer att dämpas.** BNP-tillväxten i Sverige var gynnsam i fjol, och olika indikatorer för tillväxten pekar på en fortsatt stark utveckling under årets början. Sysselsättningen ökar fortfarande. Inflationen har, liksom i omvärlden, stigit kraftigt det senaste halvåret. Framöver väntas dock tillväxten bli lägre än vad den varit under tidigare år. Det beror bland annat på att företagen väntas dra ned på takten i investeringarna i förhållande till de senaste åren. Därtill väntas de försämrade konjunkturutsikterna i omvärlden leda till att tillväxten dämpas mot slutet av 2008 och i början av 2009. Till detta bidrar också de dyrare krediter som följt i spåren av oron på de finansiella marknaderna. I år väntas tillväxttakten uppgå till cirka 2,5 procent för att bli något lägre 2009, cirka 2,0 procent och cirka 2,5 procent 2010.

#### UTVECKLINGEN PÅ DE INTERNATIONELLA FINANSIELLA MARKNADERNA

##### Räntemarknaden

**Räntorna är fortsatt höga när bankerna lånar av varandra.** Den fortsatta osäkerheten om var potentiella förluster finns samt det högre behovet av likvida tillgångar bidrar till höga interbankräntor. Samtidigt har efterfrågan på statsskuldväxlar varit hög både i USA och i Europa vilket hållit nere räntorna på dessa instrument. I USA har räntorna på

**Diagram 1:1. Skillnaden mellan interbankräntor och statsskuldsväxlar med tre månaders löptid**  
Räntepunkter



**Diagram 1:2. Tre månaders interbankränta relativt förväntad styrränta**  
Räntepunkter

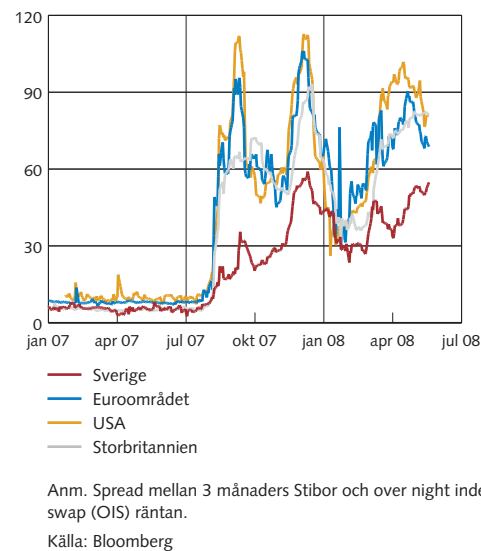
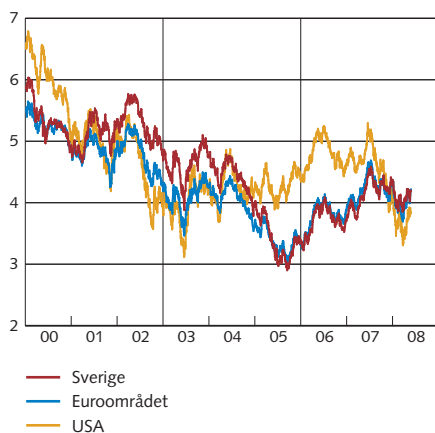


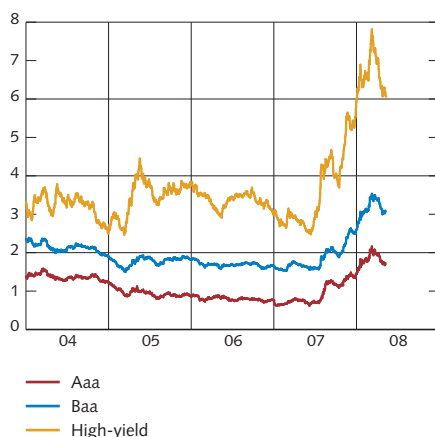


Diagram 1:3. Ränta på tioåriga statsobligationer  
Procent



Källa: Reuters EcoWin

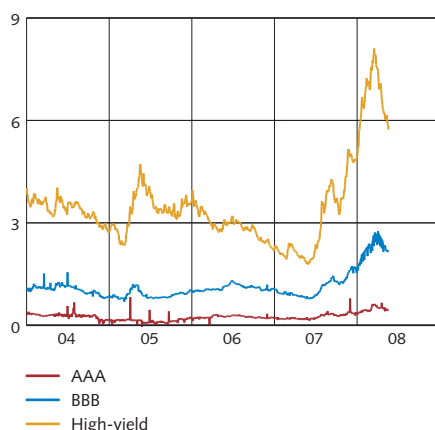
Diagram 1:4. Kreditspreadar för  
företagsobligationer i USA  
Procentenheter



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

Källa: Reuters EcoWin

statskuldväxlar dessutom sjunkit som en följd av att Federal Reserve har sänkt styrräntan kraftigt.<sup>4</sup> Som en konsekvens av stigande interbankräntor och låga räntor på statskuldväxlar är ränteskillnaden dem emellan nu betydligt högre än innan oron bröt ut. Den så kallade TED-spreaden, skillnaden mellan tre månaders interbankränta och motsvarande statskuldväxel, är fortfarande tre gånger så hög som normalt både i USA och i Europa (se diagram 1:1). Men i USA har TED-spreadarna sjunkit betydligt den senaste tiden. Även i Europa har de minskat något, främst i Storbritannien. Också i förhållande till marknadens förväntningar på framtida styrräntor är interbankräntorna fortsatt höga, även om skillnaderna krympt något på senare tid, främst i USA och Storbritannien (se diagram 1:2)

#### Räntor på statsobligationer är något lägre i USA och Europa än de var vid sedan den senaste stabilitetsrapportens publicering. Både i USA och i Europa har den höga efterfrågan på riskfria tillgångar bidragit till att hålla nere räntorna (se diagram 1:3). Besvikelser kring den ekonomiska statistiken samt sänkningarna av styrräntan har lett till att räntan sjunkit kraftigare i USA än i Europa. Den europeiska räntenedgången har dock begränsats av att aktörerna på marknaden har skiftat från att förvänta sig räntesänkningar till förväntningar om oförändrad styrränta.

#### Kreditmarknaden

**Skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och räntan på statsobligationer, kreditspreaden, har ökat det senaste halvåret** (se diagram 1:4 och 1:5). Det beror både på att räntan på obligationer utgivna av företag har stigit, samtidigt som utvecklingen varit den motsatta för statsobligationer. Anledningen till att räntan på företagsobligationer i USA och Europa har ökat är att man tar större hänsyn än tidigare till den relativt större risken för dessa tillgångar. Det gäller särskilt för obligationer utgivna av företag med sämre kreditvärdighet. Sedan mitten av mars finns dock tecken på att förhållanden på kreditmarknaden har lättat och kreditspreaden har minskat något. Primärmarknaden för företagsobligationer i Europa har bitvis fungerat dåligt under första kvartalet. Men problemen har lättat och i takt med att kreditspreadarna har minskat har emissionerna ökat.

**Ökade kreditspreadar för företagsobligationer tyder på en mer allmän oro.** Antalet konkurser globalt är visserligen fortfarande låga, men kreditvärderingsinstitutet förväntar sig en ökning framöver till följd av lägre tillväxtprognoser (se diagram 1:6).<sup>5</sup> Förväntningar om ökade konkurser leder till att räntorna på företagsobligationer ökar, då investerarna vill kompensera sig för den högre risken. Det talar för att kreditspreadarna blir kvar på högre nivåer än före krisen, då de var historiskt låga.

<sup>4</sup> Sedan senaste stabilitetsrapporten har Federal Reserve sänkt styrräntan från 4,50 procent till 2,00 procent.

<sup>5</sup> Enligt Moody's Investor Service, "May Default Report", 8 maj 2008 väntas den globala konkursgraden uppgå till 5,0 procent i december 2008.



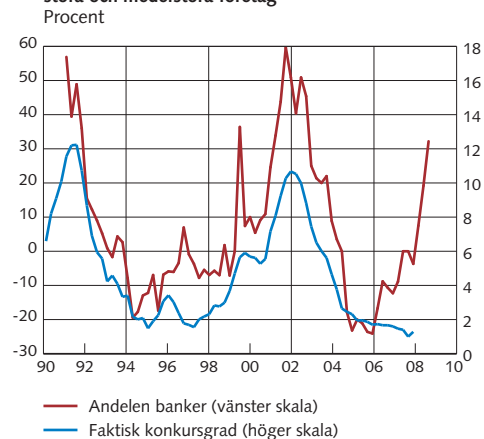
**Priset på säkerställda bostadsobligationer<sup>6</sup> i Europa speglar i större utsträckning än tidigare den underliggande risken på fastighetsmarknaden i olika länder.** Tidigare har priserna för säkerställda obligationer från olika europeiska länder följt varandra relativt väl. Men under våren har det uppstått större skillnader i priserna. Det beror på att investerare tar större hänsyn till utvecklingen på fastighetsmarknaderna i respektive land. Därmed värderas risken olika. I länder där fastighetsmarknaden är förknippad med relativt sett högre risk, som i till exempel Spanien och Storbritannien, har det därför blivit dyrare för institut att finansiera sig via marknaden för säkerställda obligationer (se ruta om internationella fastighetsmarknader, kapitel 2).

**Marknaden för säkerställda bostadsobligationer i Europa har periodvis fungerat bristfälligt.** En förklaring till att det uppstått problem vid handel med bostadsobligationer är ökade risker på de underliggande marknaderna. Ytterligare ett skäl, av mer teknisk karaktär, har att göra med marknadspraxis. Den går ut på att mäklarna på den europeiska marknaden för säkerställda obligationer alltid ska ställa köp- och säljpriser utifrån en viss fastställd differens dem emellan. När osäkerheten på de finansiella marknaderna tilltog i mars blev prisrörelserna stora, vilket ledde till att mäklarna fick problem med att ställa priser. Den ökade risken kunde inte speglas genom vidgade skillnader mellan köp- och säljpriset. Det ledde till att marknaden periodvis upphörde att fungera. Den senaste tiden tycks marknaden däremot ha fungerat tillfredsställande.

**Bankernas villkor för kreditgivning har stramats åt, vilket betyder att utbudet av tillgängliga krediter minskar.** I både USA och Europa har finansiella institut rapporterat skärpta krav för en rad olika typer av lån.<sup>7</sup> Kreditgivarna ställer nu högre krav på låntagarens kreditvärdighet och samtidigt har den marginal bankerna tar ut vid utlåning till hushåll och företag ökat. Dessutom har man ökat kravet på säkerheter och kortat löptiderna på lånen till företag. De ökade kraven följer framför allt av svagare ekonomiska utsikter och vikande bostadsmarknader. Dessutom har bankers kreditvillkor under de senaste åren, speciellt i USA, varit generösa.

**Efterfrågan på kreditinstrument kopplade till lånefinansierade förvärv är fortsatt låg internationellt.** Banker som tillhandahåller lån för företagsförvärv omvandlar normalt sett dessa lån till värdepapper som kan säljas vidare till andra aktörer. Men i samband med att krisen bröt ut har lånen varit svåra eller omöjliga att sälja vidare. Det har lett till att bankerna, främst i USA och Europa, blivit tvungna att behålla stora lånevolymerna i sina egna balansräkningar, vilket tvingat bankerna att ta

**Diagram 1:6. Faktisk konkursgrad globalt samt andelen banker i USA som stramat åt villkoren för utlåning till stora och medelstora företag**

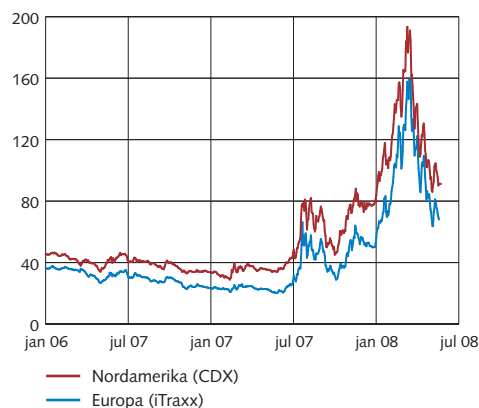


Anm. Den globala konkursgraden avser företag klassificerade till Ba/BB eller lägre enligt Moody's/Standard & Poor's. Majoriteten av antalet fallissemang sker bland företag värderade till Ba/BB eller lägre varför diagrammet visar dessa företag.

Källor: Federal Reserve Board och Reuters EcoWin

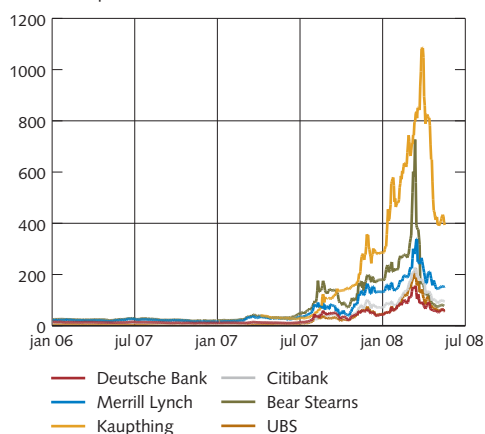
<sup>6</sup> Säkerställda obligationer är en obligation där innehavaren har särskild förmånsrätt, vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditvärdigheten normalt är bättre än för obligationer som inte är säkerställda.

<sup>7</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, "The April 2008 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices", 5 maj 2008, Bank of England, "Credit conditions Survey 2008 Q1", 3 april 2008 samt European Central Bank, "The euro area bank lending survey", 18 januari 2008.

**Diagram 1:7. Premier i CDS-index**  
Räntepunkter

Anm. Index för Nordamerika och Europa representeras av CDX respektive iTraxx i underliggande obligationer med kreditbetyg högre än BBB – enligt Standard & Poor's definition, 5 års löptid.

Källor: Reuters EcoWin och Bloomberg

**Diagram 1:8. Premier i CDS för ett urval av banker**  
Räntepunkter

Källa: Bloomberg

in mer kapital. Ju högre andel lån bankerna har på sina balansräkningar, desto mer kapital behöver bankerna ha i buffertar för att möta de ökade kreditriskerna i portföljen. Den senaste tiden har utvecklingen dock lättat något.

**Premierna på så kallade credit default swaps (CDS) steg kraftigt under första kvartalet, men på senare tid har utvecklingen vänt,** (se diagram 1:7). En CDS kan användas som en försäkring mot kreditrisk, exempelvis som en försäkring mot kreditrisken i en företagsobligation. Premien för CDS:en mäter då normalt kreditrisken i företagets underliggande tillgångar. Men under våren kan de ökade premierna ha kommit att spegla andra faktorer än ren kreditrisk i företagen. Det har blivit allt vanligare att investerare köper CDS-kontrakt utan att ha en underliggande obligation att skydda. Eftersom marknaden för CDS:er på enskilda bolag är relativt illikvid kan ett fåtal affärer leda till stora rörelser i premierna på CDS:en. CDS-premierna var som högst under mitten av mars. Sedan dess har nivåerna mer än halverats men är fortfarande något högre än i december, när den senaste stabilitetsrapporten publicerades.

**CDS-premierna för isländska banker steg kraftigt under våren.** Den globala kreditoron har skapat en oro bland marknadsaktörer när det gäller den snabba expansionen av de isländska bankerna.<sup>8</sup> Det har avspeglats i stigande CDS-premier (se exempelvis den isländska banken Kaupthing i diagram 1:8). Islands tre största banker har de senaste åren växt kraftigt och balansomslutningen för dessa är nio gånger större än landets BNP.

**Kreditspreadarna<sup>9</sup> för obligationer utgivna av tillväxtekonomierna har ökat men befinner sig fortfarande på relativt låga nivåer** (se diagram 1:9). Kreditvärdigheten för tillväxtekonomier har varit fortsatt god under det senaste halvåret. Ett stort antal länder förknippas med relativt sett låg risk. Men i de europeiska tillväxtländerna har beroendet av utländsk finansiering ökat de senaste åren. Framförallt utgörs den inhemska kreditgivningen i stor utsträckning av utländskt kapital.

#### Aktiemarknaden

**Börskurserna är lägre än för ett halvår sedan, men sedan mitten av mars har de successivt stigit** (se diagram 1:10). Utvecklingen på de internationella börserna har kännetecknats av minskad riskbenägenhet bland investerarna och fallande börskurser. I takt med att konjunkturen successivt dämpas under de kommande åren väntas vinsttillväxten bli något lägre. Trots detta är värderingen av bolag i termer av P/E-tal alltså under det historiska snittet sedan 1990 (se diagram

<sup>8</sup> Efter en förfrågan från den isländska centralbanken ingick centralbankerna i Sverige, Norge och Danmark ett swapavtal med den (se [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)).

<sup>9</sup> Kreditspreadar för tillväxtekonomier visar skillnaden mellan kreditbetyget för en korg av länder och en teoretisk amerikansk nollkupongs statsobligation.

1:11).<sup>10</sup> Den implicita volatiliteten tyder samtidigt på att osäkerheten om börskurserna förväntas bestå (se diagram 1:12). Den implicita volatiliteten beskriver marknadsaktörers förväntningar om framtida variationer i börskurserna.<sup>11</sup>

#### Valutamarknaden

**Dollarn har försvagats kraftigt mot ett stort antal valutor, exempelvis euro och yen.** Dollarförsvagningen har skett parallellt med Federal Reserves räntesänkningar samt de försämrade konjunkturutsikterna i USA. Det har också sedan länge funnits förväntningar om att underskottet i USA:s bytesbalans och motsvarande överskott i andra länder så småningom skulle leda till en svagare dollar.

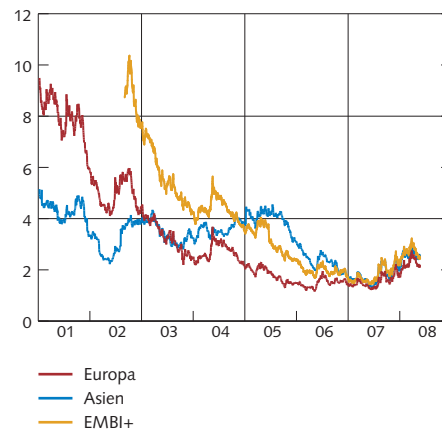
**Intresset för att låna i en valuta och placera i en annan till följd av ränteskillnader har minskat.** En vanlig transaktion på valutamarknaden under senare år har varit att låna i ett land där räntan varit låg, till exempel i Japan eller i euroområdet, och placera i ett annat där räntan varit hög, till exempel i Nya Zeeland eller på Island. Det brukar kallas för "carry trades". En förutsättning för att sådana affärer ska vara lönsamma är att valutakurserna är något så när stabila. Om den valuta man valt att placera i plötsligt skulle falla i värde kan förlusten bli väsentligt större än den vinst man kan göra på ränteskillnaden. Ökade risker för valutarörelser brukar därför leda till att "carry trades" avvecklas, vilket också skett i betydande utsträckning under det senaste halvåret. När många aktörer avvecklar sina placeringar och säljer placeringsvalutan kan det påverka kursen, särskilt om valutan är liten. Sannolikt är detta en av förklaringarna till den kraftiga försvagning av den isländska kronan som skett under vintern.

**Oron på interbankmarknaden spillde över på marknaden för valutaswappar.** En valutaswap är en överenskommelse om att köpa en valuta till dagens kurs för att sedan sälja tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs. Priset på en valutaswap sätts utifrån nivåerna på interbankräntor i de respektive länderna. När räntorna på interbankmarknaden steg och prisrörelserna blev stora försämrades marknaden för valutaswappar kraftigt. De aktörer som ställer priset blev osäkra kring prissättningen. Detta i sin tur gjorde att det vid vissa tillfällen blev svårt att använda sig av swapmarknaden. Osäkerheten har minskat och under våren har marknaden för valutaswappar fungerat väl.

#### Råvarumarknaden

**Till följd av finansoron har investerare i ökad utsträckning sökt sig till guld, olja och andra råvaror.** Kapitalinflödet till råvarumarknaderna har dessutom ökat kraftigt de senaste åren och intresset från hedgefonder och institutionella placerare har vuxit. Den ökade efter-

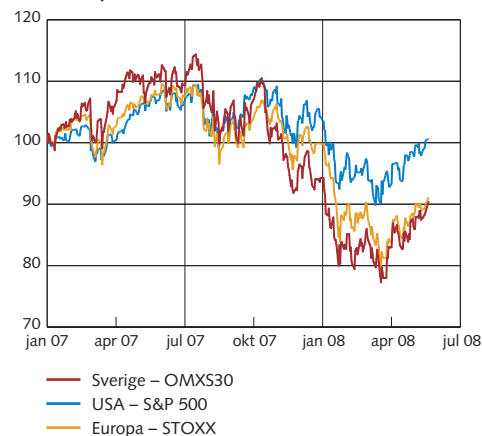
**Diagram 1:9. Kreditspreadar för obligationer utgivna av tillväxtekonomier**  
Procentenheter



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

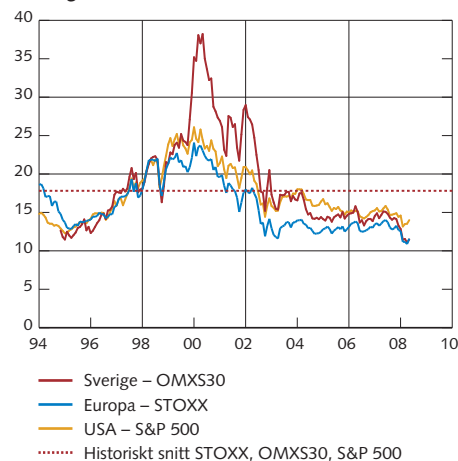
Källa: Bloomberg

**Diagram 1:10. Börsutveckling**  
Index, januari 2007=100



Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 1:11. P/E-kvot**

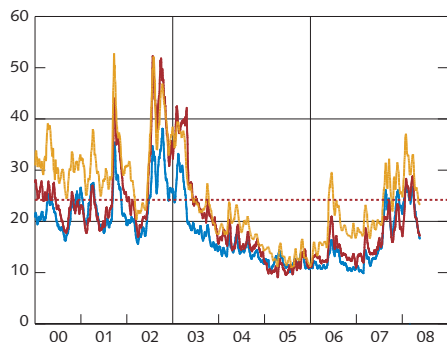


Anm. Historiskt snitt avser perioden januari 1996 - april 2008.

Källa: Reuters EcoWin

<sup>10</sup> P/E-tal (price/earnings) beskriver priset på en aktie i förhållande till förväntad vinst.

<sup>11</sup> Den implicita volatiliteten beräknas från prissättningen i aktieoptioner.

**Diagram 1:12. Implicit volatilitet på aktiemarknaden**  
Procent

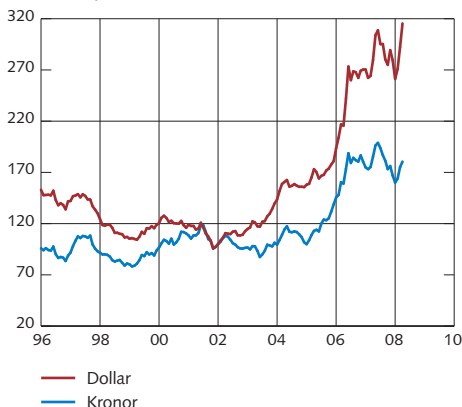
— Europa – STOXX  
— USA – S&P 500  
— Sverige – OMX  
..... Historiskt snitt OMX

Anm. Historiskt snitt avser perioden januari 1996 - maj 2008.

Källa: Bloomberg

**Diagram 1:13. Isländska kronans utveckling mot euron**

Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 1:14. Utveckling i råvaruprisindex uttryckt i dollar och i kronor**  
Index, januari 2002=100

— Dollar  
— Kronor

Källa: Reuters EcoWin

frågan på råvaror har lett till att priserna stigit till rekordnivåer (se diagram 1:14). De senaste årens starka globala tillväxt har också ökat efterfrågan på råvaror från framför allt Kina och Indien. Tillsammans med politisk osäkerhet har det bidragit till att hålla priser på energi och råvaror uppe. Samtidigt har tillväxten i utbudet av vissa råvaror minskat, vilket också bidrar till högre priser. Eftersom råvaror utgör en allt större andel av investerarens totala innehav får prisvariationer hos dessa tillgångar en allt större betydelse för den finansiella stabiliteten.

#### UTVECKLINGEN I SVERIGE

**I Sverige har både ränte- och valutamarknaden fungerat väl.** Den svenska räntemarknaden har dock påverkats av den internationella utvecklingen och räntorna har stigit på exempelvis interbankmarknaden. Det är en naturlig följd av att kapital rör sig fritt över gränserna. Bilden av att de svenska finansiella marknaderna fungerat väl under hela perioden av finansiell oro bekräftas också av aktörer som är aktiva på ränte- och valutamarknaden (se ruta Svenska aktörers syn på risker och den svenska marknadens funktion).

**Liksom i utlandet har svenska interbankräntor stigit.** Högre interbankräntor innebär dock inte per definition att banker får problem med likviditeten. I första hand innebär det att kostnaden för låntagare att finansiera sig via den marknaden blir högre. Samtidigt som interbankräntorna har stigit generellt är räntorna på statsskuldsväxlar i princip oförändrade. Det innebär att skillnaden mellan interbankräntor och räntan på statsskuldsväxlar har ökat under våren i Sverige liksom i Europa. De ökade interbankräntorna speglar sig i den så kallade TED-spreaden, det vill säga skillnaden mellan tremånaders interbankränta och motsvarande statsskuldsväxel. Den ligger nu runt 90 räntepunkter vilket kan jämföras med snittet sedan år 2000 på 20 räntepunkter. Också i förhållande till marknadens förväntningar på framtida styrräntor är interbankräntorna höga. Men skillnaderna dem emellan är lägre än i exempelvis USA och eurozonen (se diagram 1:2). Den så kallade T/N-räntan (from Tomorrow to the Next day) har uppvisat ett mer volatilt mönster än innan oron bröt ut (se diagram 1:15). Skillnaden mellan T/N-räntan och reporäntan har historiskt legat kring tio räntepunkter, men under den finansiella krisen har differensen tidvis varit högre och uppgick i mars till som mest 70 räntepunkter. Nu är dock nivåerna normaliserade igen.

## Svenska aktörers syn på risker och den svenska marknadens funktion

**S**venska finansiella marknader har fungerat väl under hela perioden av global finansiell oro, även om volymerna blivit något lägre och djupet i marknaden mindre. Den bilden bekräftas av Riksbankens riskenkät, som från och med våren 2008 skickas ut till aktörer på den svenska finansmarknaden en gång i halvåret. Syftet med enkäten är att skapa en samlad bild av synen på risk bland aktörer som är aktiva på den svenska marknaden. Den syftar också till att värdera marknadens funktionsätt.

Nedan redovisas resultaten från vårens riskenkät.<sup>12</sup> Den skickades till 89 aktörer och svarsfrekvensen uppgick till 76 procent. De grupper som tillfrågats är dels Riksbankens penningpolitiska motparter och dels andra aktörer som är aktiva på den svenska ränte- och valutamarknaden.

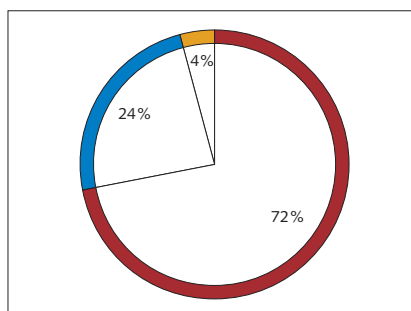
### *Priset på risk väntas vara högre i fortsättningen*

Priset på risk har stigit kraftigt sedan sommaren 2007. En majoritet av aktörerna på den svenska marknaden, tre av fyra, anser att detta är ett bestående skift (se diagram R1). Den finansiella oron har samtidigt påverkat aktörernas sätt att förhålla sig till risk. Över hälften av aktörerna uppger att viljan att ta risk har minskat sedan sommaren 2007, det vill säga före den finansiella oron (se diagram R2). Det är främst aktörer på räntemarknaden som ändrat sin riskbenägenhet, medan aktörer på valutamarknaden uppger sig vara mer opåverkade.

Även på sex månaders sikt räknar en majoritet av aktörerna på räntemarknaden med att viljan att ta risk är något lägre än normalt. Sett till samtliga aktörer tror dock hälften att riskbenägenheten kommer att återgå till ett normalläge under det kommande halvåret (se diagram R3).

Buffertar av likvida tillgångar har samtidigt ökat hos många aktörer det senaste halvåret.

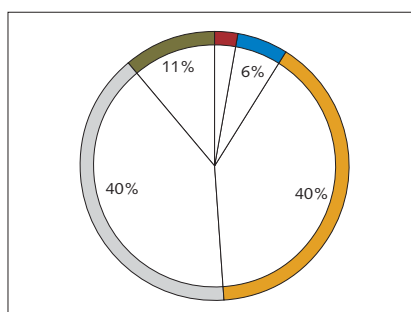
Diagram R1. Andel aktörer som anser att det ökade priset på risk är bestående



- Ja
- Nej
- Ingen uppfattning

Anm. Svar på frågan: "Priset på risk har ökat sedan sommaren 2007. Anser du att detta är ett bestående skift?"

Diagram R2. Aktörernas ändrade riskbenägenhet det senaste halvåret



- Ökat starkt (3%)
- Ökat något
- Varken ökat eller minskat
- Minskat något
- Minskat starkt

Anm. Svar på frågan: "Hur har din vilja att ta risk förändrats sedan sommaren 2007, dvs före den finansiella oron?"

En av tre aktörer uppger att det egna institutets buffert av likvida tillgångar har ökat, medan ungefär hälften uppger att de är oförändrade (se diagram R4). Det kommande halvåret väntar sig över 70 procent att den egna institutionens buffert av likvida tillgångar ligger på normala nivåer. Bland resterande tror ungefär lika många att de ska öka som att de ska minska.

### *Den svenska ränte- och valutamarknaden har fungerat väl*

En allmän uppfattning är att den svenska ränte- och valutamarknaden har fungerat väl, enligt enkätsvaren. Överlag anses tillgången till likvida medel ha varit god. När den internationella finansiella oron varit extra hög, har också den svenska marknaden påverkats av en lägre

<sup>12</sup> Undersökningen pågick mellan den 10 och den 25 april. Utrednings- och undersökningsföretaget Markör genomförde enkätutskicket på Riksbankens uppdrag.

Diagram R3. Viljan att ta risk det kommande halvåret, i förhållande till normalt

- Mycket högre än normalt (1 %)
- Något högre än normalt
- Normalt
- Något lägre än normalt
- Mycket lägre än normalt
- Har ingen uppfattning (2 %)

Anm. Svar på frågan "I förhållande till normalläge - Hur tror du att din vilja att ta risk kommer att vara på sex månaders sikt?"

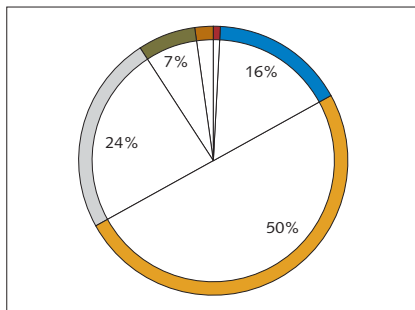
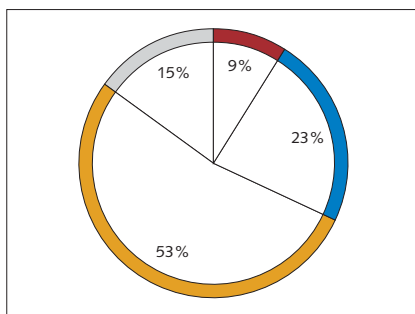


Diagram R4. Förändring av den egna institutionens likvida tillgångar det senaste halvåret

- Ökat starkt
- Ökat något
- Varken ökat eller minskat
- Minskat något
- Minskat starkt (0 %)

Anm. Svar på frågan "Hur har din institutions buffert av likvida tillgångar förändrats jämfört med för ett halvår sedan?"



likviditet, men inte i en sådan omfattning att det upplevts som ett generellt problem. Flera aktörer framhåller att den svenska marknaden för bostadsobligationer fungerat väl även när motsvarande marknad i Europa upphört att fungera. Även valutamarknaden anses ha fungerat bra.

Flera respondenter uppger att man har haft svårt att tolka Riksbankens kommunikation, vilket anses ha gett onödigt stora prisrörelser.<sup>13</sup>

*Aktörerna följer utvecklingen i banksystemet noggrannare än tidigare*

På frågan om vad aktörerna tror kommer att vara i fokus på de svenska finansiella marknaderna de kommande sex månaderna är det många som svarar banksystemet, och eventuella effekter från omvärldens finanskris. Förtroendet för det svenska banksystemet anses vara viktigt, och man följer bankernas kredit- och likviditetsrisker noggrannare än tidigare. Man ser också risker med utvecklingen i de baltiska länderna, mot bakgrund av att några av de svenska bankerna har betydande verksamhet där.

<sup>13</sup> Undersökningen gjordes före det att Riksbankens direktion beslutade om en uppdaterad kommunikationspolicy och den särskilda bilagan om penningpolitisk kommunikation. Se Riksbankens hemsida [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).



**Räntan på svenska statsobligationer med lång löptid har sjunkit något det senaste halvåret.** Den tioåriga statsobligationsräntan ligger strax över fyra procent. Räntorna har pressats nedåt av investerares efterfrågan på säkra placeringar. Den stigande inflationen har dock haft motsatt effekt på räntorna, precis som i Europa. Räntan på statsobligationer med kortare löptid har i stor utsträckning styrts av den penningpolitiska förväntningsbilden i Sverige och är i princip oförändrad sedan senaste stabilitetsrapporten. Riksbanken har under perioden höjt räntan en gång med 25 räntepunkter till 4,25 procent.

**Primärmarknaden för företagsobligationer har fungerat väl.**<sup>14</sup> Emissionsvolymerna under första kvartalet var i linje med de senaste två årens emissionsvolym. Under första kvartalet kunde möjligen ett nytt mönster anas där löptider på obligationerna är kortare än tidigare och framför allt ligger mellan 18 månader och tre år. Dessutom har andelen utländska bolag som emitterar i kronor ökat jämfört med tidigare år. Finansiella institut stod för drygt 50 procent av emissionerna.

**Räntan på bostadsobligationer har stigit i förhållande till räntan på statsobligationer.** Majoriteten av de svenska bostadsobligationerna utgörs av säkerställda obligationer.<sup>15</sup> Även om sådana obligationer har det högsta kreditbetyget har investerare bedömt att kreditrisken i dessa värdepapper har stigit relativt statsobligationer och därför har ränteskillnaden dem emellan ökat (se diagram 1:16). Det indikerar att investerare i Sverige, liksom i Europa, tar större hänsyn till de underliggande riskerna i fastighetssektorn. Andrahandsmarknaden för bostadsobligationer i Sverige fungerade betydligt bättre än i många andra länder när osäkerheten ökade i mars (se även avsnitt om räntemarknaden, internationellt).

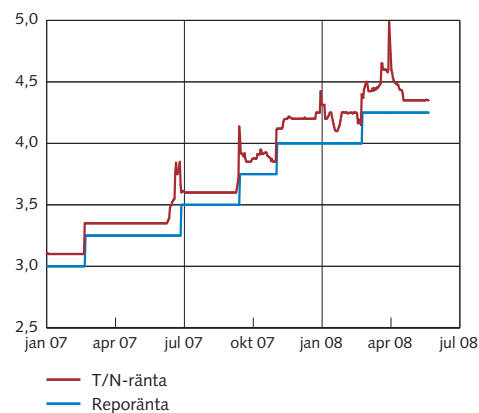
**Aktiepriserna i Sverige har fallit i linje med övriga Europa.** Vinsttillväxten för svenska bolag har reviderats ned för 2008 men väntas där efter stiga under 2009.<sup>16</sup> Bankaktier har fortsatt att utvecklas svagt under perioden, till följd av den generella oron över bankernas balansräkningar. Utvecklingen för svenska banker följer i princip utvecklingen för den europeiska banksektorn (se diagram 1:17). I viss mån har de också präglats av oro över de svenska bankernas verksamhet i de baltiska länderna.

<sup>14</sup> Siffrorna som nämns inkluderar ej emissioner av bostads- och statsobligationer.

<sup>15</sup> Säkerställda obligationer är en obligation där innehavaren har särskild förmånsrätt, vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditvärdigheten normalt är bättre än för obligationer som inte är säkerställda.

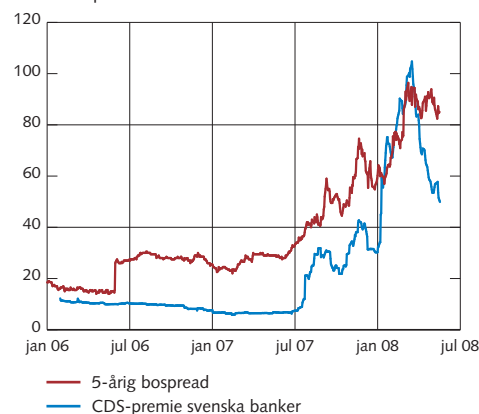
<sup>16</sup> Vinsterna för de 70 största bolagen listade på OMX väntas stiga med cirka två procent 2008 och nästan tretton procent 2009, enligt databasen SME, 8 maj 2008.

Diagram 1:15. T/N-ränta och reporänta  
Procent



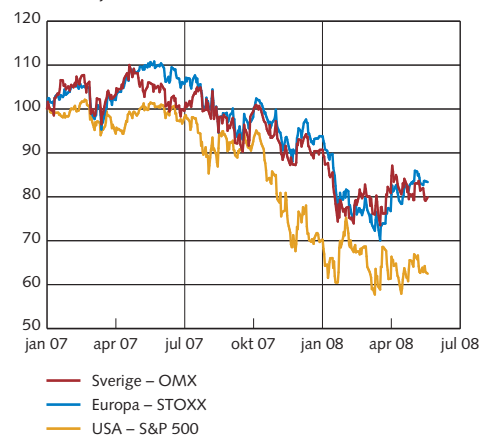
Anm. Svensk tomorrow/next (T/N) ränta, det vill säga interbankräntan från imorgon till i övermorgon.  
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:16. Spread mellan 5-årig bostadsobligation och motsvarande statsobligation samt genomsnittlig premie i 5-årig CDS för svenska banker  
Räntepunkter



Källor: Reuters EcoWin, JP Morgan och Handelsbanken Capital Markets

Diagram 1:17. Utvecklingen i banksektorn på olika börser  
Index, januari 2007 = 100



Källa: Reuters EcoWin

**Kronan har, mätt med TCW-index<sup>17</sup>, stärkts i förhållande till utländska valutor sedan senaste rapporten.** Detta avviker från det historiska mönstret där kronan tenderar att vara känslig för investerarens efterfrågan på risk. När viljan att ta risk har minskat på de internationella marknaderna har kronan historiskt försvagats. En avgörande skillnad i utvecklingen denna gång är den kraftiga dollarförsvagningen.

### Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna

**Sammantaget har osäkerheten på de finansiella marknaderna ökat något, och kommer sannolikt att bestå under lång tid framöver.**

Finanskrisen har under det senaste halvåret spridit sig till nya tillgångar, marknader och aktörer. Parallellt med det har de amerikanska konjunktutsikterna försämrats. På kreditmarknaden finns tecken på att situationen har lättat något, medan det på interbankmarknaden återstår betydande problem.

**Det går inte att utesluta att problemen förvärras innan det vänder.**

Risken finns att tillgångar fortsätter att sjunka i värde. Det skulle leda till nya nedskrivningar hos banker och andra institut, och ett ökat behov av tillskott av kapital. Hittills uppgår bankernas nedskrivningar till cirka 330 miljarder dollar medan kapitaltillförseln uppgår till 247 miljarder dollar.<sup>18</sup> Andra impulser som kan leda till att krisen fördjupas är utsikterna för monolines som fortfarande är osäkra. Det är inte heller uteslutet att marknader som hittills varit relativt opåverkade drabbas. Exempelvis har råvarumarknaden hittills gynnats av en ökad efterfrågan och kraftigt stigande priser. Men det är en öppen fråga hur snabbt dessa priser kan komma att anpassas, om efterfrågan på råvaror så småningom sjunker.

**Problemen på de finansiella marknaderna riskerar att förstärkas till följd av höga finansieringskostnader och kreditåstramning.** Att internationella banker har stramat åt sin kreditgivning kan ännu så länge förklaras av vikande bostadsmarknader och konjunktur snarare än ökade kapital- och likviditetsproblem. Men om finansöron, och problemen den för med sig, fortsätter kan bankernas möjligheter att ge ut nya lån till kunder och andra motparter komma att hämmas ytterligare.

<sup>17</sup> TCW-index (Total Competitiveness Weights) är ett sätt att mäta kronans värde mot en korg av olika valutor. Ett högt värde på index betyder att kronans värde försvagats - korgen av valutor har blivit dyrare att köpa med svenska kronor. TCW består av 20 valutor som är handelsviktade.

<sup>18</sup> Enligt Bloomberg 13 maj, 2008.



**De svenska bankerna har hittills berörts endast marginellt.** Generellt har svenska banker framför allt drabbats genom ökade finansieringskostnader och fallande värden på räntetillgångar. Svenska banker har dock haft god tillgång till obligationsmarknaden både i Sverige och internationellt. Därför har kostnaden för ny upplåning inte ökat lika mycket i Sverige som i övriga Europa. Att de svenska bankerna skulle få solvensproblem till följd av den finansiella oron är inte sannolikt. Men bankernas betydande beroende av internationell finansiering gör dem sårbara för händelser som kan påverka deras möjlighet till kortfristig upplåning.

**N**edan följer en beskrivning av några av vinterns och vårens dominerande händelser på de internationella finansiella marknaderna<sup>19</sup>.

### *Federal Reserve räddar Bear Stearns från konkurs*

En av vårens uppmärksammade händelser är de akuta problem som uppstod i USAs femte största investmentbank, Bear Stearns. Banken hade stora innehav av värdepapper knutna till den amerikanska bolånemarknaden. Den drabbades därför tidigt av problemen på subprime-marknaden.<sup>20</sup> Bear Stearns affärsmodell innebar samtidigt ett stort beroende av kortsiktig marknadsfinansiering. I december tvingades banken att skriva ned tillgångar till ett värde av cirka 1,9 miljarder dollar. Samtidigt redovisade den ett negativt resultat på 854 miljoner dollar för det fjärde kvartalet 2007.

Under mitten av mars uppstod rykten om att Bear Stearns hade problem med likviditeten. Det skapade en oro som medförde att investerare och andra banker blev mindre villiga att låna ut pengar till Bear Stearns, vilket ledde till att banken fick akut brist på kortsiktig finansiering. I ett försök att stabilisera situationen fick Bear Stearns lån mot säkerheter hos Federal Reserve. Det skedde i samarbete med JP Morgan Chase.<sup>21</sup> Agerandet från Federal Reserve var ytterst ovanligt. Den amerikanska centralbanken fick använda en äldre lagstiftning som gör det möjligt att ge nödkredit till ett finansiellt institut som inte är en affärsbank eller sparbank. Syftet var att försöka undvika en kollaps av en av USAs största investmentbanker när marknaden var extra känslig. Nyheten ledde till en näst intill halvering av aktiekursen. Samtliga kreditvärderingsinstitut sänkte investmentbankens kreditbetyg. Den 16 mars meddelade JP Morgan att banken planerade köpa Bear Stearns med hjälp från Federal Reserve. Efter omförhandlingar av budet under påskhelgen samlades Bear Stearns

tillgångar i ett separat bolag skapat av Federal Reserve där JP Morgan tog på sig risken den första miljarden dollar av eventuella förluster. Federal Reserve garanterade resterande 29 miljarder dollar. Genom en riktad nyemission och andra aktieköp har JP Morgan och styrelsen i Bear Stearns i princip säkrat en aktiemajoritet för ett samgående till sommaren.

Totalt gjorde Bear Stearns nedskrivningar motsvarande 2,6 miljarder dollar (se ruta om bankernas nedskrivningar av finansiella tillgångar, kapitel tre). Det stora problemet för Bear Stearns var att marknaden tappade förtroendet för att investmentbanken skulle kunna reda ut sina problem, vilket ledde till likviditetsproblem.

### *Northern Rock övergår i statlig ägo*

Den brittiska banken Northern Rock fick under förra hösten stora problem med att refinansiera sig, och Bank of England sköt till nödkrediter.<sup>22</sup> Vid årsskiftet uppgick Northern Rocks skuld till centralbanken till 26,9 miljarder pund. Sedan dess har Northern Rock minskat skulden, bland annat genom försäljning av tillgångar, och målsättningen är att vara skuldfri omkring 2010.

I mitten av januari förhandlade banken med tre potentiella uppköpare, Virgin Group, Olivant Advisors och Northern Rocks dåvarande ledning. I ett försök att göra Northern Rock mer attraktiv för eventuella uppköpare, gick brittiska staten ut med en garanti. I korthet innebar den att Northern Rocks skulder till Bank of England skulle lösas genom att ge ut nya skuldinstrument på kapitalmarknaden. Dessa skulle i sin tur vara garanterade av staten. Garantin innebar att eventuella köpare inte skulle behöva gå in med så stora belopp från början. Men försöken att få till ett uppköp misslyckades. I mitten av februari upphörde handeln i aktien efter att staten meddelat att banken tillfälligt skulle föras över i statligt ägande. Tidigare hade riskkapitalgruppen Olivant dragit tillbaka sitt erbjudande till följd

<sup>19</sup> För händelser under sommaren och hösten 2007 se fördjupningsruta "Turbulensen på kreditmarknaden" i Finansiell stabilitet 2007:2.

<sup>20</sup> I juni kollapsade två av Bear Stearns hedgefonder. Det var en följd av stora förluster på tillgångar knutna till subprime-lån.

<sup>21</sup> Under rådande regler kunde inte Bear Stearns som investmentbank låna från centralbanken, I stället gick man via JP Morgan Chase som i egen-skap av affärsbank har denna rättighet.

<sup>22</sup> Efter en uttagsanstörning från insättarna gick de brittiska myndigheterna ut med ytterligare garantier. Se Finansiell Stabilitet 2007:2.

av för hårda krav på återbetalning av Northern Rocks dåvarande lån. Det innebar att två erbjudande återstod. Men dessa avvisades med motivering att buden inte var tillräckligt fördelaktiga för brittiska skattebetalare. En ny lag slog fast att banken överförs i statlig ägo till dess att den klarat ut sina finansieringsproblem. Aktieägarna kommer att kompenseras i viss mån, men staten får intäkten vid en återprivatisering. I mitten av april meddelade Northern Rock att antalet anställda ska minska med en tredjedel. Det är ett led i försöken att stärka bankens ekonomiska situation för att kunna betala tillbaka lånen till centralbanken inom fyra år.

#### *Spridning till monolines*

Under vintern uppstod en betydande oro kring stora bolag som är specialiserade på att försäkra obligationslån, så kallade monolines (se ruta om monolines).

Flera monolines har sedan årsskiftet fått sina kreditbetyg sänkta av kreditvärderingsinstitutet Fitch, Moodys eller Standard & Poors (se tabell R1). Bakgrunden var att monolines drabbats av betydande nedskrivningar till följd av fallande värde på sina tillgångar. Det fick kreditvärderingsinstitutet att höja kraven på institutens kapitalbas. Ett av de största obligationsförsäkringsbolagen, Ambac, fick i januari sitt betyg

sänkt av Fitch från AAA till AA. Motiveringen var just att bolaget inte uppfyllde kraven på kapitalbas. I likhet blev MBIA, som är det andra dominerande bolaget, nedgraderad av Fitch i april till AA med samma motivering.<sup>23</sup> FGIC är det försäkringsbolag som drabbats hårdast. Det har fått sitt kreditbetyg sänkt av samtliga tre kreditvärderingsinstitut i flera stegvisa nedgraderingar.

#### *Flera centralbanker har vidtagit särskilda åtgärder*

Centralbanker i andra länder har fortsatt att agera för att underlätta situationen på de finansiella marknaderna, samt för att möta den vikande konjunkturen.

Flera centralbanker har justerat ner sin styrränta. Exempelvis sänkte Federal Reserve sin styrränta med 75 punkter vid ett extrainsatt möte i januari. Sammantaget har den amerikanska centralbanken sänkt sin styrränta vid sju tillfällen, motsvarande 3,25 procentenheter, sedan hösten 2007. Bank of England sänkte i december 2007 sin styrränta för första gången på drygt två år och har därefter sänkt räntan ytterligare två gånger. Centralbanker i länder som varit påverkade i mindre utsträckning har i vissa fall senarelagt tidigare signalerade räntehöjningar.

Flera centralbanker i omvärlden har dessutom genomfört en mängd speciella åtgärder

**Tabell R1. Kreditbetyg för monolines**

	Fitch Ratings	Moody's investor service	Standard & Poor's	Värde försäkrade tillgångar mdr dollar
Ambac Assurance	AA 12-mar-08	Aaa 12-mar-08	AAA 12-mar-08	524
Assured Guaranty	AAA 12-dec-07	Aaa 14-mar-08	AAA 31-jan-08	94
FGIC	BBB 26-mar-08	Baa3 31-mar-08	BB 28-mar-08	314
FSA Inc.	AAA 24-jan-08	Aaa 11-mar-08	AAA 31-jan-08	406
MBIA Insurance	AA 04-apr-08	Aaa 26-feb-08	AAA 25-feb-08	679
XLCA	BB 26-mar-08	A3 07-feb-08	A- 25-feb-08	18
CIFG	A- 31-mar-08	Ba2 20-maj-08	A+ 12-mar-08	95

Anm. Utsikterna för kreditbetygen är negativa, eller granskas för en eventuell nedgradering, för alla utom Assured Guaranty FSA Inc. samt Moody's betyg på CIFG.

Tabellen visar datumet för senaste förändringen, eller bekräftelsen av kreditbetygen. I juni 2007 hade alla bolag AAA i kreditbetyg.

Källa: Bank of England

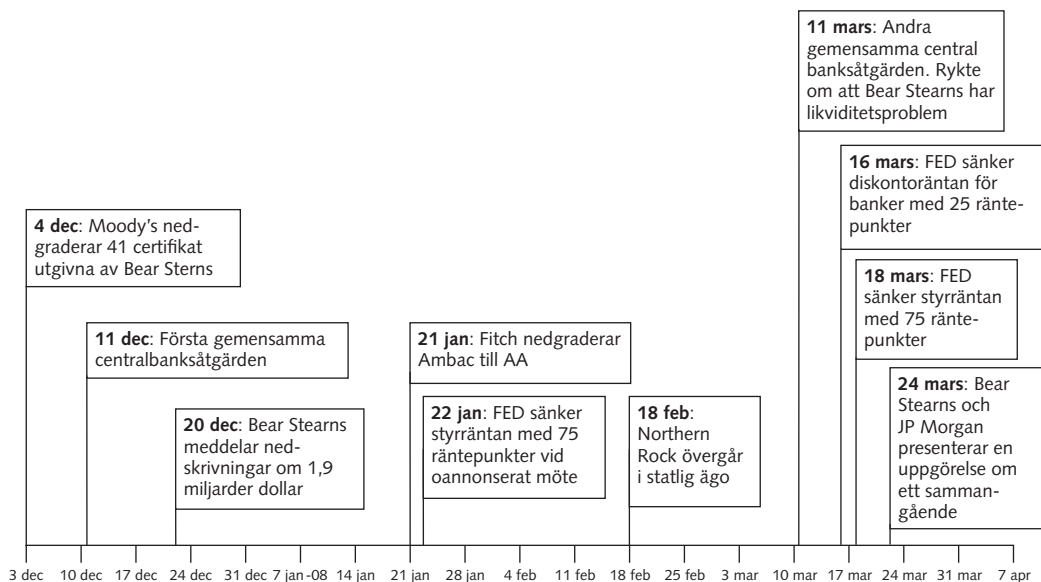
<sup>23</sup> MBIA har önskat att Fitch inte längre ska bedöma bolagets kreditvärdighet och har sedan i februari slutat med att skicka underlag till Fitch.

som en följd av finanskrisen. Under några tillfällen när den finansiella oron varit extra intensiv har många banker föredragit att placera sin överskottslikviditet i centralbankerna i stället för på interbankmarknaden. De kortaste interbankräntorna har stigit och för att stabilisera den kortaste marknadsräntan kring den penningpolitiska styrräntan har centralbankerna agerat för att förbättra likviditeten genom att öka sin korta utlåning.

I syfte att upprätthålla funktionen på de marknader som bankerna utnyttjar för sin finansiering på längre löptid har flera centralbanker dessutom gett lån med längre löptid. Ett antal centralbanker har även utvidgat listan över de säkerheter som bankerna kan använda när de lånar hos centralbanker. Några centralbanker har också erbjudit bankerna statspapper i utbyte mot mindre likvida bostadspapper. Syftet har varit att göra de värdepapper bankerna har i sina portföljer mer likvida.

Centralbanker har även agerat gemensamt vid två tillfällen. I december 2007 och i början av mars i år, samordnade Federal Reserve, Bank of England, Europeiska centralbanken, Bank of Canada och Swiss National Bank sina åtgärder för att minska trycket på interbankmarknaderna. Riksbanken och Bank of Japan stödde handlingen men utan aktiv åtgärd. Vid båda tillfällena bestod åtgärden främst av att ge lån mot säkerhet med längre löptid än i de normala marknadsoperationerna. Därutöver lovade Federal Reserve, att tillgodose efterfrågan på dollar via en så kallad swapfacilitet till europeiska banker.

Åtgärderna fungerade för att stabilisera den korta räntan. Det var dock inte tillräckligt för att få bukt med de kraftigt förhöjda riskpremierna i de längre interbankmarknadsräntorna. (Se även artikel Likviditetsrisk i banksystemet).



## Faktaruta om monolines

Under vintern uppstod en betydande oro kring stora amerikanska försäkringsbolag som är specialiserade på att försäkra obligationslån, så kallade monolines. Den här rutan beskriver hur en monoline fungerar och vad som drivit den senaste tidens oro.

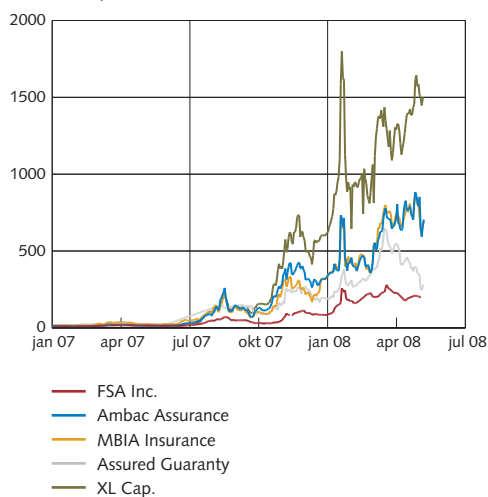
Monolines är egentligen inget nytt fenomen. Ända sedan 70-talet har amerikanska kommuner kunnat försäkra sina obligationer hos monolines. Längre var verksamheten hos dessa bolag koncentrerad till att försäkra just obligationer utgivna av kommuner, så kallade *municipals*.<sup>24</sup> Under slutet av 80-talet utvidgades verksamheten till att även försäkra obligationer utgivna i andra länder och till olika typer av strukturerade produkter.<sup>25</sup>

Affärsidén har varit enkel: En monoline fungerar som ett försäkringsbolag genom att garantera ränteutbetalningar och värdet på en obligation. För detta betalar den som ger ut obligationen (ofta en kommun), en premie. Om kommunen i det här fallet inte skulle fullfölja sina åtaganden så träder alltså garantierna in. Idén bygger på att den monoline som försäkrar obligationen har ett högre kreditbetyg än den som ger ut obligationen. Resultatet av försäkringen blir att obligationen får ett högre kreditbetyg. Ju högre kreditbetyg en obligation har desto lägre blir räntan på obligationen och därmed kostnaden för kommuner att finansiera sig.

Ungefär hälften av de utestående kommunobligationerna i USA är försäkrade av monolines. Under hösten 2007 var lån till ett värde av hela 2200 miljarder försäkrade av monolines. Av dessa utgjorde 60 procent kommunala eller statliga tillgångar. 26 procent bestod av strukturerade produkter, och 14 procent av utländska lån.<sup>26</sup> Under 2007 fanns det elva monolines i USA. Alla utom två hade det högsta möjliga kreditbetyget. De två dominerande bolagen är Ambac och MBIA som tillsammans försäkrar cirka 90 procent av de 2200 miljarderna.

Under den finansiella turbulensen har en betydande del av de tillgångar som försäkrats av monolines fallit i värde. Därmed har riskerna ökat för de flesta monolines (se diagram R5). Ökade risker har lett till att kreditvärderingsinstitut krävt att bolagen ska öka sitt kapital för att få behålla sina kreditbetyg. I dagsläget har cirka 7 miljarder dollar skjutits till i fem olika bolag, varav 2,5 miljard dollar har gått till MBIA och 1,5 miljard till Ambac. Tillskotten har kommit från bland andra befintliga ägare och riskkapitalbolag.

Diagram R5. CDS-premier för monolines  
Räntepunkter



Källa: Bloomberg

24 Motsatsen till en monoline är en multiline. Dessa erbjuder täckning för två eller fler typer av risk, till exempel billån och hemförsäkringar, det vill säga traditionella försäkringsbolag.

25 Exempel på strukturerade produkter som försäkras av monolines är Mortgage Backed Securities (MBS) och Collateral Debt Obligations (CDOs). För en utförligare beskrivning av strukturerade produkter se artikel "Handel med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet" i Finansiell Stabilitet 2006:2.

26 Enligt Association of Financial Guaranty Insurers, AFGI, [www.afgi.org](http://www.afgi.org).

Monolines är helt beroende av sina kreditbetyg. Ett försämrat kreditbetyg hos en monoline medför lägre kreditbetyg hos ett stort antal av de värdepapper som är försäkrade av bolagen. Detta kan i sin tur innebära att investerare väljer att sälja av sådana värdepapper vilket skapar ytterligare press på priserna.

Kostnaderna för kommuner för att finansiera sig kan stiga om de inte längre har en underliggande försäkring för obligationerna. I januari 2008 var det endast 39 procent av de nytgivna kommunala obligationerna som försäkrades, jämfört med 69 procent i januari 2007.

New York State Insurance Department arbetar med ett nytt förslag på regleringar för monolines verksamhet. Förslagen inkluderar bland annat ett förbud mot att försäkra vissa strukturerade produkter. Ett annat förslag är att begränsa monolines verksamhetsinriktning. Antingen försäkras de offentliga emittenters obligationer eller strukturerade produkter, inte båda. Ett tredje alternativ är att öka kravet på kapital för exponeringar mot strukturerade produkter.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> Se "Testimony of the New York insurance department before the New York state assembly", 14 mars 2008.

## ■ De svenska bankernas låntagare

### De svenska bankernas låntagare – i korthet

De svenska bankernas låntagare har i dagsläget goda förutsättningar att betala för sina lån. Svenska hushåll och svenska företag, som tillsammans står för ungefär hälften av bankernas utlåning, har sammantaget en god ekonomisk situation. Detsamma gäller merparten av de utländska låntagarna.

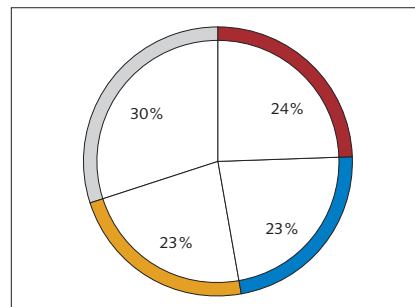
Men det finns vissa grupper av låntagare där riskerna har ökat för de svenska bankerna. Utlåningen till de baltiska låntagarna utgör en fortsatt källa till oro. Den ekonomiska utvecklingen i de tre länderna har under flera år visat tendenser till överhettning. Nu har en snabb ekonomisk inbromsning inträffat och det går inte att bortse från risken för att avkyllningen övergår i en kraftfull konjunktursvacka. Ett sådant scenario skulle märkbart påverka de svenska banker med betydande verksamhet där, SEB och Swedbank. I takt med att den finansiella krisen har förstärkts har de omgivande förutsättningarna för en successiv anpassning till en mer balanserad tillväxt i de baltiska länderna försämrats.

En annan låntagargrupp som är förknippad med högre risker är fastighetsbolagen, som i sin tur är beroende av marknaden för kommersiella fastigheter. Det finns en risk för att priserna på fastigheter speglar alltför högt ställda förväntningar på framtida intäktsökningar, i form av högre hyror. Om konjunkturen viker snabbare än väntat kan dessa förväntningar visa sig vara orealistiska. Det innebär en risk för större prisfall på fastighetsmarknaden. Det skulle i första hand drabba fastighetsbolag, som är en viktig låntagargrupp för bankerna. Dessutom fungerar fastigheterna ofta som pant till lån, vilka minskar i värde vid en prisnedgång.

Att följa utvecklingen för de svenska bankernas låntagare utgör en viktig del i analysen av den finansiella stabiliteten. Risken för att låntagarna inte kan betala sina skulder, kreditrisken, utgör en av de största risker bankerna är utsatta för.

Det här kapitlet inleds med en genomgång av den svenska hushållssektorn, som står för en knapp fjärdedel av bankernas totala utlåning (se diagram 2:1).<sup>28</sup> Därefter analyseras den svenska företagssektorn som står för drygt 20 procent av bankernas totala utlåning. Fastighetsbolagen är en betydande låntagargrupp och behandlas därför i ett eget avsnitt, tillsammans med utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden. En allt större del av bankernas utlåning riktas till utlandet. Därför behandlas låntagarna på de marknader där bankerna är aktiva i ett eget avsnitt.

Diagram 2:1. Bankernas utlåning fördelad på svenska och utländska hushåll och företag  
Procent



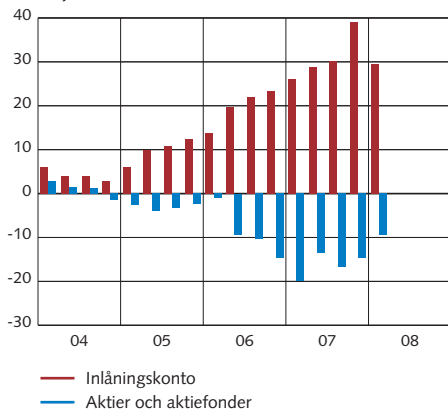
— Svenska hushåll  
— Svenska företag  
— Utländska hushåll  
— Utländska företag

Anm. Avser totala lånestocken december 2007.

Källa: Riksbanken

<sup>28</sup> På koncernnivå (inklusive utländsk verksamhet) per den 31 december 2007.

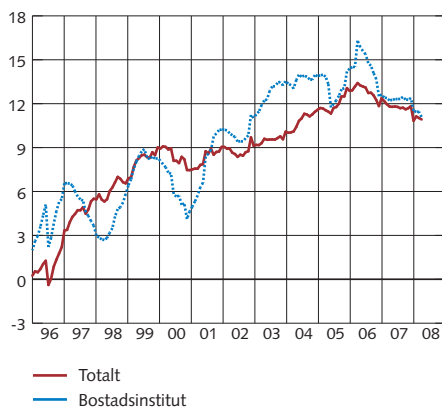
**Diagram 2:2. Hushållens nysparande på inlåningskonto respektive i aktier och aktiefonder**  
Miljarder kronor



Anm. Hushållens nysparande motsvarar det nettobelopp hushållen sätter in på inlåningskonto eller i fonder respektive nettköp av aktier under ett kvartal. Rullande fyra kvartals medelvärde.

Källa: SCB

**Diagram 2:3. Hushållens upplåning**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

## Den svenska hushållssektorn

I detta avsnitt analyseras hushållens ekonomiska situation och skuldsättning. Även bostadspriserna analyseras eftersom de påverkar hushållens skuldsättning. Avslutningsvis görs en bedömning av hushållens betalningsförmåga.

**Hushållen har en god ekonomisk situation.** Under 2007 ökade hushållens reala disponibla inkomster med 4,3 procent. Bakom ökningen stod främst en god utveckling av löneinkomsterna och ett lägre skatteuttag. Hushållens nettoförmögenhet är fortsatt hög jämfört med några år tillbaka, men har minskat något det senaste året. Det förklaras dels av börsfallet under slutet av förra året, dels av att skulderna fortsatte att öka i en hög takt. Samtidigt har oron på de finansiella marknaderna gjort hushållen mer försiktiga. De placerar en större andel av sina finansiella tillgångar i mer likvida sparformer, till exempel på sparkonton (se diagram 2:2). Samtidigt har de valt att sälja aktier och fondandelar för att realisera sina ackumulerade kapitalvinster.

**De senaste månaderna har hushållens upplåning ökat i en något långsammare takt än under de senaste två åren.** Hushållens totala upplåning ökade med knappt 11 procent i mars jämfört med samma månad förra året (se diagram 2:3). Den största delen av hushållens lån går till att finansiera bostadsköp och mer än 85 procent av hushållens lån har fastigheter som säkerhet. Lån från bostadsinstitut står alltjämt för den största delen av utlåningen till hushåll.<sup>29</sup> Dessa lån ökade med drygt 11 procent i mars jämfört med ett år tidigare. Hushållens lån utan säkerhet, som uppgår till åtta procent av totala lånestocken, fortsätter däremot att öka i en hög takt. I mars uppgick den årliga ökningstakten till närmare 15 procent.

<sup>29</sup> Sedan 1 oktober 2007 ingår SEB BoLån AB i SEB, och redovisas under upplåning från bank i stället för upplåning från bostadsinstitut.

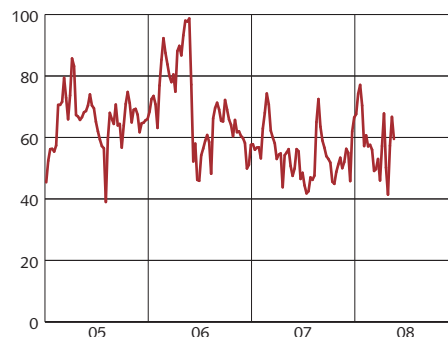


**Hushållens upplåning kommer att öka i en långsammare takt framöver.** Stigande räntor har sannolikt en dämpande effekt. Reporäntan har höjts med en kvarts procentenhet under början av året. Därutöver har bankerna fått högre finansieringskostnader, vilka har förts över på hushållen. Det illustreras av att skillnaden mellan bolåneräntan och räntan på en bostadsobligation med samma löptid i stort sett är oförändrad jämfört med tidigare (se diagram 2:4). För närvarande tas mer än hälften av hushållens nya lån till rörlig ränta (se diagram 2:5). Det innebär att de är känsligare för ränteförändringar än om lånen varit bundna. I den totala lånestocken är emellertid cirka 60 procent av lånen tagna med bunden ränta. Dessutom har några banker stramat åt kreditvillkoren något. I vissa fall har ränterabatter justerats ned. Det har också blivit svårare för vissa hushåll att få amorteringsfria lån. Vidare har bankerna blivit något hårdare i sina krav på hur mycket en låntagare bör ha kvar att leva på efter att den har betalat sina löpande kostnader (se även kapitel 3).

**Ökningen i hushållens upplåning har lett till högre skuldkvot och högre räntekvot.** I december uppgick hushållens skuldkvot<sup>30</sup> till 149 procent i genomsnitt (se diagram 2:6). Högre skuldsättning i kombination med högre räntor har bidragit till att räntekvoten<sup>31</sup> har ökat. Men samtidigt som hushållens skuldkvot är hög är räntekvoten historiskt sett fortfarande låg och uppgick till 4,4 procent i december.

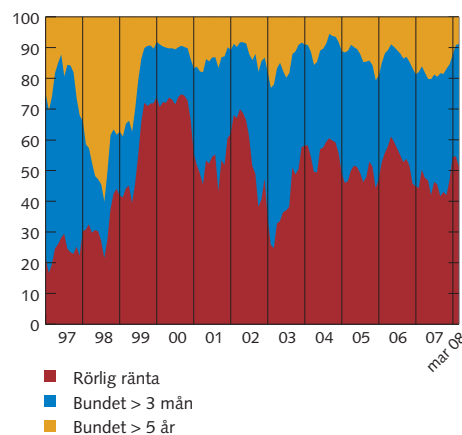
**Hushållens skuldkvot och räntekvot förväntas fortsätta stiga något.** Riksbankens bedömning är att den svenska ekonomin fortsätter utvecklas relativt väl. Hushållens upplåning kommer därför att fortsätta öka även framöver. Men eftersom konjunkturen väntas gå in i en lugnare fas redan i år antas ökningen i upplåningen dämpas något jämfört med bedömningen i förra stabilitetsrapporten. Det talar för att skuldkvoten och räntekvoten fortsätter att öka, men i en långsammare takt.

Diagram 2:4. Skillnaden mellan en tvåårig bolåneränta (SBAB) och räntan på en tvåårig bostadsobligation  
Räntepunkter



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:5. Hushållens nya lån fördelade på olika löptider  
Procent

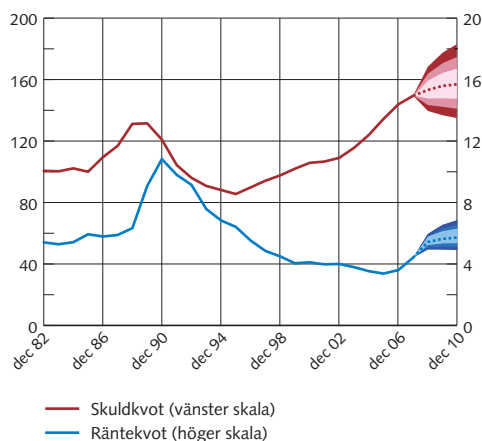


Källa: Riksbanken

30 Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst.

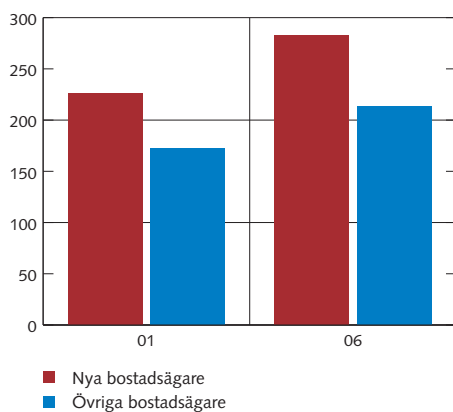
31 Hushållens ränteutgifter efter skatt i relation till disponibla inkomster.

Diagram 2:6. Hushållens skulder och ränteutgifter efter skatt i förhållande till disponibel inkomst  
Procent



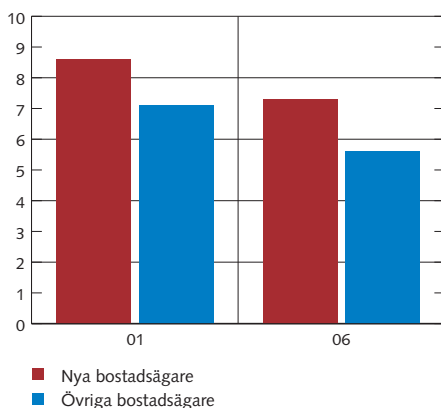
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst  
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. Hushållens ränteutgifter efter skatt som andel av disponibel inkomst  
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

### Skuldsättningen varierar dock mellan olika grupper av bostadsägare.

En jämförelse mellan 2001 och 2006 visar att skuldkvoten för både nya och övriga bostadsägare har ökat (se diagram 2:7).<sup>32</sup> Mest har skuldkvoten ökat för nya bostadsägare, vilket är naturligt med tanke på prisuppgången på bostäder under denna period. Övriga bostadsägares skuldkvot har också ökat relativt mycket, cirka 40 procentenheter. Det kan tyda på att man har tagit ut nya lån på sina befintliga bostäder alternativt köpt nya dyrare hus i takt med att huspriserna har ökat kraftigt. Ökningen av skuldkvoten speglas däremot inte av en motsvarande ökning av räntekvoten, varken för nya eller övriga bostadsägare (se diagram 2:8). Tvärtom utgör räntor en mindre andel av inkomsterna. Det är en av förklaringarna till varför skulder och bostadspriser har kunnat öka så mycket. Belåningsgraden för nya bostadsägare är också fortsatt hög, över 90 procent.

**Andelen hushåll som saknar buffertar har minskat.** De hushåll som inte förmår täcka sina löpande kostnader<sup>33</sup> minskade med nära en procentenhet under 2006 (se diagram 2:9). Det förklaras av att hushållens ekonomiska situation generellt har förbättrats. Samtidigt har dessa hushålls andel av den totala skuldstocken minskat jämfört med tidigare. Likaså andelen av deras krediter som inte täcks av någon förmögenhet. Det förklaras framför allt av att hushållens reala tillgångar har ökat i värde.

**En framskrivning av data visar att hushållen kommer att ha en god betalningsförmåga även framöver.**<sup>34</sup> Andelen hushåll som inte förmår täcka sina löpande kostnader beräknas bli lägre både 2007 och 2008 jämfört med 2006. Det förklaras av den goda inkomstutvecklingen. Däremot ökar deras andel av hushållssektorns totala skuld. De hushåll som inte förmår täcka sina löpande kostnader representeras av olika inkomstgrupper. Det är framför allt hushåll med högre inkomster som har ökat sina skulder. Samtidigt har deras samlade tillgångar ökat. Sammantaget betyder detta att kreditrisken i hushållssektorn bedöms vara fortsatt låg.

<sup>32</sup> Skuldkvoten representerar i det här fallet både de hushåll som är skuldsatta och de som inte är skuldsatta. En skuldkvot som enbart baseras på skuldsatta hushåll ligger högre än den som redovisas här.

<sup>33</sup> Med löpande kostnader avses här bokkostnaden enligt HUT (Hushållens utgifter, SCB) och övriga löpande kostnader är framräknade med hjälp av Socialstyrelsens normer för nödvändiga utgifter utöver boendekostnaden.

<sup>34</sup> Till detta har SCB:s årliga undersökning över hushållens ekonomi (HEK) använts. Den senaste undersökningen genomfördes 2006. Dessa data har skrivits fram med hjälp av senare utfall från finansräkenskaperna och nationalräkenskaperna till och med 2007, samt Riksbankens prognoser för 2008.

**Prisuppgången på bostäder har fortsatt att dämpas.** Huspriserna har sjunkit med knappt en procent under februari till april jämfört med föregående tremånaders period (se diagram 2:10). Jämfört med för ett år sedan har priserna dock ökat med knappt sex procent. Utvecklingen varierar emellertid mellan regioner. I Stockholm och i Göteborg har priserna stigit något mer än genomsnittet. Priserna i Malmö har samtidigt stigit mindre än snittet. Enligt statistik från mäklare har priserna på bostadsrätter sjunkit under hela hösten, men prisutvecklingen har stabiliserats något sedan december (se diagram 2:11). Prisfallet under hösten påverkades troligtvis av det ovanligt stora utbudet av bostäder under denna period, när många ville dra nytta av de då gällande uppskovsreglerna.

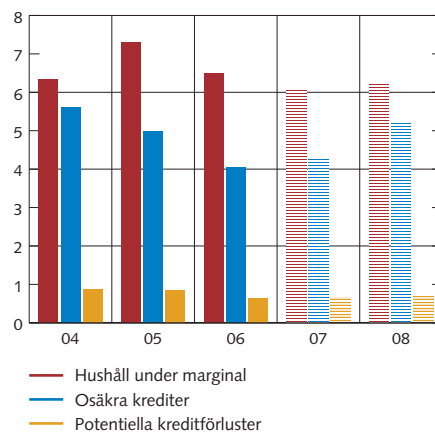
**Bostadspriserna förväntas fortsätta att stiga men i en lugnare takt.**

En av de viktigaste faktorerna för bostadsmarknaden, situationen på arbetsmarknaden, förväntas alltjämt vara god och bidra till ökade inkomster. Hushållen förväntas ha en god betalningsförmåga även i fortsättningen, trots att de högre räntorna på krediter har gjort lånekostnaden högre än den varit de senaste åren. SBAB:s enkätundersökning bland mäklare tyder på fler spekulanter per objekt, mer aktivitet i budgivningarna och kortare försäljningstid framöver. Allt detta talar för fortsatt stigande priser. Samtidigt väntas konjunkturen gå in i en lugnare fas i år, vilket i stället talar för en något dämpad prisutveckling.

**Sammanfattningsvis har hushållen goda buffertar för ökade utgifter samt god betalningsförmåga.**

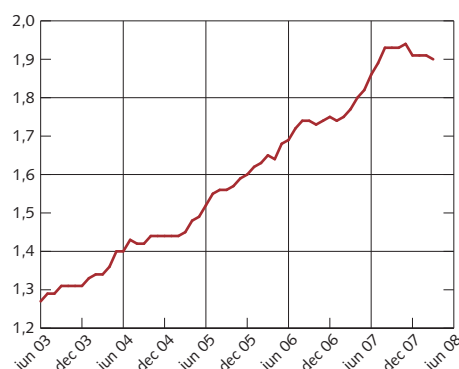
Hushållens skulder och ränteutgifter förväntas öka ytterligare något. Men ökningen väntas ske i en långsam takt, vilket i kombination med ökande inkomster gör att hushållens ekonomi bedöms vara hållbar. Risken för större kreditförluster i banksektorn är liten, även om enskilda hushåll kan ha överbelånat sig och kan få betalningssvårigheter till följd av det.

**Diagram 2:9. Hushåll under marginal, osäkra krediter och potentiella kreditförluster**  
Procent



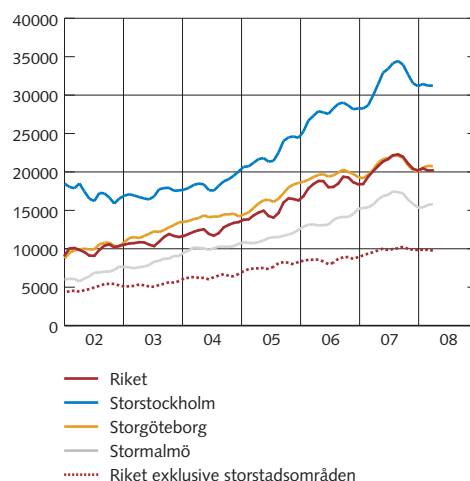
Anm. Streckade staplar avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:10. Köpeskillingskoefficient i riket**  
K/T-tal



Anm. Köpeskillingskoefficienten är fastighetens köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde, även kallat K/T-tal.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:11. Bostadsrättspriser**  
Medelpris per kvadratmeter



Källa: www.maklarstatistik.se

## Varför överger många hushåll i USA sina bostäder?

**A**ntalet betalningsinställelser och utmätningar bland hushåll med bostadslån fortsätter att öka i USA. Tydligast märks detta för subprime-låntagare. Över 17 procent av subprimelånen klassificerades som problemlån under fjärde kvartalet 2007, vilket är 4 procentenheter högre än sista kvartalet 2004.<sup>35</sup>

En viktig orsak till att antalet betalningsinställelser och utmätningar stiger är att bostadspriserna faller.<sup>36</sup> Många av de hushåll som finansierade bostadsköp med subprime-lån gjorde det med liten eller ingen kontantinsats, och med en betalningsförmåga som var beroende av fortsatt stigande huspriser. När bostadspriserna fallit har många bostadsägare upptäckt att storleken på lånet blivit större än värdet på bostaden. Annorlunda uttryckt har deras nettoförmögenhet blivit negativ. Då väljer många att lämna sitt hem och låta banken överta bostaden.

Om man överger sin bostad i USA och slutar att betala på sitt bostadslån får man en allvarig betalningsanmärkning, vilket kan försvåra möjligheten att få framtida kreditansökningar beviljade. I många delstater har man dock goda möjligheter att bli skuldfri, även om värdet på bostaden är mindre än lånet. Hushåll kan därmed i praktiken nollställa en tidigare negativ nettoförmögenhet.

Det amerikanska regelverket skiljer sig på många sätt från det svenska. En viktig skillnad är att i Sverige kvarstår ansvaret för kvarvarande skulder hos husägaren, även efter det att banken övertagit bostaden. Sålunda har ett hushåll i Sverige inget att tjäna på att överge bostaden om värdet på bostaden skulle bli mindre än storleken på lånet.

<sup>35</sup> Mortgage Bankers Association: "Delinquencies and Foreclosures Increase in Latest MBA National Delinquency Survey", pressmeddelande, 2008-03-06.

<sup>36</sup> Doms et al (2007): "Subprime Mortgage Delinquency Rates", working paper 2007-33, Federal Reserve Bank of San Francisco.

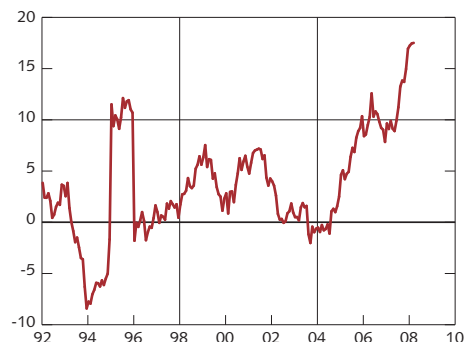
## Den svenska företagssektorn

Drygt 20 procent av de fyra största bankernas totala utlåning går till de svenska företagen. Analysen är fokuserad på företagens lönsamhet, skulduppbyggnad och kreditkvalitet för de närmaste åren.<sup>37</sup>

**Företagens upplåning har ökat i hög takt trots stigande räntor och oro på kreditmarknaderna.** I mars ökade företagens upplåning från kreditinstituten med nästan 18 procent jämfört med samma månad året före (se diagram 2:12).<sup>38</sup> Men samtidigt som upplåningen ökar snabbt finns det indikationer på att kreditvillkoren har stramats åt något även i Sverige (för USA och Europa se kapitel 1).<sup>39</sup> Företagens möjligheter att finansiera sig på värdepappersmarknaden är dock fortfarande goda (se diagram 2:13). Att företagens upplåning har ökat så mycket kan till viss del förklaras av att man har ökat sina investeringar kraftigt de senaste åren. En annan förklaring är att företagsförvärv som sker via riskkapitalbolag har ökat (se nedan om riskkapitalbolagen). Den starka kredittillväxten har lett till att företagens skulder i förhållande till totala tillgångar ökade snabbt under 2007, efter att ha fallit i flera år. Ökningen sker dock från en låg nivå (se diagram 2:14).

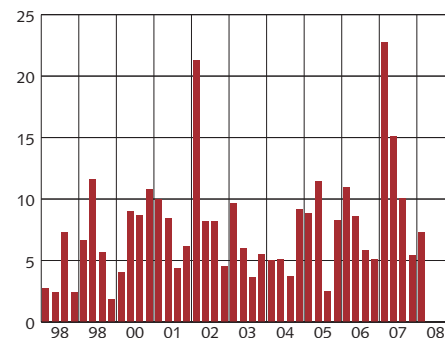
**I dagsläget utgör inte de stigande skulderna en påtaglig risk.** Företagens förmåga att betala sina skulder är god. Lönsamheten har fortsatt att förbättras till följd av en stark konjunktur och stigande vinster.<sup>40</sup> Räntetäckningsgraden i företagssektorn är hög vilket innebär att företagens intjäning med god marginal täcker deras räntekostnader

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



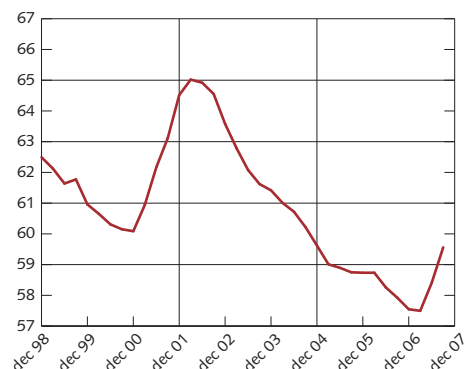
Källa: Riksbanken

Diagram 2:13. Obligationer emitterade av icke finansiella företag i SEK  
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

Diagram 2:14. Skuldsättningsgrad i svenska börsnoterade företag  
Procent



Anm. Skuldsättningsgraden definieras som skulderna i förhållande till totala tillgångar.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

37 Analysen koncentreras till de börsnoterade företagen om inget annat anges.

38 Avser kreditinstitutens totala utlåning till företag.

39 Almis låneindikator, som är en kvartalsvis enkätundersökning bland 151 kontorschefer på banker runt om i landet visar på att ett av fyra bankkontor har stramat åt kreditvillkoren under första kvartalet i år jämfört med sista kvartalet 2007. [www.almi.se](http://www.almi.se).

40 Med lönsamhet avses avkastning på totalt kapital, det vill säga rörelseresultatet i förhållande till totala tillgångar.

**Diagram 2:15. Räntetäckningsgrad i svenska börsnoterade företag**  
Kvot



Anm. Räntetäckningsgraden definieras som rörelseresultat plus finansiella intäkter i förhållande till finansiella kostnader.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

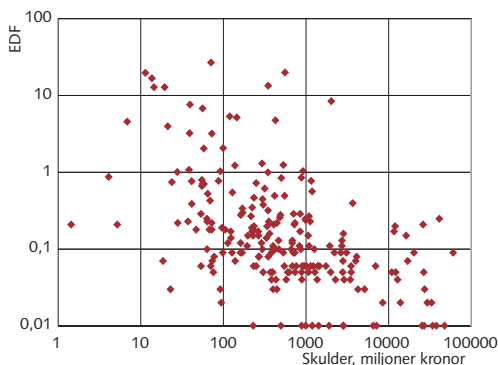
**Diagram 2:16. Kassalikviditet i svenska börsnoterade företag**  
Procent



Anm. Kassalikviditet definieras som omsättningstillgångar i förhållande till kortfristiga skulder. Är kassalikviditeten 100 procent innebär det att de kortsiktiga skulderna kan betalas av omedelbart, förutsatt att omsättningstillgångarna direkt kan omvandlas till kontanter.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

**Diagram 2:17. Skulder och förväntade konkurs-sannolikheter för börsnoterade företag**  
Procent och miljoner kronor



Anm. Avser september 2007. Som mått på konkursrisk används expected default frequency (EDF) vilket är sannolikheten att ett börsnoterat företag ska gå i konkurs inom ett år. EDF:en beräknas som sannolikheten att marknadsvärdet på företagets tillgångar understiger storleken på dess skulder när dessa förfaller. Skalorna är logaritmiska.

Källor: Bloomberg och Moody's KMV

(se diagram 2:15). Visserligen har företagens kassalikviditet som kan användas för att möta kortsiktiga betalningsåtaganden gradvis försämrats de senaste åren (se diagram 2:16). Men den är fortfarande på en nivå där företagen har god marginal att möta sina åtaganden. Den starka ekonomiska utvecklingen har också medfört att antalet konkurser fallit till historiskt låga nivåer, även om en viss ökning skett de allra senaste månaderna. De företag som har störst sannolikhet att gå i konkurs och som därmed kan ge upphov till kreditförluster i bankerna, har förhållandevis låga skulder (se diagram 2:17). Det tyder på att kreditkvaliteten överlag är god.

### De närmaste åren kommer företagens upplåning sannolikt att öka.

Men takten kommer att vara lägre eftersom investeringarna ökar långsammare när konjunkturen går in i en lugnare fas.<sup>41 42</sup> Detta ligger i linje med marknadsaktörernas förväntningar om att vinsterna kommer att fortsätta att öka, men inte lika mycket som de har gjort de senaste åren. Osäkerheten om företagens framtida intjäning har emellertid ökat sedan början av hösten. Det visar sig i att företagen värderas lägre på börsen och i en högre implicit volatilitet på aktiemarknaden (se kapital 1).

**Trots att företagens lönsamhet väntas vara fortsatt god bedöms konkurserna fortsätta att öka.** Enligt indikatorn över förväntad konkurs-sannolikhet (EDF) förväntas konkurserna bland företagen öka framöver men från en mycket låg nivå (se diagram 2:18). Det beror på att företagens kreditkvalitet gradvis väntas försämrats till följd av att konjunkturen dämpas. Dock väntas ingen dramatisk ökning av konkurserna. Indikatorn baseras enbart på börsnoterade företag, men ger en indikation på i vilken riktning konkurserna kan komma att utvecklas.

**Sammanfattningsvis är företagens finansiella ställning god.** Trots att skuldsättningen har stigit bedöms kreditkvaliteten vara god. Företagens upplåning förväntas fortsätta att öka men i lägre takt. Kreditrisken i den svenska företagssektorn väntas öka allteftersom konjunkturen dämpas. Men försämringen väntas vara måttlig.

41 I Almis låneindikator framgår det att de tillfrågade bankkontorscheferna tror att upplåningen kommer att fortsätta att öka både på kort och på lång sikt. De två senaste kvartalen är det dock något fler än tidigare som tror att bankernas utlåning kommer att minska framöver.

42 Se Penningpolitisk rapport 2008:1 för investeringsprognosen.

### Riskkapitalbolagen

Lånefinansierade företagsförvärv som sker via riskkapitalbolag har sannolikt bidragit till den höga ökningstakten i företagets upplåning. Utlåning till riskkapitalbolag utgör en liten del av bankernas totala utlåning. Däremot kan den stå för en förhållandevis stor del av nyutlåningen.

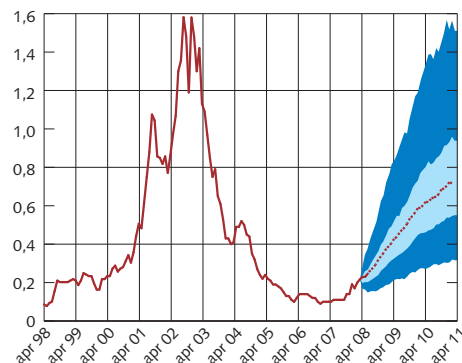
**Under 2007 ökade svenska riskkapitalbolag sina investeringar, men en tydlig dämpning märktes sista kvartalet.** Dämpningen beror troligtvis på ökad osäkerhet om den framtida konjunkturen. Svenska riskkapitalbolags företagsförvärv har ännu inte drabbats av vikande marknadslikviditet i samma utsträckning som riskkapitalbolag i övriga Europa. Svenska riskkapitalbolag finansierar sina förvärv i huvudsak genom lån i nordiska banker. De nordiska bankerna har valt att behålla lånen på de egna balansräkningarna istället för att värdepapperisera dem och distribuera dem vidare till andra banker och investerare. Det gör att de nordiska riskkapitalbolagen är mindre känsliga för rådande marknadsförhållanden än exempelvis de europeiska.

**Riskkapitalbolagen uppger att de kommer att investera lika mycket under 2008, som under 2007.** Samtidigt finns det en pessimism om den framtida konjunkturutvecklingen.<sup>43</sup> Utöver att kostnaden för finansiering blir dyrare innebär en osäkrare konjunktur att det blir svårare för företagen att avyttra de förvärvade företagen i ett senare skede. Det kan medföra att investeringar skjuts på framtiden och den dämpning som syntes under sista kvartalet 2007 fortsätter.

### Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsbolagen

Fastighetsbolagen utgör den enskilt största bransch som bankerna är exponerade emot. Omkring 40 procent av bankernas utlåning till företag går till fastighetsbolagen. En stor del av den utlåningen sker med fastigheter som säkerhet. Ett pris- och hyresfall på fastighetsmarknaden kan leda till att fastighetsbolagens intjänings- och betalningsförmåga försämras och samtidigt minskar värdet på säkerheterna. Problem i fastighetssektorn kan därmed orsaka kreditförluster i bankerna. Först redovisas utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden följt av en genomgång av fastighetsbolagens skulder och kreditkvalitet.

**Diagram 2:18. 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 procents sannolikhet bedöms hamna på, givet Riksbankens huvudscenario i Penningpolitisk uppföljning i april 2008. Intervallen speglar därmed osäkerheten kring hur EDF:en påverkas av förändringar i BNP, inflationen och i tre månaders riskfri ränta. Intervallen tar inte hänsyn till osäkerheten i de makroekonomiska variablerna.

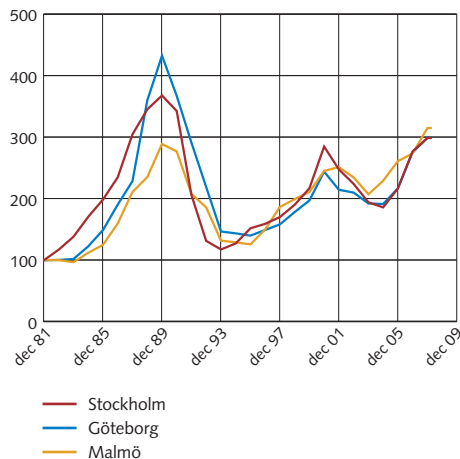
Källor: Moody's KMV och Riksbanken

<sup>43</sup> Se Svenska Riskkapitalföreningens, Innovationsbron och Nuteks kvartalsundersökning om Riskkapitalbolagens aktiviteter och finansiering i tidiga skeden för kvartal fyra och helåret 2007. [www.svca.se](http://www.svca.se).



**Diagram 2:19. Reala priser för kontorslokaler i citylägen**

Index: 1981 = 100

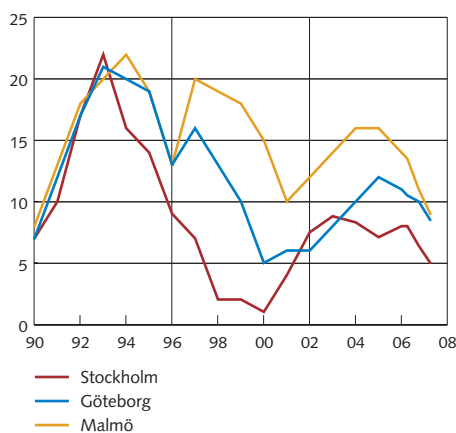


Anm. För att ta hänsyn till inflationen är priserna deflaterade med KPI. Det gör det möjligt att jämföra priserna över tiden.

Källor: Newsec och Riksbanken

**Diagram 2:20. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen**

Procent



Källor: Newsec och Riksbanken

## DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

**Aktiviteten på den svenska fastighetsmarknaden har dämpats något.**

Under 2007 uppgick investerat belopp till nästan 150 miljarder kronor, vilket är något lägre än året före. Dämpningen skedde under sista kvartalet 2007 när oroligheterna på finansmarknaderna och stigande räntor fick genomslag. Delvis beror det på att andelen utländska investerare minskade under slutet av 2007. Andelen utländska investerare har länge varit stor på den svenska fastighetsmarknaden. En förklaring till att de inte har varit lika aktiva den senaste tiden är troligtvis att de drabbats hårdare av den globala finanskrisen. Högt belånade investerare verkar också ha dragit sig tillbaka till följd av de stigande räntorna. Samtidigt har mer kapitalstarka investerare som exempelvis pensionsfonder och statliga investeringsfonder stått för en större andel av investeringarna.<sup>44</sup> Även om aktiviteten har dämpats väntas intresset för den svenska fastighetsmarknaden vara fortsatt stort det närmaste året.<sup>45</sup>

**Den kraftiga prisuppgången på kontorslokaler har dämpats något i****Stockholm och Göteborg.**

Även om prisuppgången på kontorslokaler har avtagit något sedan början av 2007, är ökningstakten fortfarande relativt hög i både Stockholm och Göteborg. Under första kvartalet 2008 steg de nominella priserna med åtta procent i Stockholm och med sex procent i Göteborg jämfört med samma period året före. I Malmö har prisökningen däremot tilltagit de två senaste kvartalen. Under första kvartalet 2008 steg priserna med elva procent jämfört med samma period året före. Sett till de reala priserna har de stigit med omkring fem respektive tre procent i Stockholm och Göteborg under första kvartalet 2008 jämfört med samma kvartal året innan. I Malmö steg priserna med åtta procent under motsvarande period (se diagram 2:19).

**Andelen outhyrda lokaler, vakansgraden, har sjunkit.**

Under 2007 och början av 2008 har vakansgraden minskat snabbt i centrala delar i de tre storstäderna (se diagram 2:20). Att lokalerna är mer välfyllda beror på den goda konjunkturen och den ökade sysselsättningen. I städernas ytterområden är det däremot fortfarande förhållandevis svårt att fylla lokalerna. I samtliga storstadsområden har nybyggnationen tagit fart. Antalet lokaler beräknas därför att öka de närmaste åren. Större delen av ytan är redan uthyrd med undantag från ett fåtal projekt i Stockholms innerstad.<sup>46</sup>

**Lägre vakansgrader har medfört att hyrorna har ökat snabbare än ti-**

**digare i samtliga storstadsregioner.** De nominella hyrorna ökade med tio procent i Stockholm under det första kvartalet jämfört med samma

<sup>44</sup> Enligt kontakter med marknadsaktörer och Newsec Nordic Spring Report 2008. Första halvåret 2007 stod utländska investerare för drygt 60 procent av investerat belopp vilket kan jämföras med 40 procent andra halvåret 2007.

<sup>45</sup> Se Newsec Nordic Spring Report 2008.

<sup>46</sup> Se exempelvis Newsec Nordic Spring Report 2008.



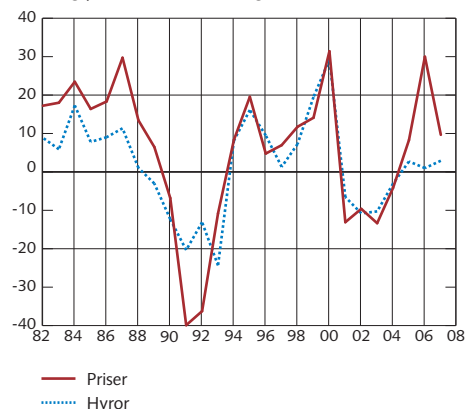
period året före. I Göteborg och Malmö var ökningstakten fem respektive sju procent. Det är främst för moderna lokaler i centrala lägen som hyrestillväxten har tagit fart. Men trots att hyrorna nu ökar snabbare har de inte motsvarat prisökningarna i samma utsträckning som i slutet av 1990-talet. Det märks exempelvis tydligt på marknaden för kontorslokaler i Stockholm (se diagram 2:21).

**Även om hyrorna ökade under 2007 drevs priserna troligtvis också av låga riskpremier.** Priset på en kommersiell fastighet bestäms av de förväntade framtida hyresintäkterna, diskonterade med ett avkastningskrav. Avkastningskravet består av en riskfri ränta och en riskpremie. Om hyresförväntningarna ökar leder detta till att priserna på kommersiella fastigheter stiger. På samma sätt leder ett högre avkastningskrav till att priserna sjunker. Genom att kombinera faktiska utfall på hyror och den riskfria räntan med antaganden om den förväntade hyresutvecklingen kan prisförändringen delas upp mellan två perioder. På så sätt går det att förklara hur mycket av prisförändringen som beror på förändringar i faktiska hyror, hur mycket som beror på hyresförväntningar respektive på den riskfria räntan. Den del av prisförändringen som återstår att förklara antas bero på förändringar i den riskpremie som investerarna kräver. En sådan uppdelning indikerar att fallande riskpremier varit en bidragande orsak till att priserna steg på kommersiella fastigheter under 2006 och 2007. Därmed skiljer sig de senaste årens prisuppgång från den som inleddes i slutet av 1990-talet. Då var det hyrorna som i stort sett ensamma bidrog till prisökningen i Stockholms innerstad (se diagram 2:22).<sup>47</sup>

**Sedan oron på finansmarknaderna inleddes under andra halvåret 2007 har riskpremierna generellt stigit på fastighetsmarknaderna internationellt.** Det har varit allra tydligast i Storbritannien. Där har stigande riskpremier medfört att priserna på kommersiella fastigheter nu faller (se ruta om kommersiella fastigheter i omvärlden). Spridningsriskerna mellan länder har också ökat de senaste åren. Det är en följd av att fastighetsmarknaderna har blivit mer integrerade och en del av de internationella kapitalmarknaderna. Utländska investerare på den svenska fastighetsmarknaden kan följaktligen sälja fastigheter här för att täcka förluster i ett annat land, eller tvärtom. Priserna kan därför ändras snabbt även utan att de underliggande inhemska faktorerna har förändrats.

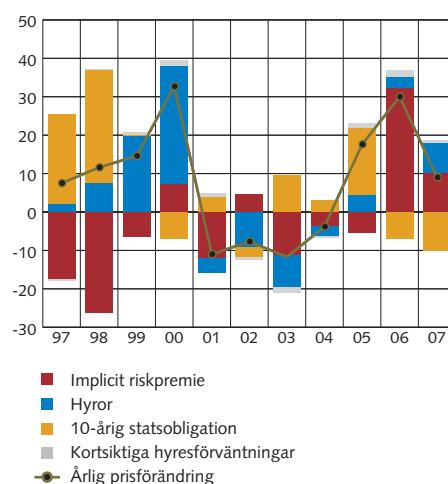
**Även på den svenska fastighetsmarknaden finns det tecken på att investerarna börjar höja priset på risk.** Det gäller främst fastigheter i sämre lägen och i mindre städer, enligt kontakter med marknads-

**Diagram 2:21. Reala priser och hyror för kontorslokaler i Stockholms cityläge**  
Årlig procentuell förändring



Anm. För att ta hänsyn till inflationen är priserna deflaterade med KPI. Det gör det möjligt att jämföra priserna över tiden.  
Källor: Newsec och Riksbanken

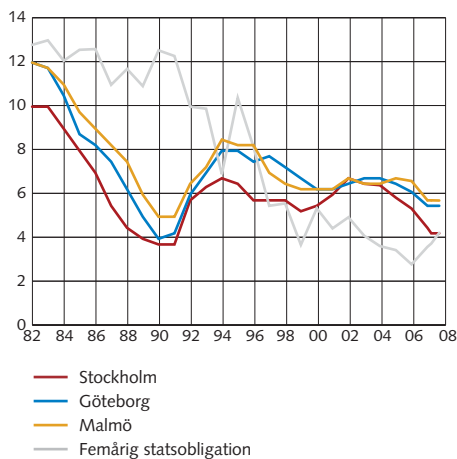
**Diagram 2:22. Bidragskomponenter till årlig prisförändring för kontor i Stockholms cityläge**  
Procent



Anm. De kortsiktiga hyresförväntningarna förväntas följa hushållens inflationsförväntningar plus två procentenheter. Priser avser kvadratmeterpriser på kontor i Stockholm innerstad och hyrorna avser kvadratmeterhyror i samma område.  
Källor: Newsec, Reuters EcoWin och Riksbanken

<sup>47</sup> Uppdelningen är beroende av vilka antaganden som görs om hyresförväntningarna. Om exempelvis investerarnas hyresförväntningar är högre än vad som antas innebär det att metoden överdriver riskpremiens betydelse för prisförändringen. Metoden ska därför tolkas som en kvalitativ indikator om prisutvecklingens drivkrafter, snarare än ett försök att exakt siffrasätta hur mycket varje enskild faktor har bidragit till prisökningarna. För en närmare beskrivning av metoden, se Bank of England Financial Stability Report, december 2005.

Diagram 2:23. Genomsnittligt direktavkastningskrav på kontorslokaler i citylägen  
Procent



Källor: Newsec och Reuters EcoWin

aktörer. Det innebär att avkastningskraven för dessa typer av fastigheter har stigit. I Stockholms innerstad kräver investerarna däremot fortfarande inte högre avkastning än vad en riskfri femårig statsobligation ger (se diagram 2:23). Det är dock möjligt att avkastningskraven har stigit men att det ännu inte syns i statistiken.

**Hur priserna kommer att utvecklas framöver beror delvis på hyresutvecklingen.** Ökade hyror framöver kan bidra till att hålla uppe priserna. Vad som händer med hyresnivåerna avgörs till stor del av den framtida makroekonomiska utvecklingen. Resursutnyttjandet är fortfarande högt och sysselsättningen ökar fortfarande, främst inom tjänstesektorn som är en kontorsintensiv bransch. Det kan bidra till en fortsatt hög efterfrågan på lokaler. Att vakanserna redan minskat förhållandevis mycket gör det möjligt att ta ut högre hyror. Men samtidigt kommer utbudet av kontorsyta att öka framöver. Trots att större delen av ytan i pågående projekt är uthyrt innebär det att vakanserna kommer att öka bland de äldre lokalerna. En ökad efterfrågan behöver därmed inte få effekt på den sammantagna vakansgraden. Det som samtidigt talar mot stigande priser är att riskpremierna tycks vara på väg upp. Allt annat lika borde det pressa ner priserna.

**Det finns en risk att förväntningarna på framtida hyror är för högt ställda.** Enligt Riksbankens huvudscenario för de närmaste åren dämpas den ekonomiska aktiviteten gradvis så att konjunkturläget normaliseras. Allt eftersom konjunkturen går in i ett lugnare läge minskar utrymmet för att ta ut högre hyror. Osäkerheten om konjunkturutsikterna är emellertid stora och har ökat sedan den senaste stabilitetsrapporten. Riskerna är att konjunkturen viker snabbare än förväntat och att de förväntningar som investerarna har inte infrias. Det kan, i kombination med stigande riskpremier, leda till betydande priskorrigeringar på fastigheter. I en sådan situation kan även likviditeten på marknaden snabbt minska, vilket kan ge en ytterligare nedåtpress på priserna.

## FASTIGHETSBOLAGEN

**De svenska fastighetsbolagens upplåning fortsatte att öka under andra halvåret 2007.** Det speglar den höga aktiviteten på den kommersiella fastighetsmarknaden. I de börsnoterade bolagen, där bäst statistik finns tillgänglig, har räntebärande skulder ökat under 2007. Skuldsättningsgraden, det vill säga räntebärande skulder i förhållande till eget kapital, är däremot i det närmaste oförändrad. Samtidigt har fastighetsbolagens resultat förbättrats. Driftnettot, det vill säga skillnaden mellan hyror och drift- och underhållskostnader, förbättrades under 2007 för 15 av 18 börsnoterade fastighetsbolag. Bland de onoterade fastighetsbolagen ökade emellertid konkurserna under 2007. Det kan indikera att intjäningen var sämre i dessa bolag. Ökningen sker emellertid från en låg nivå och det är uteslutande fastighetsbolag med få anställda som har gått i konkurs.

**Osäkerheten om den framtida intjäningen på kontorsmarknaden speglas i fallande kurser på fastighetsaktier.** Kurserna på fastighetsaktier började falla under våren 2007. Efter årsskiftet steg de igen, vilket troligen speglade bolagens starka resultaträkningar. Värderingen av de noterade fastighetsbolagen i termer av P/E-tal ligger dock på den lägsta nivån sedan fem år tillbaka.<sup>48</sup> Samtidigt väntas kreditkvaliteten försämrans något det närmaste året.<sup>49</sup>

**En sämre ekonomisk utveckling och fallande fastighetspriser skulle försvaga fastighetsbolagens resultat och balansräkningar.** Då ökar också konkursrisken inom fastighetssektorn. Fallande fastighetspriser urholkar också värdet av de säkerheter som bankerna har fått när de lånat ut till fastighetsförvaltning. Sammantaget verkar dock de stora kommersiella fastighetsbolagen klara fallande fastighetspriser och en svagare ekonomisk utveckling motsvarande den i början av 2000-talet. Räntetäckningen är hög och det finns goda marginaler mot en nedgång.

<sup>48</sup> P/E-tal (price/earnings) beskriver priset på en aktie i förhållande till förväntad vinst.

<sup>49</sup> Enligt den framåtblickande indikatorn EDF. Den speglar sannolikheten att marknadsvärdet på företagens tillgångar ska understiga värdet på deras skulder när dessa förfaller.

**E**fter att ha stigit kraftigt i flera år har priserna på kontorsfastigheter nu mattats i ett flertal länder. Dämpningen inleddes i slutet av 2006 och fortsatte 2007 när priset på risk, riskpremien, snabbt steg till följd av oron på de internationella finansmarknaderna.

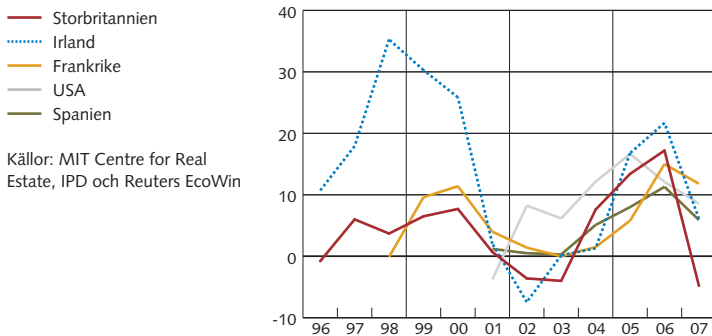
Även om kontorspriserna fortfarande ökar i länder som Spanien, Irland och Frankrike är avmattningen tydlig (se diagram R6). I Storbritannien däremot har finansorn inneburit snabbt stigande avkastningskrav under hösten och att priserna på fastigheter nu har fallit kraftigt (se diagram R6 och R8).

I USA började avmattningen av kontorspriserna redan under 2005 (se diagram R6). Men under hösten ökade oron för en kraftig prisnedgång på kommersiella fastigheter liknande den som hade skett för bostäder. Osäkerheten på marknaden speglades bland annat i prissättningen på så kallade kreditderivat, som skyddar mot inställda betalningar på kommersiella fastighetslån. Premien på dessa kontrakt steg markant till följd av att efterfrågan på kontrakt ökade. Det gällde oavsett vilket kreditbetyg lånen hade.

Fortfarande ökar emellertid kontorspriserna med runt tio procent per år i ett antal andra länder. Det gäller exempelvis Norge och Danmark. Därmed skiljer sig kontorspriserna från andra delar av den danska fastighetsmarknaden där prisbildningen varit mer dämpad. I Sverige och Nederländerna har uppgången i kontorspriserna bromsat upp. I Tyskland har kontorspriserna fallit sedan år 2000, och utvecklingen därmed gått emot trenden med stigande kontorspriser (se diagram R7).

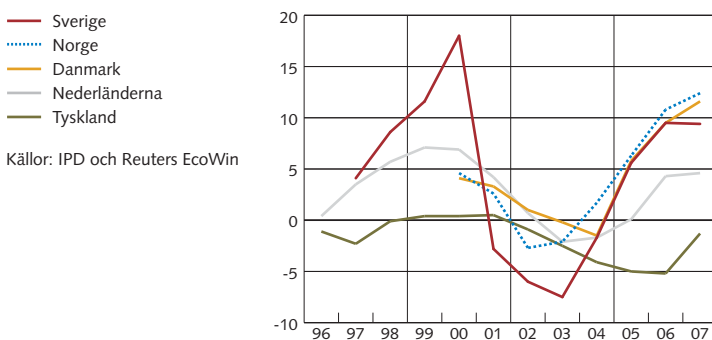
Att priserna på kommersiella fastigheter stigit kraftigt under en lång period kan förklaras av en stark global konjunktur och låga räntor. Men till skillnad mot tidigare prisuppgångar har inte hyrorna ökat i samma utsträckning som priserna. Ett exempel på det är att mellan åren 2004 och 2006 steg priserna på kontorsfastigheter med 32 procent i Storbritannien och 42 procent i Irland. Hyrorna ökade däremot med 7 respektive 4 procent. Därför är det troligt att priserna till största del har drivits av att investerarnas krav på avkastning har minskat. När de riskfria räntorna började stiga igen för ett par år sedan fortsatte avkastningskraven att minska. Det innebar att investerarna krävde en allt lägre kompensation för risk. Under denna period föll riskpremien på allehanda tillgångar.

**Diagram R6. Priser på kontorsfastigheter**  
Årlig procentuell förändring



Källor: MIT Centre for Real Estate, IPD och Reuters EcoWin

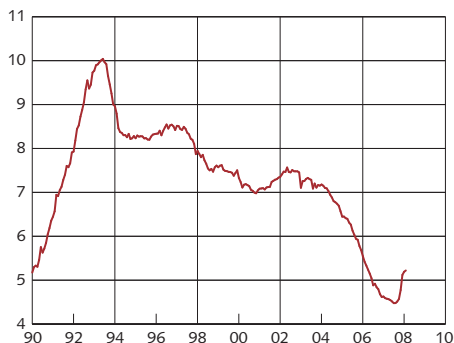
**Diagram R7. Priser på kontorsfastigheter**  
Årlig procentuell förändring



Källor: IPD och Reuters EcoWin

Vad som också kan ha drivit priserna är att fastigheter de senaste åren har gått från att vara en real tillgång till att vara en finansiell tillgång på de internationella marknaderna. Nya instrument har introducerats, exempelvis fastighetsderivat. Med hjälp av dessa kan aktörer ta positioner på fastighetsmarknaden utan att behöva köpa och sälja fysiska fastigheter. Denna utveckling har gjort fastighetsmarknaden mer känslig för utvecklingen på de internationella kapitalmarknaderna. Kapitalmarknaderna fungerar både som finansieringskälla och som en försäljningsplats för de fastighetskrediter som har värdepapperiserats.<sup>50</sup> I Storbritannien är just kopplingen till kapitalmarknaderna, troligtvis en viktig förklaring till såväl de senaste årens kraftiga prisuppgång som det snabba prisfallet. Investerarnas sviktande förtroende för värdepapper med kommersiella fastighetslån som underliggande tillgång har medfört att det har blivit svårare att finansiera fastighetsinvesteringar genom kapitalmarknaderna. Marknaden för värdepapperiserade kommersiella fastighetslån har i det närmaste upphört. Det har bidragit till att dämpa aktiviteten på fastighetsmarknaden och att fastighetspriserna fallit.

Diagram R8. Avkastningskrav för kontorsfastigheter i Storbritannien  
Procent

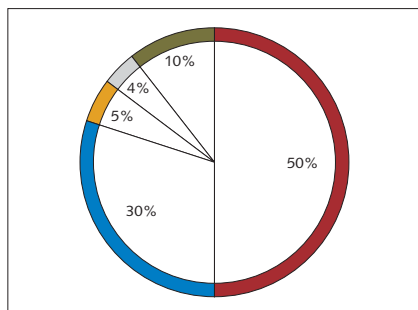


Källor: IPD och Reuters EcoWin

Det senaste årets prisdämpning på fastighetsmarknaden kommer med största sannolikhet att fortsätta allt eftersom konjunkturen dämpas. Det finns också en risk att utvecklingen sprids till de länder som ännu inte har sett en tydlig uppbromsning. Ytterst beror utvecklingen på den internationella reala ekonomin och på händelserna på de finansiella marknaderna. Men troligtvis kommer de fastighetsmarknader med högst beroende av de finansiella marknaderna få se de största priskorrigerarna. Utvecklingen i Storbritannien tyder på det.

50 Värdepapperisering innebär att fastighetskrediter placeras i ett särskilt bolag som finansieras genom att ge ut obligationer på marknaden.

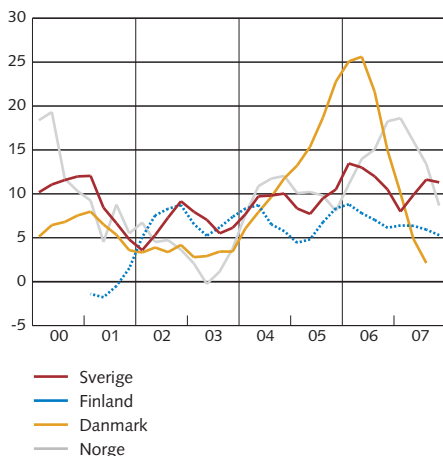
Diagram 2:24. Geografisk fördelning av storbankernas utlåning 2007  
Procent



- Sverige
- Övriga Norden
- Baltiska länderna
- Tyskland
- Övriga världen

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 2:25. Huspriser i Norden  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, BIS, Realkreditrådet och Reuters EcoWin

## De svenska bankernas låntagare i utlandet

De svenska bankerna blir allt mer aktiva utanför Sverige. I dagsläget går nästan hälften av utlåningen till utlandet (se diagram 2:24). Huvuddelen går till övriga Norden, Tyskland och de baltiska länderna. Utlåning till låntagare i de baltiska länderna utgör en växande andel av bankernas totala utlåning och intjäning.

### NORDEN UTOM SVERIGE

**Konjunkturen i övriga nordiska länder, med undantag av Norge, har bromsat in efter en period med stark ekonomisk uppgång.** I Danmark dämpades konjunkturen redan under det första halvåret 2007. I Finland började tillväxten att vika först mot slutet av året. Även i Norge väntas konjunkturen dämpas de närmaste åren.<sup>51</sup>

**Sedan en tid tillbaka ökar huspriserna i Norden i en långsammare takt än tidigare** (se diagram 2:25). Precis som i Sverige har huspriserna i Norden stigit kraftigt de senaste tio åren. En stor del av denna uppgång beror på en hög och stabil ekonomisk tillväxt och inte minst låga räntor. Men det senaste året har huspriserna mattats av betydligt, framför allt i Danmark och i Norge. I Danmark sjönk priserna under första kvartalet i år. Priserna på lägenheter har fallit med runt 10 procent det senaste året, framför allt i Köpenhamnsregionen. Orsaken till att bostadsmarknaden kylts av är framför allt högre räntor på bolån, men också en dämpad konjunktur.

**Avkylningen på bostadsmarknaden dämpar ökningstakten i hushållens upplåning.** Under inledningen av 2008 ökade hushållen i Danmark, Norge och Finland sin upplåning med mer än 10 procent. Det är en dämpning jämfört med ökningen under 2006 och 2007.<sup>52</sup> Hushållens ekonomiska situation är fortsatt god och de disponibla inkomsterna har utvecklats starkt. Arbetslösheten väntas emellertid stiga gradvis, men från en låg nivå. I Norge var arbetslösheten historiskt låg, 2,1 procent i december 2007.

**Liksom i Sverige fortsätter företagens upplåning att stiga.** Den starka konjunkturen i Norden de senaste åren har lett till stigande vinster hos företagen. Den goda vinstutvecklingen medförde att antalet konkurser minskade under 2007, med undantag för Danmark där en viss ökning noterats.<sup>53</sup> Indikatorn över förväntade konkurser (EDF) tyder på att konkursrisken kommer att öka något under det närmaste året (se diagram 2:26).

<sup>51</sup> Se Norges bank; Pengopolitisk rapport 1/2008.

<sup>52</sup> Se Danmarks Nationalbank; Kvartalsöversikt 2008, 1. kvartal, Norges bank; Pengopolitisk rapport 1/2008, Finlands bank; Penningmängds- och bankstatistik, Årsöversikt 2007.

<sup>53</sup> Källa: Soliditet.

## TYSKLAND

**I Tyskland tog tillväxten överraskande ny fart under inledningen av 2008.** Tillväxten drevs främst av ökade investeringar och till viss del av ökad privat konsumtion. Samtidigt sjönk arbetslösheten och de disponibla inkomsterna ökade något.

**Trots att inkomsterna utvecklats gynnsamt var tyska hushåll återhållsamma med att ta nya lån under 2007.** De tyska hushållens upplåning minskade med en procent under 2007. Därmed fortsätter skuldsättningen i tyska hushåll att öka långsammare än i de nordiska länderna. Den långsamma skuldökningen sammanfaller med att huspriserna i Tyskland i stort sett varit oförändrade under de senaste tre åren.

**Företagens upplåning ökade däremot med 8 procent under 2007.**

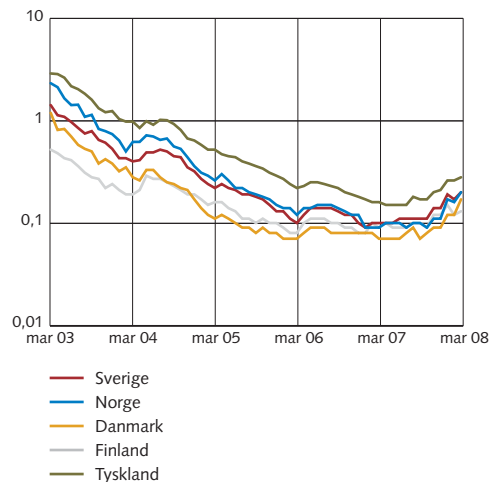
Det är en högre ökningstakt än den som varit under de senaste åren. Trots den relativt starka tillväxten i Tyskland under senare år har företagens upplåning minskat under flera år och ökade endast svagt under 2006. Konkursrisken kommer att öka något under det närmaste året enligt indikatorn EDF (se diagram 2:26).

## DE BALTISKA LÄNDERNA

**Flera år av snabb ekonomisk tillväxt i de baltiska ekonomierna tycks nu gå mot sitt slut.** Under det sista kvartalet under 2007 och det första kvartalet 2008 avtog den ekonomiska tillväxten hastigt (se diagram 2:27).<sup>54</sup> I samtliga länder tyder data på att tillväxten mellan sista kvartalet 2007 och första kvartalet 2008 var negativ.<sup>55</sup> Avkylningen i de baltiska länderna förväntas att fortgå under 2008. Det återspeglas bland annat i indikatorer på konsumenternas framtidsoptimism som fallit kraftigt sedan fjolåret (se diagram 2:28).

Inbromsningen beror i första hand på att den inhemska efterfrågan ökar mindre än tidigare. Samtidigt minskar importtillväxten, vilket gör att de stora underskotten i bytesbalanserna inte fortsätter att öka (se diagram 2:29). I takt med att konjunkturen försämras är det också troligt att antalet konkurser och betalningsinställelser ökar.

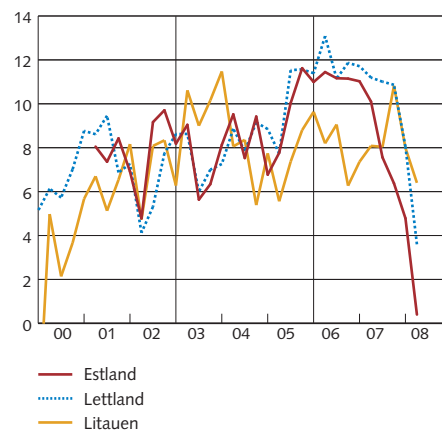
**Diagram 2:26. Förväntade konkurssannolikheter för börsnoterade icke-finansiella företag i Norden och Tyskland**  
Procent



Anm. Skalan i diagrammet är logaritmisk.

Källa: Moody's KMV

**Diagram 2:27. BNP-tillväxt**  
Årlig procentuell förändring



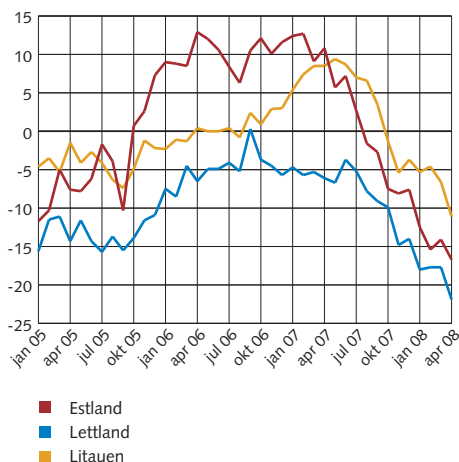
Källor: Reuters EcoWin och Riksbankens beräkningar

<sup>54</sup> BNP siffrorna för första kvartalet 2008 är preliminära, s.k. "flashestimater", och därför vanligtvis mer osäkra.

<sup>55</sup> I Lettlands fall finns det inga officiella säsong- och kalenderkorrigerade uppskattningar av BNP första kvartalet 2008.



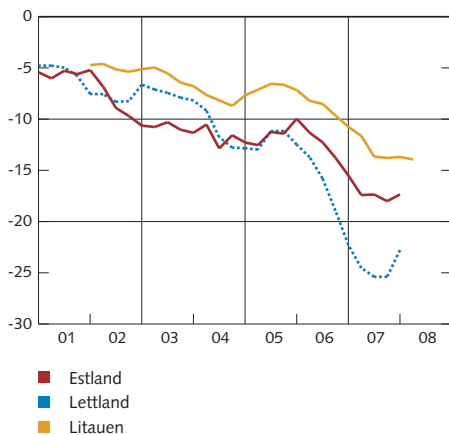
Diagram 2:28. Konfidensindikator för konsumenter Netttotal, procent



Anm. Konfidensindikatorn är en sammanvägning av olika frågor om den egna ekonomiska situationen och det generella ekonomiska läget de kommande tolv månaderna. Nettotalet är definierad som andelen respondenter som svarar positivt minus andelen respondenter som svarat negativt.

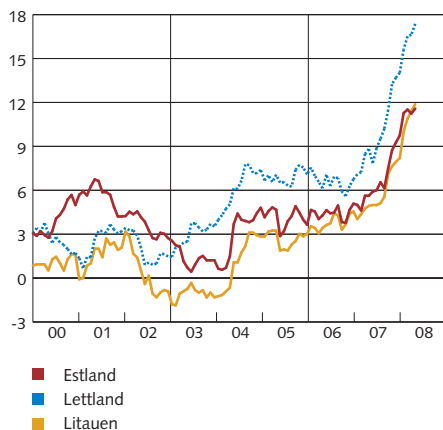
Källa: EU-kommissionen

Diagram 2:29. Bytesbalans  
Procent av BNP, summerat över fyra kvartal



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:30. Harmoniserat index för konsumentpriser  
Årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

**Exporten utgör en stor del av BNP för de baltiska länderna.** I Estland motsvarar exporten cirka 75 procent av BNP, och i Lettland och Litauen ungefär hälften. En riskfaktor är att en betydande del av de baltiska ländernas internationella handel utgörs av handel mellan de baltiska länderna (se tabell 2:1). Därmed är länderna sårbara för en kraftig konjunkturedgång i något av grannländerna, eftersom detta skulle få en direkt påverkan på det egna landets export. Lönerna har ökat snabbt i alla de tre baltiska länderna under 2007. Att många unga har valt att flytta utomlands har lett till ett minskat utbud av arbetskraft. Bristen på kvalificerad arbetskraft har drivit upp lönerna. Hittills har exporten i de baltiska länderna klarat sig bra, men om lönerna fortsätter att öka i samma takt som tidigare kommer konkurrenskraften förr eller senare att urholkas.

Tabell 2:1. De fem viktigaste handelspartners (export) i de baltiska länderna  
Exportandelar i procent

Estland	Lettland	Litauen
Finland (18)	Litauen (15)	Ryssland (15)
Sverige (13)	Tyskland (10)	Lettland (13)
Lettland (11)	Estland (13)	Tyskland (11)
Ryssland (9)	Ryssland (9)	Polen (6)
Litauen (6)	Storbritannien (8)	Estland (6)

Källor: Nationella statistiska centralbyråer

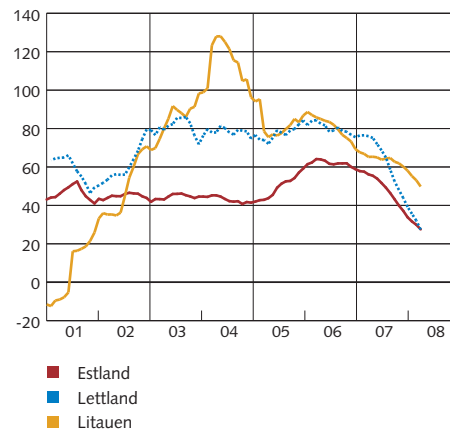
**Inflationen i de baltiska länderna har stigit markant den senaste tiden.** I Lettland var inflationen drygt 17 procent i april och något lägre i Estland och Litauen (se diagram 2:30). I varierande grad beror den höga inflationen på högre matpriser, högre energikostnader samt förändringar i olika avgifter. De baltiska länderna har en stor andel livsmedel i KPI. Mot bakgrund av den senaste tidens kraftigt stigande livsmedelpriser är detta ett orosmoment. Samtidigt har mat- och energipriser historiskt visat sig vara volatila. Därför kan inflationsimpulserna från dessa komponenter vara av en mer tillfällig karaktär. Inte desto mindre har hög inflation en tendens att bita sig fast. Den höga inflationen kan också påverka konkurrenskraften negativt.



**Den svagare efterfrågan har tillsammans med något stramare kreditvillkor inneburit att kredittillväxten minskat.** Detta märks tydligast i Estland och Lettland (se diagram 2:31 och 2:32). I grunden är detta en positiv utveckling eftersom de senaste årens anmärkningsvärt höga tillväxttakter inte var långsiktigt hållbara. Samtidigt är det inte bra om kredittillväxten avtar för fort eftersom det kan bidra till att ytterligare försvaga det makroekonomiska läget. En stor del av utlåningen till den privata sektorn sker i utländsk valuta (se diagram 2:33).

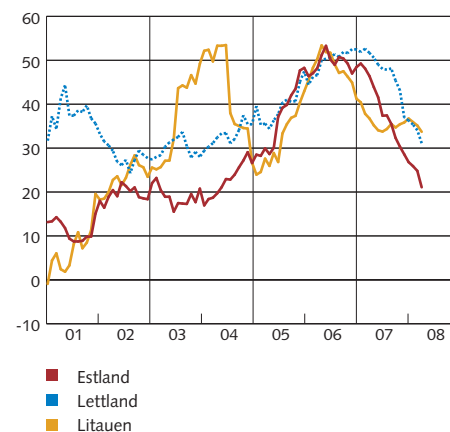
**Den långsammare kredittillväxten sammanfaller med en dämpning på bostadsmarknaden.** Mellan våren 2007 och våren 2008 föll bostadspriserna med 17 procent i Riga och med 11 procent i Tallinn, medan bostadspriserna i Litauen var i stort sett oförändrade.<sup>56</sup> Dock förväntar sig både banker och hushåll att bostadspriserna kommer att falla i Litauen under 2008. I samtliga länder verkar dock den kommersiella fastighetsmarknaden vara stabil. De senaste årens snabba kredittillväxt har lett till att hushållens och företagens skulder ökat i förhållande till BNP (se diagram 2:34 och 2:35). När konjunkturen nu går in i en svagare fas kommer den privata sektorns skuldsättning i förhållande till BNP att öka långsammare eller att till och med att falla. På längre sikt är det dock troligt att skulder i förhållande till BNP kommer att fortsätta att öka allt eftersom inkomstnivåerna mellan de baltiska staterna och de gamla EU-länderna konvergerar.

**Diagram 2:31. Hushållens upplåning i de baltiska länderna**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Nationella centralbanker

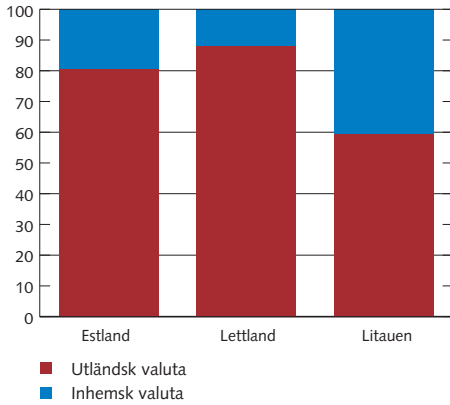
**Diagram 2:32. Företagens upplåning från kreditinstitut i de baltiska länderna**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Nationella centralbanker

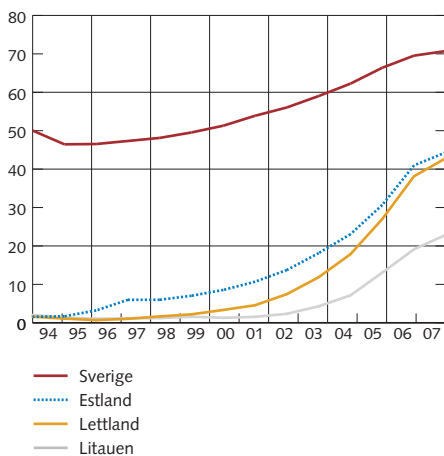
<sup>56</sup> Det finns ofta skillnader i hur bostadspriser mäts i olika länder. Det gör att det är olämpligt att göra direkta jämförelser mellan länder, i synnerhet för kortare tidsperioder.

Diagram 2:33. Andelar av utestående utlåning till privat sektor i utländsk respektive inhemsk valuta, mars 2008  
Procent



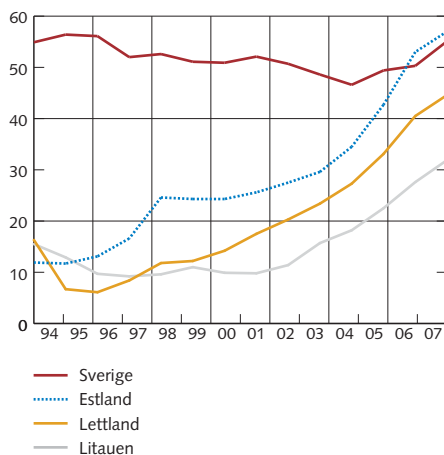
Källor: Nationella centralbanker

Diagram 2:34. Hushållens skulder i förhållande till BNP i de baltiska länderna och i Sverige  
Procent



Källor: Nationella centralbanker

Diagram 2:35. Företagens utestående kreditvolym i de baltiska länderna och i Sverige i förhållande till BNP  
Procent



Källor: Nationella centralbanker

## Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn

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

**Det finns en risk att den pågående avkyllningen övergår i en mer uttalad konjunktursvacka.** En kraftig konjunktur nedgång i de baltiska länderna minskar kreditvärdigheten hos både företag och hushåll. Ett sådant scenario skulle påverka de svenska banker som har en betydande verksamhet i de baltiska länderna, SEB och Swedbank. Förutom en sämre kreditvärdighet hos låntagarna skulle även bankernas intjäning påverkas negativt.<sup>57</sup> Bostäder och andra fastigheter ställs ofta som säkerheter för lån. Ett prisfall på bostäder och fastigheter innebär att värdet på bankernas säkerheter faller. En ytterligare källa till oro är att en kraftig nedgång i något av länderna kan få investerarna att omvärdera risk i hela regionen. Det kan leda till att banker som är verksamma i dessa länder möter försämrade villkor för finansiering.

**Bland svenska företag finns de främsta riskerna hos fastighetsbolagen.** Mycket tyder på att fastighetsägare har högt ställda förväntningar på att kunna fortsätta ta ut högre hyror än tidigare. En sådan utveckling är dock beroende av en gynnsam konjunkturutveckling. Osäkerheten om konjunkturen är stor och har ökat sedan senaste stabilitetsrapporten. Det finns därmed en risk att förväntningarna inte infrias fullt ut, vilket riskerar att leda till prisnedgångar på marknaden för kommersiella fastigheter. Betydande prisfall på fastighetsmarknaden drabbar i första hand fastighetsägare, som är en betydande låntagargrupp för svenska banker. Dessutom fungerar fastigheterna ofta som pant till lån, vilka minskar i värde vid en prisnedgång.

<sup>57</sup> Se vidare i avsnittet om bankerna.

### Utvecklingen i bankerna – i korthet

De svenska bankerna har en god motståndskraft. Buffertarna mot oväntade händelser är goda efter flera år av hög intjäning och låga kreditförluster. Svenska banker har, till skillnad från många banker internationellt, inte haft några stora problem till följd av den finansiella krisen. Det hänger samman med att svenska banker inte i någon nämnvärd utsträckning har varit exponerade mot de typer av strukturerade instrument som fallit kraftigt i värde.

Eftersom det inte har funnits någon specifik misstro mot svenska banker har de haft god tillgång till marknader för finansiering, både i Sverige och internationellt. Effekterna för bankerna har främst varit att vissa räntebärande tillgångar sjunkit i värde och att kostnader för finansiering har ökat.

Kreditrisken, vilken är en av de största riskerna för bankerna, har stigit något under det senaste halvåret. Det beror främst på att bankernas utlåning har ökat. De marginaler bankerna tar vid utlåning till företag är dessutom låga i ett historiskt perspektiv. Den ökade kreditrisken bekräftas också av de stresstester som Riksbanken genomför. Samtidigt har bankernas kreditförluster nu börjat stiga, efter att ha minskat under flera år. Den ökade kreditrisken balanseras dock till viss del av att bankerna har ökat sitt kapital.

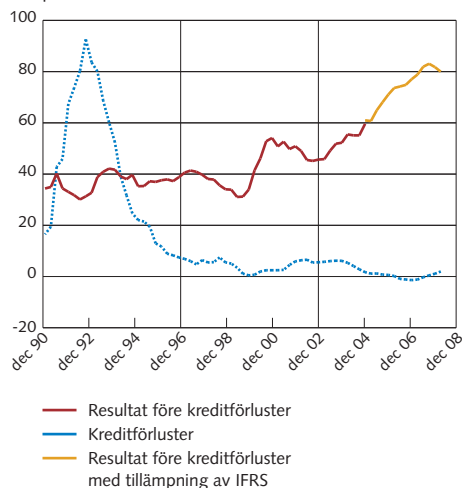
Den makroekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna utgör en betydande risk för svenska banker. Utlåningen till de baltiska låntagarna har fortsatt att växa under det senaste året, även om det finns tydliga indikationer på att utlåningen inte längre ökar lika kraftigt som tidigare. Tillväxten i dessa länder bromsar nu snabbt. En mer uttalad konjunktursvacka skulle märkbart påverka de svenska banker som har en betydande verksamhet där.

Riksbankens analys koncentrerar sig på de fyra storbankerna, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Det är i första hand dessa banker som har betydelse för stabiliteten i det svenska finansiella systemet. Tillsammans står de för cirka 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, även deras utländska verksamhet.<sup>58</sup>

I kapitlet 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 marknads-

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

**Diagram 3:1. Resultat före kreditförluster samt kreditförluster, netto, i storbankerna**  
 Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor, fasta priser, 2008-03-31



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

riskerna. Vidare analyseras utvecklingen av bankernas egna kapital vilket är centralt när den finansiella motståndskraften ska bedömas. Bankernas finansieringsstruktur ger en bild av de likviditetsriskerna som kan uppstå. Avslutningsvis redovisar Riksbanken resultatet av några stresstester som genomförts. De visar bankernas motståndskraft vid mindre sannolika men fullt möjliga riskscenarier.

**De svenska bankerna har påverkats av den globala finanskrisen, men i mindre utsträckning än många andra banker internationellt.** En förklaring till att effekterna är mer begränsade för de svenska bankerna är att de i stor utsträckning undviker att placera i olika former av strukturerade produkter som fallit kraftigt i värde. Däremot märker de svenska bankerna av turbulensen genom att både ränte- och aktiemarknaden har påverkats negativt. Kostnaden för finansieringen har stigit i takt med att priset på risk har ökat i marknaden. Eftersom tillgångarna värderas till marknadspris medför det också att realiserade förluster resultatförs (se ruta om nedskrivningar). Även provisionsnettot har påverkats negativt till följd av den vikande aktiemarknaden.<sup>59</sup>

**En fortsatt marknadsoro innebär ytterligare negativa effekter på bankernas resultat, balansräkningar samt riskexponering.** Vid en ihållande oro fortsätter marknadsaktörerna sannolikt att vara restriktiva med att exponera sig för risk. En ihållande osäkerhet på marknaden ökar därför risken för kedjeeffekter. En enskild negativ händelse riskerar att få mer betydande effekter på den berörda bankens finansieringskostnad och likviditetsrisk än under normala omständigheter.

## Lönsamhet och intjäning – affärsrisk

**Storbankernas lönsamhet är fortsatt god men dämpades under resultatperioden.**<sup>60</sup> Räntabiliteten på eget kapital uppgick till nästan 16 procent vilket är drygt två procentenheter lägre än för ett år sedan. Den vikande lönsamheten beror till stor del på den senaste tidens marknadsoro. Men räntabiliteten är fortfarande cirka fem procent högre än vad den var 2003 vilket indikerar att lönsamheten fortfarande är hög. Förbättringen av lönsamheten de senaste åren är främst driven av ökade intäkter. Bankerna har vuxit i utlandet samtidigt som intäkterna har diversifierats. Räntenettot<sup>61</sup> är och har varit den största intäktskällan. Under de senaste åren har dock tillväxttakten för provisionsnettot varit betydligt högre än för räntenettot, men trenden har brutits under resultatperioden.

**Resultatet före kreditförluster ökade under resultatperioden till nästan 80 miljarder kronor (se diagram 3:1).** De två senaste kvartalen

<sup>59</sup> Provisionsnettot består av intäkter minus kostnader för sålda tjänster när de inte betraktas som ränta, exempelvis tjänster rörande betalningar, aktiehandel, kapitalförvaltning och kortverksamhet.

<sup>60</sup> Resultatperioden är de senaste fyra kvartalen fram till och med första kvartalet 2008. Jämförelser görs med de föregående fyra kvartalen om inget annat anges. Siffrorna är justerade för engångseffekter.

<sup>61</sup> Räntenettot består främst av ränteutgifter från utlåning minus räntekostnader för upp- och inlåning. Bidraget till räntenettot från inlåning och utlåning påverkas av både volymförändring och marginalförändring i respektive post.

dämpades däremot resultatet och minskningen var speciellt tydlig under första kvartalet 2008. Samtidigt har kreditförlusterna vänt tillbaka från att tidigare ha bidragit positivt till resultatet. De uppgick till nästan två miljarder kronor under resultatperioden vilket är 0,036 procent av storbankernas utlånade volym.

**Osäkerheten om bankernas framtida intjäning har ökat sedan den föregående stabilitetsrapporten.** Det är främst oron på de finansiella marknaderna som ligger bakom den ökade osäkerheten (se kapitel 1). Att osäkerheten har ökat syns i den implicita volatiliteten för bankernas aktier.<sup>62</sup> Den har inte varit så hög sedan efterdyningarna av IT-kraschen (se diagram 3:2). Marknadsaktörer tror även på en lägre tillväxttakt i bankernas resultat jämfört med vad de trodde för ett knappt år sedan. De förväntade rörelseresultaten för storbankerna de närmaste två åren justerades ned med cirka tio procent mellan juli 2007 och maj 2008.<sup>63</sup>

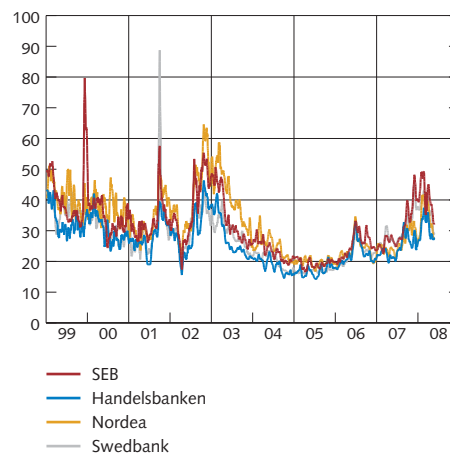
**Den globala finanskrisen har medfört att bankaktier generellt haft en negativ utveckling.** Svenska bankaktier har totalt sett följt utvecklingen i motsvarande segment i Europa, men utvecklats bättre än den amerikanska banksektorn (se diagram 1:18 i kapitel 1). Skillnaderna är dock stora mellan de svenska bankerna (se diagram 3:3), vilket beror på att bankerna har olika verksamhetsområden. Eftersom SEB och Swedbank har en betydande verksamhet i de baltiska länderna har de påverkats av riskbilden där.

## INTÄKTER OCH KOSTNADER

**Kostnaderna ökade i en snabbare takt än intäkterna under resultatperioden.** Intäkterna ökade med nästan sex procent och tillväxten var främst driven av en stark ökning i räntenettet. Kostnaderna ökade samtidigt med cirka åtta procent och personalkostnaderna stod för två tredjedelar av den totala ökningen.

**Räntenettet ökade med 14 procent under resultatperioden.** Tillväxten i räntenettet var mer än tio procentenheter högre än tillväxten i provisionsnettot under resultatperioden (se diagram 3:4). Den viktigaste förklaringen till ökningen var utlåningstillväxten (se avsnitt om utlåning). Även marginalerna på inlåningen bidrog positivt till räntenettet. Det beror på att marknadsräntorna steg under perioden samtidigt som bankerna inte höjde räntorna på inlåningen i riktigt samma takt. Utlåningsmarginalerna på lånestocken som helhet har dock fortsatt minska under resultatperioden. Det beror främst på att befintliga lån omförhandlas till lägre marginaler. Marknadsoron har medfört högre finansieringskostnader för storbankerna. Hittills har det inte slagit så hårt på räntenettet eftersom storbankerna till stor del har kunnat

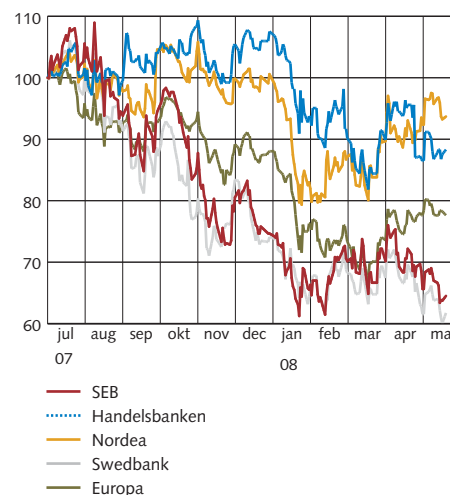
Diagram 3:2. Implicit volatilitet för bankaktier  
10 dagars glidande medelvärde, procent



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

Källor: Bloomberg och Riksbanken

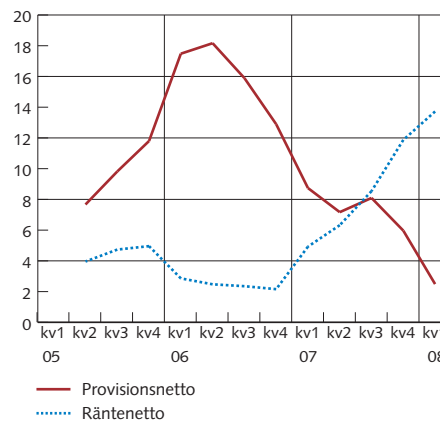
Diagram 3:3. Aktiekursutveckling i de svenska storbankerna samt i europeisk finanssektor  
Index: 2007-07-01 = 100



Anm. Europeiskt finansiellt branschindex från STOXX.

Källor: OMX och Reuters EcoWin

Diagram 3:4. Utvecklingen av provisions- och räntenetto sedan 2005  
Tillväxttakt, rullande fyra kvartal, procent



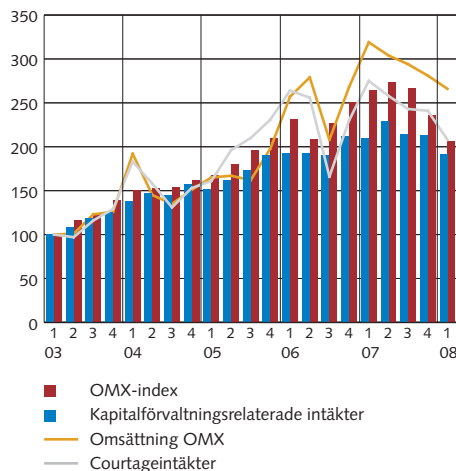
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

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

63 Källa: SME Direkt, 15 maj 2008.

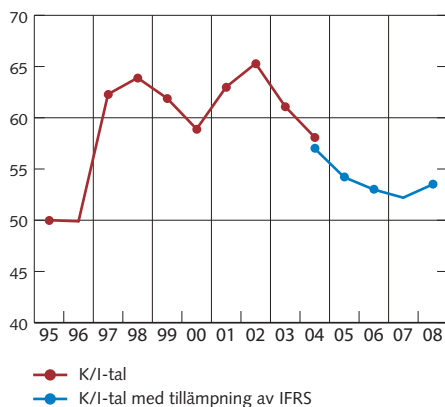
**Diagram 3:5. Värdepappersrelaterade provisionsintäkter i storbankerna samt omsättning och börsindex**

Index: 2003 kv1=100



Källor: Bankernas resultatrapporter, Reuters EcoWin och Riksbanken

**Diagram 3:6. Storbankernas kostnadseffektivitet**  
Procent



Anm. K/I-talet står för kostnaderna dividerat med intäkterna. 2008 står för de senaste fyra kvartalen.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

slussa vidare kostnaden till kunderna i form av höjda låneräntor. I vissa fall uppger dock bankerna att det sker med en eftersläpning.

**Räntenettet kommer sannolikt att fortsätta öka.** Förutom att ut- och inlåningsvolymerna sannolikt fortsätter att öka tycks nu marginalerna vid nyutlåning börja stabiliseras, eller till och med stiga. Under de senaste tre åren har utlåningsmarginalerna i Sverige i princip halverats<sup>64</sup>, men marginalpressen ser nu alltså ut att ha upphört. Dessa faktorer bidrar till en fortsatt tillväxt i räntenettet.

**Provisionsnettot ökade med tre procent under resultatperioden.**

Det berodde på högre betalningsrelaterade intäkter vilka ökade med cirka sex procent samt även på något högre värdepappersrelaterade provisionsintäkter. De två senaste kvartalen har dock årstillväxten i provisionsnettot varit negativ. Det beror till stor del på marknadsoron, främst den svaga utvecklingen på aktiemarknaden. Bankernas courtageintäkter följer normalt omsättningen på börsen. Aktiekursers utveckling får också en direkt effekt på bankernas intäkter från kapitalförvaltning, eftersom dessa är beroende av storleken på det förvaltade kapitalet (se diagram 3:5).<sup>65</sup>

**Provisionsintäkterna förväntas sjunka något framöver.** Om aktiemarknaden fortsätter att utvecklas svagt kommer både omsättning och kurser på börsen ha en dämpande effekt på provisionsnettot. Samtidigt har konkurrensen inom aktiehandel ökat vilket kan innebära minskade courtageintäkter för storbankerna.

**Orealiserade värdeförändringar bidrog negativt till storbankernas resultat.** Resultatposten "Finansiella poster värderade till verkligt värde" minskade med 20 procent under resultatperioden. Posten är helt eller delvis beroende av förändringar av marknadsvärdet av poster på balansräkningen. Det var främst räntebärande värdepapper som sjönk i värde under perioden vilket har sin grund i finansorn (se ruta om nedskrivningar).

**Storbankernas kostnader ökade med nästan åtta procent under resultatperioden.** Personalkostnaderna stod för två tredjedelar av ökningen. I stället för att enbart hålla nere kostnaderna har bankerna allt högre grad fokuserat på att hålla ett visst avstånd mellan intäktsökningen och kostnadsökningen. Kostnaderna tillåts med andra ord att öka mer när intäktsökningen är god. Eftersom kostnaderna är mer trögrörliga än vad intäkterna är så har de fortsatt att öka under en period då intäktsökningen har avmattats. Kostnadseffektiviteten försämrades därmed under resultatperioden i termer av högre K/I-tal<sup>66</sup> (se diagram 3:6).

<sup>64</sup> Marginalpressen som pågått de senaste åren är främst en effekt av hårdare konkurrens, men även de nya kapitaltäckningsreglerna (Basel II) har bidragit.

<sup>65</sup> Värdepappersrelaterade provisioner står för över hälften av provisionsnettot. Det innebär att provisionsnettot speglas tydligt av utvecklingen på aktiemarknaden.

<sup>66</sup> K/I-tal mäter bankernas kostnader i förhållande till intäkter.



## Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk

Kreditrisken är den största tillgångsrisken i bankernas verksamhet. Cirka 60 procent av storbankernas tillgångar består av utlåning till allmänheten. Bankerna har även tillgångar förknippade med marknadsrisk, men vanligtvis utgör dessa en mindre del av de totala riskerna. Riksbanken analyserar också utvecklingen av storbankernas egna kapital vilket är centralt vid bedömning av den finansiella motståndskraften.

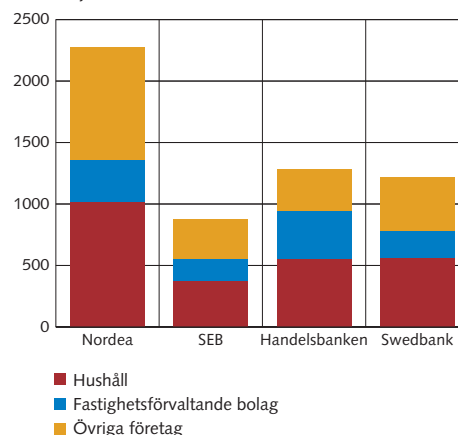
### UTLÅNING

**Storbankernas totala utlåning ökade med cirka 14 procent under resultatperioden.** Tillväxttakten i företagsutlåningen var högre än till hushåll och uppgick 22 procent under 2007. Den enskilt största branschen som bankerna lånar ut till är fastighetsförvaltande bolag. De står för mellan 27 och 54 procent av företagsutlåningen.<sup>67</sup> Handelsbanken är den bank som har störst andel av företagsutlåningen till fastighetsförvaltande bolag.<sup>68</sup>

**Utlåningen i den utländska verksamheten utgör en betydande post för storbankerna.** Utländska låntagare står för cirka hälften av storbankernas utlåning (se diagram 2:1 i kapitel 2). Tillväxttakten är även något högre i utlandet än vad den är i Sverige, men den har avtagit något under resultatperioden. Den utländska utlåningsökningen har minskat som andel av den totala utlåningsökningen jämfört med ett år sedan (se diagram 3:8).

**Storbankernas verksamheter i de baltiska länderna är fortsatt betydande men utlåningen ökar inte lika snabbt som tidigare.** De baltiska länderna har stått för den starkaste utländska utlåningstillväxten under de senaste åren. SEB och Swedbank har en relativt stor del av sin utlåning i dessa länder (se diagram 3:9). Tillväxttakten har dock minskat för de två bankerna. Swedbanks tillväxttakt i utlåningen var 40 procent i årstakt vid utgången av 2007 (60 procent december 2006) och SEB:s tillväxttakt var 30 procent vid samma tidpunkt (40 procent december 2006). Sett endast under första kvartalet 2008 ökade dock Swedbanks utlåning till baltiska låntagare med endast tre procent samtidigt som SEB:s utlåning i princip var oförändrad. Det visar på en kraftigt avtagande tillväxttakt. Enligt Swedbank ska utlåningstillväxten inte överstiga 15 procent under det kommande året.<sup>69</sup> Även Nordea har en icke obetydlig verksamhet i länderna, men som andel av sin totala kreditportfölj utgör verksamheten endast några procent. Tillväxttakten är dock högre i Nordea än i SEB och Swedbank och uppgick till närmare 65 procent under resultatperioden. De svenska storbankerna är marknadsledande i alla baltiska länder och

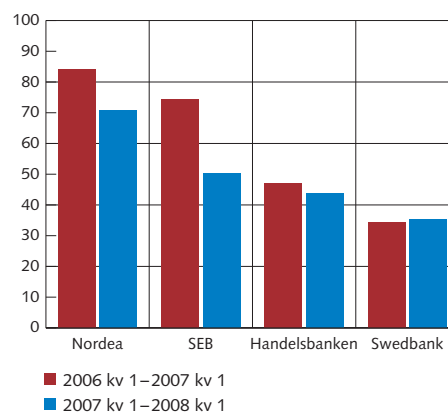
Diagram 3:7. Utlåning uppdelad på segment  
Miljarder kronor, december 2007



Anm. Avser utlåning till allmänheten. Repor samt lån till offentlig sektor är exkluderade.

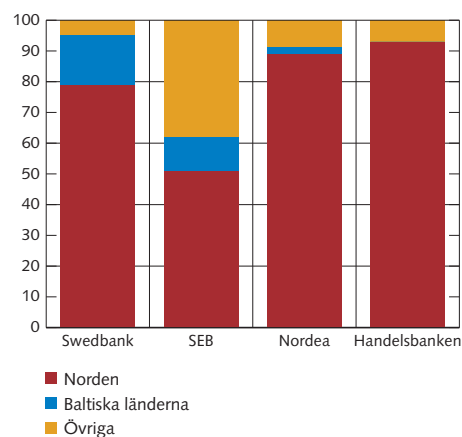
Källor: Bankernas resultatrapporter samt Riksbanken

Diagram 3:8. Bidrag från utländsk utlåning som andel av total utlåningstillväxt  
Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:9. Storbankernas totala utlåning geografiskt uppdelad  
Procent



Anm. SEB:s siffror inkluderar repor samt kreditexponering utanför balansräkningen. Norden inkluderar utlåningen i Sverige.

Källor: Bankernas resultatrapporter samt Riksbanken

67 Exklusive repor.

68 En femtedel av utlåningen till fastighetsförvaltande bolag i Handelsbanken sker till bostadsrättsföreningar.

69 Enligt presentation vid Swedbanks presskonferens 20080424.

har marknadsandelar på mellan 55 till nästan 90 procent av ländernas totala utlåning.

#### KREDITKVALITET

**Andelen osäkra fordringar är på en fortsatt låg nivå.** Totalt uppgick andelen osäkra fordringar till under 0,5 procent av storbankernas utlåning.<sup>70</sup> Mätt i absoluta tal ökade dock de osäkra fordringarna något men i inte lika snabb takt som utlåningen gjorde. Det är främst inom viss utländsk verksamhet som osäkra fordringar ökar, däribland de baltiska länderna. Andelen oreglerade fordringar ökade under resultatperioden för alla storbanker utom en.<sup>71</sup> I genomsnitt ökade de med cirka 16 procent, vilket är något högre än tillväxttakten i utlåningen.

---

<sup>70</sup> Osäkra fordringar är de fordringar där potentiella förluster har identifierats, vilka ger upphov till reserveringar.

<sup>71</sup> En oreglerad fordran är en fordran som varit förfallen till betalning och obetald i över 60 dagar.



**S**edan i höstas har banker världen över gjort stora nedskrivningar på grund av värdeförändringar i finansiella instrument. Enligt sammanställningar som gjorts uppgår de största bankernas sammanlagda nedskrivningar till omkring 300 miljarder dollar.<sup>72</sup> Av dessa står de europeiska bankerna för knappt hälften. Farhågor om ytterligare nedskrivningar på mellan 100 och 200 miljarder dollar har dessutom förekommit bland analytiker.

Svenska storbanker har klarat sig väl i en internationell jämförelse. Sammanlagt har de gjort nedskrivningar motsvarande drygt åtta miljarder kronor, till följd av värdeförändringar i finansiella instrument (se tabell R2).

En fråga som har uppmärksammats till följd av nedskrivningarna är konsekvenserna av att redovisa tillgångar till "verkligt värde". För banker som tillämpar redovisningsstandarderna IFRS, däribland de europeiska, eller de amerikanska redovisningsstandarderna US GAAP baseras verkligt värde på rådande marknadspris.

Ett problem har varit att många av de finansiella tillgångar som skrivits ned stundtals saknat en väl fungerande marknad. Det har fått många att ifrågasätta hur tillförlitligt och relevant verkligt värde är under sådana omständigheter. Nedskrivningarna har medfört påfrestningar

på bankernas kapital, antingen via resultaträkningen eller direkt mot eget kapital. Detta har i sin tur tvingat banker att tillföra mer kapital eller sälja finansiella instrument på en marknad som redan är illikvid. Till exempel har tre av de banker som gjort störst nedskrivningar, Citigroup, Merrill Lynch och UBS, sett sig tvungna att öka sitt kapital genom stora nyemissioner (se tabell R3). Kritiker av gällande redovisningsprinciper menar att nedskrivningarna är överdrivna och att tillämpningen av verkligt värde bidrar till att förvandla en likviditetskris till en solvenskris.

Men även om det kan vara problematiskt att tillämpa marknadspriser under rådande förhållanden finns det inga självklara alternativ. Ett sätt är att gå tillbaka till traditionell redovisning. Det skulle innebära att tillgångar värderas till anskaffningsvärdet i stället för till marknadspris. Nackdelarna med en sådan redovisning är välkända: bokförda värden är tillbakablickande och speglar inte förändringar i marknadsstrukturen. I många fall blir anskaffningsvärdet helt irrelevant. Ett annat alternativ är att värderingen ska motsvara nuvärdet av tillgångens framtida kassaflöden. Även om denna metod är den teoretiskt mest tilltalande är den rent praktiskt den svåraste. Bedömningen av framtida kassaflöden kan bli mycket godtycklig. Dessutom kommer olika bedömningar göra att jämförbarheten mellan företag minskar.

**Tabell R2. Svenska bankers nedskrivningar**  
Miljoner kronor

	Nedskrivningar	Eget kapital
Nordea	550	167 108
SEB	4969	77 059
Handelsbanken	2287	75 615
Swedbank	287	70 509
Summa	8093	390 291

Anm. Avser perioden tredje kvartalet 2007 till första kvartalet 2008.  
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

72 Enligt en sammanställning av Bloomberg.

**Tabell R3. Nedskrivningar och kapitaltillförsel**  
Miljarder dollar

<b>Geografisk uppdelning</b>	<b>Nedskrivningar och kreditförluster</b>	<b>Kapitaltillförsel</b>
USA	153	130
Europa	148	106
Asien	18	2
Summa	319	238

**Universalbanker**

Citigroup	41	44
UBS	38	28
HSBC	13	2
Bank of America	15	17
Royal Bank of Scotland	15	23
IKB	9	13
JPMorgan Chase	10	6
Deutsche Bank	8	3
Bayerische Landesbank	4	0
Wachovia	7	11
Mizuho	5	0
Mitsubishi UFJ	1	0
Societe Generale	4	9
Wells Fargo	3	0
WestLB	3	8

**Investmentbanker**

Merrill Lynch	32	16
Morgan Stanley	13	6
Credit Suisse	9	2
Credit Agricole	6	0
Bear Stearns	3	0
Goldman Sachs	3	0
Lehman Brothers	3	6

Källa: Bloomberg

**De svenska storbankernas kreditförluster ökade under resultatperioden.** Kreditförlusterna har haft en stigande trend under flera kvartal, dock från mycket låga nivåer (se diagram 3:10). De totala kreditförlusterna uppgick till nästan två miljarder kronor under resultatperioden. De redovisade kreditförlusterna handlar till stor del om ökande gruppvisa reserver. Det är alltså inte främst specifika engagemang som står för kreditförlusterna utan man tar höjd för troliga kommande förluster.

**Risken i storbankernas utlåning till företag har ökat något under resultatperioden.** I Sverige växer utlåningen till företag snabbare än utlåningen till hushåll. Samtidigt är marginalerna låga på dessa lån. Historiskt sett har det i första hand varit bankernas företagsengagemang som påverkats vid en vikande konjunktur och medföljande vändning i kreditykeln. Ofta samvarierar värdet på företagets tillgångar med deras återbetalningsförmåga. Det gäller speciellt för fastighetsbolag. Riksbanken har tidigare påtalat att utvecklingen på fastighetsmarknaden utgör en risk för bankerna. Den risken består och har till och med ökat något sedan den förra stabilitetsrapporten.

Tabell 3:1 visar utfallet av ett enkelt stresstest där kreditkvaliteten för bankernas låntagare (företagskunder) inom fastighetssektorn försämras. I extremfallet antas låntagare motsvarande hela fem procent av den totala lånevolymen till fastighetssektorn falla. I detta fall utgör reserveringsbehovet en fjärdedel av det resultat bankerna redovisade före kreditförluster under resultatperioden.

**Tabell 3:1. Effekten på storbankerna av en försämrad kreditkvalitet i deras utlåning till fastighetssektorn**

	Basscenario	Stresstest	
Utlåning till fastighetsförvaltande bolag Exposure at Default (EAD), miljarder kronor	1 150	1 150	1 150
Andel av utlåningen som antas falla Probability of Default (PD) %*	0,6	2,0	5,0
Förlustgrad vid fallissemang Loss Given Default (LGD) %**	35	35	35
Reserveringsbehov Expected Loss (EL), miljarder kronor***	2,4	8,1	20,1
Reserveringsbehov som andel av det senaste 4-kvartalsresultatet före kreditförluster %	3,0	10	25

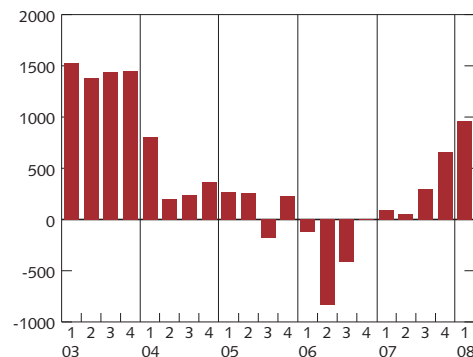
\* Beräknat utifrån bankernas befintliga reserveringar inom segmentet.

\*\* LGD-värde för exponeringar med säkerhet i fastighet baserad på IRK-metod (enligt FFFS 2007:1).

\*\*\* EL = EAD x PD x LGD

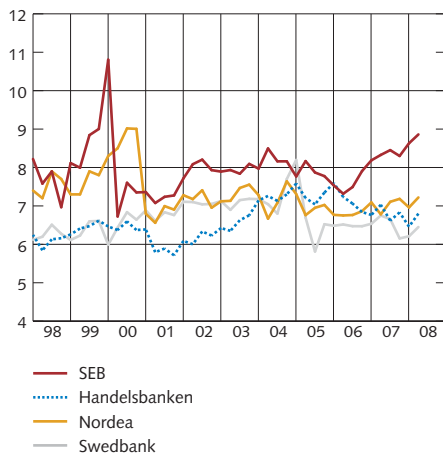
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:10. Storbankernas kreditförluster per kvartal**  
Miljoner kronor



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:11. Primärkapitalrelationer  
Procent



Anm. Sedan första kvartalet 2007 rapporterar bankerna enligt Basel II övergångsregler.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

## MARKNADSRISKER

**Marknadsriskerna har ökat i storbankerna.** I ett försök att konsolidera alla marknadsrisker till ett samlat riskmått används normalt Value at Risk (VaR).<sup>73</sup> Bakom ökningen i VaR ligger framför allt högre räntevolatilitet och ökade korrelationer under marknadsturbulensen. Under resultatperioden var ränterisken den största marknadsrisken för majoriteten av storbankerna beräknat enligt VaR. I en av bankerna, Swedbank, har dock valutarisken vuxit till den största risken till följd av bankens expansion utomlands. Generellt är dock marknadsrisker förhållandevis små i svenska storbanker. De stod endast för knappt fem procent av totala riskvägda tillgångar vid utgången av första kvartalet 2008.

## EGET KAPITAL

**Bankernas primärkapitalrelationer<sup>74</sup> uppgick i genomsnitt till 7,3 procent vid utgången av mars 2008** (se diagram 3:11). Den genomsnittliga nivån var 0,2 procentenheter högre än vid utgången av mars 2007. SEB och Nordea har ökat sin primärkapitalrelation medan den minskade något för Handelsbanken och Swedbank.

**Från och med första kvartalet 2007 rapporterar storbankerna enligt de nya kapitaltäckningsreglerna (Basel II).** Detta sker med treåriga övergångsregler med stegvisa justeringar av kapitalkraven, vilket gör att jämförelser över tiden kan bli missvisande. Bankerna får från och med första kvartalet 2008 tillgodoräkna sig ytterligare fem procents reduktion av riskvägda tillgångar enligt dessa övergångsregler. Det är en av de främsta orsakerna till att primärkapitalrelationerna ökade under årets första kvartal. Bankerna redovisar primärkapitalnivån både enligt övergångsreglerna samt enligt Basel II. Handelsbanken använder sig av ytterligare ett mått. Det mäter kvoten mellan de tillgängliga finansiella resurserna och riskkapitalbehovet. Detta mått är oberoende av övergångsregler och mycket likt det mått Riksbanken använder sig av i sina stresstester (se avsnitt om stresstester).

**Bankerna har hittills använt sina vinster till att expandera verksamheterna.** Den höga lönsamheten som bankerna har haft under flera år har gjort det möjligt att bygga upp det egna kapitalet. De nya kapitaltäckningsreglerna medför dessutom att bankerna kan minska kapitalet och/eller öka tillgångarna utan att reducera kapitaltäckningen. Bankerna har hittills valt att öka tillgångsmassan snarare än att minska kapitalet i form av ökade utdelningar. De föreslagna utdelningarna för 2007 ökade endast marginellt jämfört med föregående år.

<sup>73</sup> Value at Risk är en statistisk metod som beskriver den maximala potentiella förlust som med viss sannolikhet kan uppstå under en viss tidsperiod.

<sup>74</sup> Primärkapital är en del av bankernas kapitalbas. Den består av eget kapital inklusive obeskattade reserver med avdrag för goodwill. Primärkapitalrelation är primärkapitalet dividerat med riskvägda tillgångar.

## Finansiering – likviditetsrisk

En av banksystemets viktigaste funktioner är att omvandla inlåning till utlåning. Bankernas skulder är likvida i form av in- och upplåning. Samtidigt är deras tillgångar i form av utlåning illikvida. Detta innebär en likviditetsrisk.

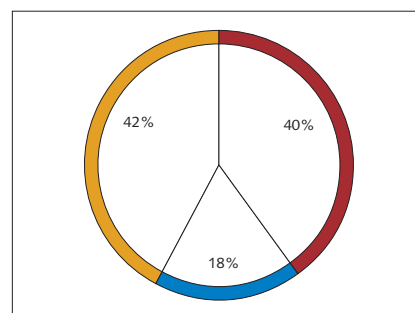
Av bankernas totala finansiering är drygt 40 procent inlåning från allmänheten. Marknadsfinansiering står för den resterande delen och utgörs främst av emitterade värdepapper. Obligationer står för den långfristiga marknadsupplåningen. Den kortfristiga marknadsupplåningen består framför allt av certifikat. Upplåning på interbankmarknaden, som i första hand används för likviditetsutjämning, är också en del av den kortfristiga marknadsupplåningen (diagram 3:12).

**Finansöron har gjort att det blivit dyrare för bankerna att finansiera sig via marknaden.** De svenska bankerna har visserligen inte drabbats i samma utsträckning som banker i många andra länder. Men även här har kostnaden för finansiering stigit. Exempelvis har finansiering med kort löptid påverkats av högre interbankräntor, de räntor till vilka bankerna lånar av varandra. En välfungerande nordisk marknad för säkerställda obligationer har också bidragit till att hålla finansieringskostnaderna nere. Bankerna är också beroende av att finansiera sig utanför Sveriges gränser. Men svenska banker har haft förhållandevis god tillgång till den europeiska marknaden, även om den under vissa perioder fungerat bristfälligt.

**De senaste åren har bankernas beroende av marknadsfinansiering ökat.** Orsaken är att utlåningen har blivit allt större i förhållande till inlåningen. Inlåningsunderskottet visar hur stor del av bankernas utlåning som inte går att finansiera via inlåning och som därmed måste finansieras på annat sätt (se diagram 3:13). Vid utgången av första kvartalet 2008 uppgick inlåningsunderskottet till 2 900 miljarder kronor. Det motsvarar 49 procent av de fyra bankernas utlåning till allmänheten. Inlåning från allmänheten är en billigare form av finansiering än den som sker via marknaden. Inlåningen utgör knappt hälften av bankernas utlåning och vid slutet av resultatperioden uppgick den till 3 043 miljarder kronor.

**En stor andel av de svenska storbankernas finansiering sker i utländsk valuta.** (Se diagram 3:14) 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. Storbankerna lånar ut mer i svenska kronor än vad de lånar in. Det innebär att de har ett inlåningsunderskott i svenska kronor. Förklaringen till detta är att de har en stor del av sina verksamheter på den svenska marknaden. Nordea har till skillnad mot de andra storbankerna sin största nettoutlåning i danska kronor. Den finansieras främst på den

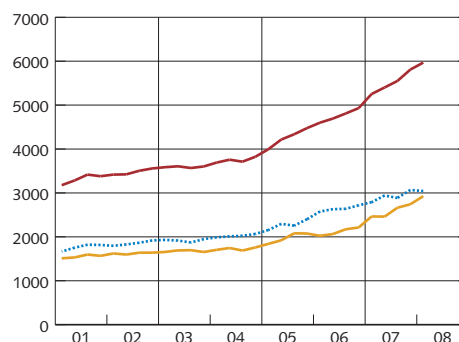
Diagram 3:12. Bankernas finansieringskällor  
Procent av total finansiering



■ Emmitterade värdepapper  
■ Upplåning interbank  
■ Inlåning från allmänheten

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:13. Bankernas in- och utlåning  
Miljarder kronor

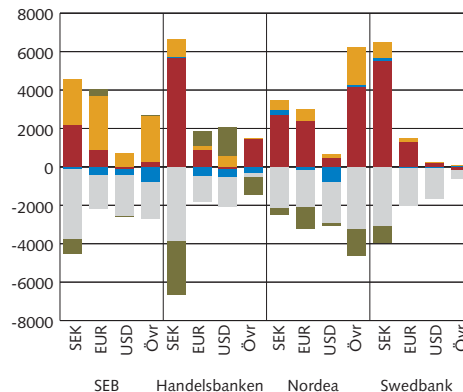


— Utlåning  
... Inlåning  
— Inlåningsunderskott

Anm. Inlåningsunderskott = utlåning – inlåning.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:14. Räntebärande tillgångar och skulder  
December 2007, miljarder kronor



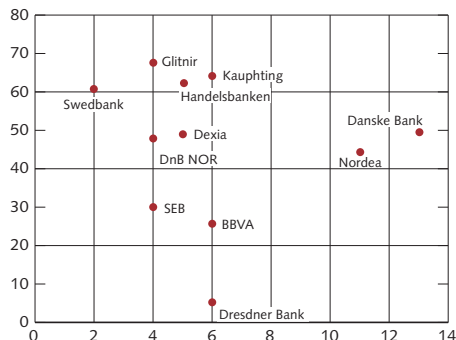
■ Nettoutlåning  
■ Interbanknetto  
■ Värdepappersinnehav  
■ Emmitterade värdepapper  
■ Övrigt, netto

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:15. Europeiska bankers beroende av marknadsfinansiering samt löptid på emitterade värdepapper, mars 2008**

Vertikal axel: finansieringsgap i procent

Horisontell axel: återstående löptid på emitterade värdepapper, år



Anm. Finansieringsgap = (Utlåning – inlåning)/utlåning, det vill säga andelen utlåning som inte finansieras av inlåning. Ju högre finansieringsgap, desto högre beroende av marknadsfinansiering. Sedan datan konstruerades för detta diagram har Swedbank emitterat säkerställda obligationer. På sikt bör det innebära att den genomsnittliga löptiden blir längre än vad som framgår av diagrammet.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Bloomberg

danska värdepappersmarknaden. SEB och Swedbanks utlåning i de baltiska länderna finansieras till stor del i euro via respektive banks koncernmoderföretag. För att skydda sig mot den valutarisk som uppstår när bankerna lånar upp mer pengar i utländsk valuta än de lånar ut, använder de sig av derivatmarknaden.

**Bankernas kortfristiga upplåning säkerställs genom certifikatprogram i Sverige, USA och Europa.** Den långfristiga upplåningen sker i huvudsak med emissioner av obligationer i svenska kronor. Handelsbanken och SEB kompletterar sin kortfristiga finansiering genom att vara nettolåntagare på interbankmarknaden. Swedbank har däremot en större interbankutlåning än interbankinlåning.

**Svenska banker förlitar sig mer på marknadsfinansiering än europeiska banker i genomsnitt och upplåningen sker generellt till kortare löptid.** (Se diagram 3:15) Det är främst Swedbank och Handelsbanken som är mer beroende av marknadsfinansiering än genomsnittet. SEB, Handelsbanken och Swedbank har även en kortare löptid på sin upplåning än snittet. Att Nordeas löptid är över genomsnittet har sin förklaring i dess danska verksamhet. I Danmark har bostadslån generellt en längre bindningstid än i till exempel Sverige. Det innebär att även den danska upplåningen sker till längre löptid. Generellt löper banker som har kort löptid och en stor del marknadsfinansiering större risk för likviditetspåfrestningar.

## Spridningsrisk

Storbankerna spelar en central roll i det finansiella systemet. Denna roll medför att de har betydande fordringar sinsemellan och mot andra aktörer på marknaden, så kallade motpartsexponeringar. Dessa ger upphov till en direkt spridningsrisk, det vill säga risken för att problem med finansiering i en bank sprider sig till andra banker. Spridningen kan också ske indirekt, om en banks likviditetsbrist väcker farhågor om finansieringsproblem i andra, liknande institut.

### DIREKTA SPRIDNINGSRISKER

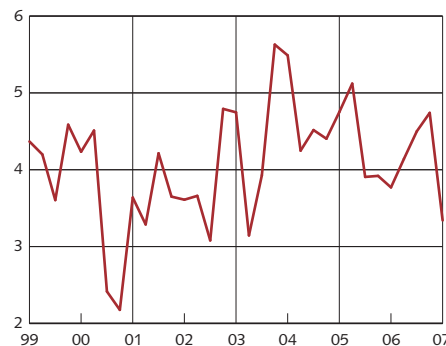
Bankerna kan aktivt påverka direkta spridningsrisker genom att styra sina motpartslimiters och säkerheter.

**Här görs en uppskattning av den direkta spridningsrisken inom och till det svenska banksystemet.** Det sker med hjälp av Riksbankens data över storbankernas motpartsexponeringar. Datan, som Riksbanken samlar in vid varje kvartalsslut, ger en ögonblicksbild av exponeringar mot storbankernas största motparter.<sup>75</sup> Dessa är ofta stora i det relativt koncentrerade svenska banksystemet.

<sup>75</sup> Riksbanken har sedan 1999 samlat in data över storbankernas 15 största motparts- och avvecklings-exponeringar.

Bankernas fem största exponeringar har sedan 1999, när mätningarna började genomföras, tillsammans uppgått till mellan 60 och 100 procent av deras primärkapital. Riksbanken testat de direkta spridningsriskerna genom att anta att en av storbankerna 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.<sup>76</sup> Förlusten dras sedan från bankens primärkapital.<sup>77</sup> Under andra halvåret 2007 hade en storbank en exponering som, givet antagandena i testet, orsakade att dess primärkapital underskred det lagstadgade kravet om 4 procent (se diagram 3:16).

Diagram 3:16. Den lägsta primärkapitalrelationen som någon av storbankerna får i varje enskilt test Procent



Källa: Riksbanken

#### INDIREKTA SPRIDNINGSRISKER

Även om det svenska banksystemet fungerat väl under den finansiella oron, innebär den att de indirekta spridningsriskerna är fortsatt högre än normalt. Bankerna är ofta exponerade mot samma slags risker vilket gör att de kan vara känsliga för samma makroekonomiska händelser. Spridningen av finansieringsproblem i en bank kan därför ske indirekt genom att det uppstår farhågor om att andra banker kan vara drabbade av liknande problem. Sådana farhågor, vare sig de ursprungligen är välgrundade eller inte, kan medföra att investerare vägrar att finansiera banken. Finansorn och likviditetsproblemen som inleddes i augusti 2007 har i hög grad präglats av sådana farhågor, ett exempel är det förlopp som utspelade sig i höstas i det brittiska bolåneinstitutet Northern Rock (se ruta om den internationella finanskrisen i kapitel 1). Även om de svenska och skandinaviska marknaderna fungerat väl under den finansiella oron består den skärpta riskbilden.

#### Stresstest av storbankernas motståndskraft

I detta avsnitt redovisas utfallen av några av de stresstester som Riksbanken gjort. Syftet är att testa vilken motståndskraft bankerna har mot oväntade och negativa händelser. I två olika scenarier testas hur bankerna står emot en försämrad kreditkvalitet och en försämrad intjäning. I ett tredje scenario testas hur de påverkas av ökade finansieringskostnader.

Riksbankens metod för att mäta bankernas kreditrisker är baserad på en allmänt tillgänglig portföljmodell och på information från bankernas rapporter.<sup>78</sup> Ett antal förenklande antaganden används i modellen. Och den information som ligger till grund för beräkningarna är en approximativ bild av den verkliga portföljen. Därför är testresultaten indikativa vilket gör det mer relevant att studera jämförelser av resultaten över tiden än de absoluta nivåerna.

<sup>76</sup> Denna effekt motsvarar en situation där en storbank, utan någon tidigare förvarning, ställer in betalningarna med omedelbar verkan. Möjliga återvinningar bedöms dessutom bli förhållandevis låga. De resulterande primärkapitalnivåer som beräknas i testerna bör alltså ses som utfallen av ett extremt stresstest.

<sup>77</sup> Om förlusten leder till att en bank ställer in betalningarna kan detta leda till ytterligare spridningsrisk. Risken för sådana andravgångseffekter ökar drastiskt om bankerna har drabbats av en liknande chock.

<sup>78</sup> För en mer utförlig beskrivning se artikeln "Att beräkna kreditrisk med extern information", Finansiell Stabilitet 2006:1.



## KREDITRISK, KAPITAL OCH INTJÄNING

Avgörande för bankernas motståndskraft är att de har tillräckligt med kapital för att möta betydande risker. Den enskilt största risken i bankerna är kreditrisk. Därför fokuserar stresstesterna framförallt på bankernas motståndskraft mot försämringar i kreditkvaliteten. 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 ett år, givet den portfölj och riskprofil banken har. I teorin bör detta motsvara bankens reserveringar. Det andra måttet, riskkapitalbehovet, speglar det kapital som behövs för att klara eventuella förluster som kan uppstå utöver de som är förväntade.<sup>79</sup>

Båda dessa mått är viktiga att ta hänsyn till för att få en uppfattning om en banks motståndskraft. Den förväntade förlusten ställs i relation till vinsten. Om inte vinsten räcker till för att täcka den förväntade förlusten kommer bankens kapital att minska. I testerna ställs bankens primärkapital<sup>80</sup> i relation till riskkapitalbehovet. På så sätt får man en kvot kallad kreditrisktäckning.<sup>81</sup> Och om kapitalet minskar i relation till riskkapitalbehovet reduceras bankens motståndskraft. Detta kan medföra ett sämre kreditbetyg och högre finansieringskostnader.

Hur hög kreditrisktäckning en bank behöver beror på dess verksamhet. Banker med stora bolåneinstitut, såsom Handelsbanken och Swedbank, har en stor andel kreditrisk relativt den övriga verksamheten och behöver därmed en mindre buffert för övriga risker. Exempel på andra risker som ska täckas av primärkapitalet är marknadsrisker, operationella risker och kreditrisker utanför balansräkningen.

Att ha en kreditrisktäckning på 100 procent betyder i princip att primärkapitalet precis täcker kreditrisken. Däremot täcker det inte andra typer av risker. En kreditrisktäckning på över 100 procent innebär att banken har en buffert. Ju större bufferten är desto mer motståndskraft har banken att klara av ytterligare negativa händelser.

Beräkningarna utgår från den sammansättning av bankernas utlåningsportföljer som gällde vid årsskiftet 2007, jämfört med halvårsskiftet 2007. Portföljerna antas vara oförändrade under scenarierna. Analysen täcker de fyra svenska storbankerna och Danske Bank, Sveriges femte största bank. 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 kreditcykeln och därmed en försämrad kreditvärdighet för samtliga låntagare.

<sup>79</sup> De svenska bankerna har valt att definiera sitt riskkapitalbehov utifrån en AA-rating, vilket innebär att fallissemangsriskerna på ett års sikt skall vara högst 0,03 procent. I Riksbankens analys beräknas riskkapitalbehovet på 99,9 procentens nivå.

<sup>80</sup> Bankens primärkapital är något förenklat bankens egna kapital minus bland annat investeringar i försäkringsbolag och goodwill.

<sup>81</sup> Kreditrisktäckning = primärkapital/riskkapitalbehov.



## SCENARIO 1: FÖRSÄMRAD KREDITVÄRDIGHET I DE BALTISKA LÄNDERNA

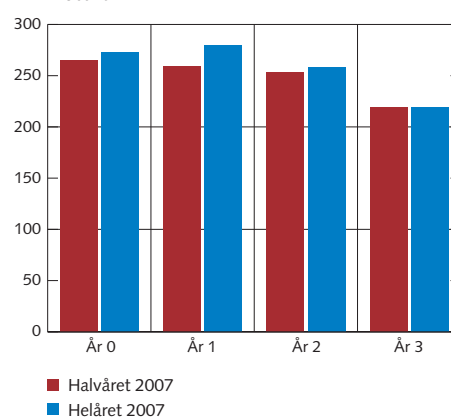
**I det första scenariot testas hur en kraftigt försämrad kreditvärdighet hos de baltiska låntagarna påverkar bankernas motståndskraft.** En chock antas inträffa som drabbar samtliga låntagare i de baltiska länderna. Kreditvärdigheten hos dessa låntagare försämras under tre år. Samtidigt minskar bankernas intjäning från verksamheten i dessa länder. Första året ökar sannolikheten för konkurs till fem procent, andra året till tio procent och tredje året till tjugo procent.<sup>82</sup> Resultatet före skatt antas halveras första året. Det minskar med ytterligare 25 procent nästa år, för att under tredje året utebli helt. Det tredje året speglar en mycket extrem situation med höga konkurs sannolikheter och helt utebliven intjäning från verksamheten i de baltiska länderna. Kreditvärdigheten för övriga låntagare i bankernas utlåningsportföljer antas vara oförändrad. Detsamma gäller för intjäningen från den övriga verksamheten. Scenariot appliceras på de två banker som har en betydande utlåningsverksamhet i de baltiska länderna, Swedbank och SEB.<sup>83</sup>

**Enligt utfallet av testerna klarar både SEB och Swedbank en försämrad utveckling i de baltiska länderna.** Trots den försämrade utvecklingen visar bankerna ett positivt resultat under alla tre år. Det beror på att intjäningen är högre än de nya reserveringarna för kreditförluster.<sup>84</sup> I testet bygger det positiva resultatet upp primärkapitalet varje år eftersom ingen utdelning antas ske. Under samtliga år i scenariot har båda bankerna en kreditrisktäckning över 100 procent.

**Enligt testet är SEB:s motståndskraft mot en försämring i de baltiska länderna i princip oförändrad jämfört med föregående halvår.** Det beror på att SEB har ökat sitt primärkapital samtidigt som kredittillväxten i de baltiska länderna mattats av. Bankens motståndskraft mot en försämring i de baltiska länderna är därför oförändrad, eller har till och med stärkts (se diagram 3:17).

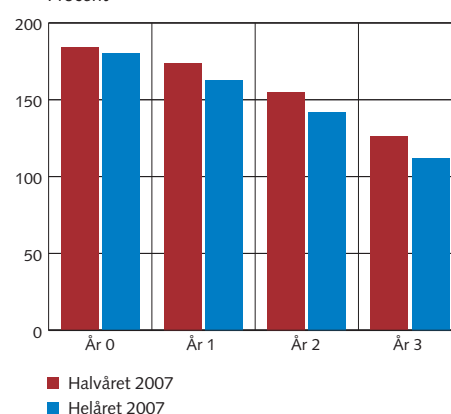
**I jämförelse med föregående halvår tyder testet på att Swedbanks motståndskraft mot scenariot har minskat något.** (se diagram 3:18). Anledningen är att Swedbank under de senaste två kvartalen ytterligare ökat sin utlåning i regionen samtidigt som en allt större andel av intjäningen kommer från de baltiska länderna. Under denna period har primärkapitalet i banken inte ökat i motsvarande omfattning.

Diagram 3:17. SEB:s kreditrisktäckning enligt scenariot om försämrad kreditvärdighet i de baltiska länderna



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:18. Swedbanks kreditrisktäckning enligt scenariot om försämrad kreditvärdighet i de baltiska länderna



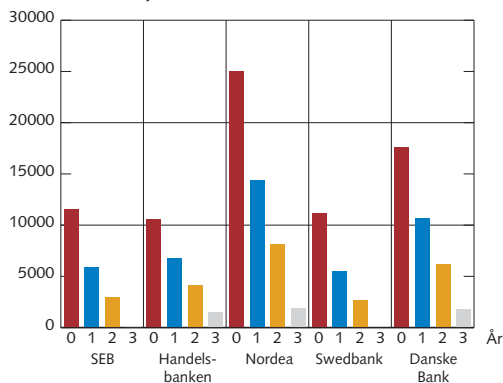
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

<sup>82</sup> Konkurs sannolikheten anger sannolikheten att en exponering kommer att falla inom ett års sikt. Högre konkurs sannolikheter leder till ökade förväntade förluster och ökat riskkapitalbehov.

<sup>83</sup> Även Danske Bank, Nordea och SHB har verksamheter i de baltiska länderna. Men eftersom deras utlåning där utgör en betydligt mindre del av deras portföljer har de exkluderats ur scenariot.

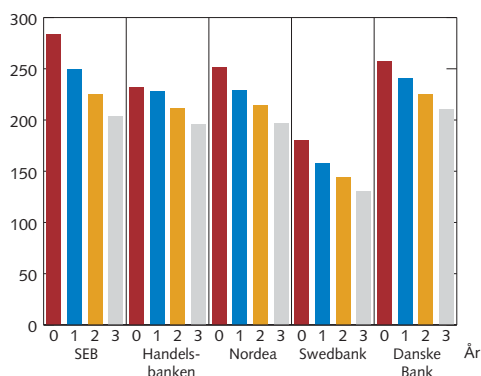
<sup>84</sup> Ökade reserveringar för kreditförluster fås från förändringen i förväntade förluster mellan två år.

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

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



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

## SCENARIO 2: FÖRSÄMRAD KREDITKVALITET TILL FÖLJD AV VÄNDNING I KREDITCYKELN

I det andra scenariot studeras hur en vändning i kreditykeln och därmed försämrad kreditvärdighet påverkar storbankerna. Testet visar hur bankerna står emot en vändning liknande den som inträffade år 2000.<sup>85</sup> Med utgångspunkt i detta historiska samband mellan BNP-tillväxt och sannolikheten för betalningsinställelse antas kreditvärdigheten hos samtliga låntagare i bankernas portföljer försämrade under 3 år. Första året ökar sannolikheten för betalningsinställelse till 1 procent, under andra året till 2 procent och slutligen under tredje, och värsta året till ungefär 3 procent.<sup>86</sup> Samtidigt faller intjäningen. Under första året minskar resultat före skatt med 25 procent för att fortsätta minska med lika mycket under andra och tredje året.

Testet visar att bankerna har en god motståndskraft mot en nedgång i konjunkturen liknande den som inträffade år 2000. För majoriteten av bankerna ökar primärkapitalet under de tre åren eftersom intjäningen är högre än reserveringarna. Detta trots att intjäningen antas minska kraftigt. Ingen av bankerna uppvisar negativt resultat över de tre åren (se diagram 3:19).<sup>87</sup>

Under samtliga år har de fem bankerna kreditrisktäckning över 100 procent och klarar därmed en kraftig ökning av sannolikheterna för betalningsinställelse (se diagram 3:20). Kreditrisktäckningen minskar emellertid för dem alla och därmed är deras motståndskraft mot ytterligare negativa händelser mindre.

Bankernas motståndskraft mot en sådan konjunkturförsvagning är marginellt sämre jämfört med halvårsskiftet 2007. En ökad utlåning i portföljen har bidragit till något högre riskkapitalbehov hos bankerna. Denna effekt har dock till viss del balanserats. Det beror främst på majoriteten av bankerna har ökat sitt primärkapital jämfört med föregående resultatperiod.

## FINANSIERING

I det följande testet görs en uppskattning av hur de fyra svenska storbankerna påverkas av ökade finansieringskostnader. De kan öka om delar av den relativt billiga inlåningen från allmänheten måste ersättas med dyrare marknadsupplåning. De kan också öka genom att marknadsröntorna stiger eller genom att investerare kräver en höjd kompensation för risk, en ökning av den så kallade kreditspreaden. Testet kan antingen appliceras på banksektorn som helhet eller ses som ett isolerat test för enskilda banker.

<sup>85</sup> I lågkonjunkturen som följde efter IT-kraschen i början av 2000-talet minskade BNP-tillväxten från drygt 5 procent till knappt en halv procent. I mars 2003 var företagens genomsnittliga sannolikhet för betalningsinställelse fyra gånger så hög som nivån under 1999.

<sup>86</sup> Betalningsinställelsena i portföljen är "through-the-cycle"-mått vilket innebär att de beräknas som ett snitt över de senaste fem åren.

<sup>87</sup> Handelsbankens resultat är justerat för försäljningen av SPP.

### SCENARIO 3: ÖKADE FINANSIERINGSKOSTNADER I TRE MÅNADER

I det tredje scenariot testas hur bankerna påverkas av högre kostnader för delar av sin finansiering. I testet antas att kostnaden för tio procent av bankernas billigaste finansiering ökar med två procentenheter. Dessutom antas kreditspreaden som bankerna betalar för upplåning på värdepappersmarknaden öka med 50 baspunkter under en period av tre månader. Scenariot är extremt, dels därför att marknadsräntorna redan nu är höga, dels därför att bankerna i testet inte antas kompensera sig genom högre utlåningsräntor<sup>88</sup>. Scenariot är dock inte otänkbart. Resultaten visar att de högre finansieringskostnaderna skulle uppgå till i snitt 17 procent av första kvartalets resultat 2008. De ökade kostnaderna skulle bli kännbara för bankerna, dock inte på ett kritiskt sätt (se diagram 3:21).

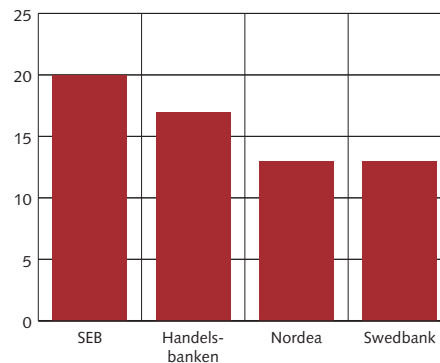
### Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna

**De svenska storbankernas motståndskraft mot negativa oförutsedda händelser är god.** Det är främst en effekt av att bankerna har en god kapitalisering och hög lönsamhet. De stresstester Riksbanken har genomfört bekräftar även den bilden.

**Kreditrisken har dock ökat för storbankerna.** Tillväxttakten i utlåningen är fortsatt hög. Det gäller främst i den utländska verksamheten men även i utlåningen till svenska företag. Riskerna i de baltiska länderna består. Samtidigt är marginalerna låga i utlåningen till bland annat företagssektorn. Snäva marginaler vid utlåningen till fastighetsförvaltande bolag skulle betyda att storbankerna inte kompenserar sig tillräckligt för kreditrisk.

**Marknadsoron kan ge ytterligare oväntade negativa resultateffekter.** Under den kommande resultatperioden kan bankerna bli ytterligare negativt påverkade. Det är troligt att lönsamheten kommer att mattas. Det finns även en risk att antingen kapitalstyrkan påverkas eller att bankernas tillväxt dämpas vid en ihållande turbulens. Vid en fortsatt negativ utveckling kommer likviditetsriskerna troligtvis att öka.

Diagram 3:21. Ökade finansieringskostnader i en tre månaders likviditetskris som andel av ett kvartalsresultat  
Procent



Anm. Kvartalsresultatet är beräknat som snittet av de senaste fyra kvartalens rörelseresultat före skatt.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Bloomberg

<sup>88</sup> Bankerna har uppggett att de kunnat slussa vidare majoriteten av den senaste tidens ökade finansieringskostnader (se Intäkter och kostnader).



## Den finansiella infrastrukturen – i korthet

Den svenska finansiella infrastrukturen håller god internationell standard och fungerar väl. Det visar Riksbankens årliga utvärderingar. Den främsta effekten av den senaste tidens finansiella oro har varit högre volymer, men detta har inte lett till några störningar i systemen.

Hanteringen av värdepapper i Sverige, liksom i övriga Europa, står inför stora förändringar vad gäller såväl handel med värdepapper som infrastruktur för clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner. Inom EU har man sedan en tid tillbaka arbetat med ett antal olika initiativ som rör dessa områden. Initiativen är olika i karaktär men gemensamt är att de alla syftar till att öka konkurrensen och effektiviteten på marknaderna för värdepapper i Europa. Mer integrerade värdepappersmarknader i Europa leder till högre effektivitet men skapar samtidigt nya risker som måste hanteras.

En väl fungerande finansiell infrastruktur är avgörande för finansiell stabilitet. Svagheter i infrastrukturen kan leda till störningar i det finansiella systemet. Om infrastrukturen inte fungerar som den ska riskerar problem hos en aktör eller en enskild delmarknad att sprida sig vidare. Den finansiella infrastrukturen består dels av system där betalningar kan genomföras och dels av system där värdepapper kan handlas, clearas och avvecklas.

I det här kapitlet sammanfattas hur den svenska finansiella infrastrukturen har fungerat under 2007. Den återstående delen av kapitlet handlar om viktiga förändringar på de europeiska värdepappersmarknaderna. Ett antal initiativ har tagits på europeisk nivå som bedöms få stora effekter på såväl värdepappershandeln som clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner.

## De svenska finansiella systemen

**Den svenska finansiella infrastrukturen fungerar väl.** Riksbankens utvärdering av de svenska systemen under 2007 visar att systemen uppfyller i stort sett alla internationella standarder som utgör grunden för övervakningen.<sup>89 90</sup> RIX och VPC uppfyller alla internationella standarder medan BGC och OMX DM uppfyller alla utom en (som till stor del uppfylls), (se tabell 4:1).

<sup>89</sup> Riksbanken baserar sin övervakning av infrastrukturen på internationella standarder. De har tagits fram av Bank for International Settlements (BIS) kommitté för betalnings- och avvecklingsystem, Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), och tillsynsmyndigheternas internationella paraplyorganisation International Organisation of Securities Commission (IOSCO).

<sup>90</sup> De svenska system som Riksbanken övervakar är RIX, BGC, VPC och OMX Derivatives Markets (OMX DM). Utöver övervakningen av den svenska infrastrukturen deltar Riksbanken i övervakningen av de internationella systemen Continuous Linked Settlement (CLS) och The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT). Det gör Riksbanken genom att delta i internationella arbetsgrupper under ledning av Federal Reserve Bank New York vad gäller CLS och Belgiens centralbank vad gäller SWIFT.

Tabell 4:1. Riksbankens utvärdering av den svenska finansiella infrastrukturen<sup>91</sup>

System	I vilken funktion är systemet systemviktigt?	Utvärderas enligt internationella standarder	Utvärdering
RIX	Riksbankens system för stora betalningar, Real Time Gross Settlement (RTGS)	Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Committee on payment and settlement systems, BIS, januari 2001	Uppfyller alla standarder. Dock lämnas vissa kommentarer om vad som bör förändras och införas i det nya system som kommer att tas i bruk i oktober 2008.
BGC	Den centrala aktören vid förmedling av massbetalningar mellan bankerna	Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Committee on payment and settlement systems, BIS, januari 2001	Uppfyller alla standarder utom en och den uppfylls till stor del, vilket innebär en förbättring från år 2006 då tre standarder var uppfyllda till stor del. Regelverket bör förtydligas när det gäller falissemangshanteringsrutinerna.
VPC	Den centrala värdepappersförvararen i Sverige, Central Securities Depository (CSD)	Recommendations for Securities Settlement Systems, CPSS-IOSCO, BIS, november 2001	Uppfyller alla standarder.
OMX DM	Central motpart och clearingorganisation för derivatinstrument, Central Counterparty (CCP)	Recommendations for Central Counterparties, CPSS-IOSCO, BIS, november 2004	Uppfyller alla standarder utom en och den uppfylls till stor del, vilket innebär en försämring från år 2006 då alla standarder var uppfyllda. Riksbanken och Finansinspektionen har funnit brister i den interna kontrollen av om clearingkapitalets faktiska storlek är korrekt. Vissa kommentarer lämnas också vad gäller slutkundens anonymitet.

**Den senaste tidens marknadsturbulens har lett till ökade volymer i systemen.** De svenska systemen har under en längre tid haft stigande volymer. Marknadsturbulensen under vintern och våren har därutöver påverkat volymerna ytterligare. Dock har ökade volymer inte lett till några störningar, utan samtliga system har fungerat väl.

### Värdepappersmarknaderna i Europa

**De europeiska marknaderna för handel med värdepapper står inför stora förändringar.** I dagsläget är transaktioner som sker mellan länder betydligt dyrare att hantera än de som sker inom länder. Det beror på att systemen är olika samt att marknadspraxis, skatter och lagar varierar mellan olika länder. Den gränsöverskridande hanteringen i Europa har också kritiserats för att vara alltför fragmenterad med alltför många clearingorganisationer och mellanhänder för att kunna

<sup>91</sup> För de fullständiga utvärderingarna, se [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

skapa effektiva länkar mellan marknaderna. Inom EU har man sedan en tid tillbaka arbetat med ett antal olika initiativ som rör handel med värdepapper och infrastruktur för clearing och avveckling. Initiativen är olika i karaktär men gemensamt är att de alla syftar till att öka såväl konkurrensen som effektiviteten på marknaderna för värdepapper i Europa.

I texten nedan behandlas tre av av dessa initiativ; MiFID, Code of Conduct, och TARGET2 Securities.

#### MIFID OCH NYA HANDELSPLATSER FÖR AKTIER

**I slutet av förra året infördes EU:s gemensamma regelverk för handel med värdepapper, MiFID, i svensk lagstiftning.**<sup>92</sup> Syftet med MiFID är att öka konkurrensen i handeln med värdepapper samt att stärka skyddet för den som investerar i värdepapper. Detta uppnås genom kravet att en mäklare ska säkerställa bästa möjliga affär för kunden och att information om transaktioner i värdepapper ska göras offentlig. Dessutom bidrar regelverket till att undanröja hinder som tidigare har motverkat handel med värdepapper över landsgränserna. Det räcker exempelvis med tillstånd från hemlandets myndigheter för att få bedriva värdepappersverksamhet i andra EU-länder.

**MiFID gör det också möjligt för nya handelsplatser att organisera handel utan att vara traditionella börser.** Nya handelsplatser, så kallade multilaterala handelsplattformar (MTF:er), knyter ihop redan befintliga marknader till nya handelsplatser.<sup>93</sup> Dessa handelsplatser är mindre reglerade än de traditionella börserna. Men vissa minimikrav måste vara uppfyllda. Det handlar exempelvis om krav på information om instrumenten som handlas. Ett antal MTF:er har bildats, bland andra Chi-x, Turquoise och Nasdaq OMX Pan European Market. Chi-x har startat sin verksamhet medan Turquoise och Nasdaq OMX Pan European Market fortfarande befinner sig i startfasen.

**Chi-x erbjuder idag handel i de mest omsatta aktierna i Tyskland, Nederländerna, Frankrike, Storbritannien, Schweiz, Finland och Sverige.**<sup>94</sup> Chi-x startade värdepappershandel redan innan MiFID trädde i kraft.<sup>95</sup> Svenska investerare kan handla på Chi-x via SEB och Neonet som är medlemmar. Chi-x har gradvis byggt upp sina marknadsandelar under det senaste året och står för runt fem procent av den dagliga handeln i holländska och tyska aktier och för runt tre procent av affärerna i bolag listade på Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100).<sup>96</sup>

92 Den första november trädde lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden i kraft. De som berörs av den nya lagstiftningen är aktörer som börser, banker, mäklare, pensions- och kapitalförvaltare, emittenter, företag som tillhandahåller investeringstjänster och tillsynsorgan som är verksamma inom EU.

93 MTF är en förkortning av Multilateral Trading Facility.

94 Chi-x startade handel i svenska aktier den 14 mars 2008.

95 Majoritetsägare är Nomuraägda Instinet, som även driver handelssystemet, och bankerna BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale och UBS har köpt minoritetsandelar.

96 FTSE 100 omfattar de 100 största aktierna, mätt i marknadsvärde, på Londonbörsen.

**Turquoise kommer att erbjuda handel i de mest omsatta aktierna från ett antal europeiska marknader.** Turquoise, som man planerar att lansera i september 2008, är ett initiativ av nio globala banker.<sup>97</sup> Dessa banker är betydande på de europeiska värdepappersmarknaderna och har dessutom en väsentlig verksamhet på den amerikanska värdepappersmarknaden.

**Nasdaq OMX Pan European Market planerar att koppla samman de största europeiska marknadsplatserna.** Nasdaq OMX Group har nyligen meddelat att man har för avsikt att starta en ny paneuropeisk marknad för de mest omsatta europeiska aktierna. Nasdaq OMX Pan European Market beräknas öppna i september 2008 och kommer vid lanseringen att erbjuda cirka 300 av de mest omsatta europeiska aktierna för handel.

**Skapandet av ovanstående marknadsplatser innebär att MiFID redan nu har gett effekter.** När dessa marknadsplatser växer fram ökar prispresen och konkurrensen. Till den handelsplats där man tror att likviditeten är stor dras sannolikt handeln eftersom hög likviditet skapar konkurrenskraftiga priser. Mycket talar för att de allra största europeiska aktörerna, som har hela Europa som marknad, gynnas mest av MiFID.

**Beroendeförhållandet mellan svenska finansiella flöden och utländsk infrastruktur kommer att öka.** I och med att svenska aktier redan kan handlas på Chi-x kommer handel i någon utsträckning att ske på MTF:er utanför Sverige under 2008. Även om själva avvecklingen av transaktionerna sker hos de nationella centrala värdepappersförvararna kommer dessa tre MTF:er att använda sig av utländska centrala motparter för att netta transaktionerna.<sup>98</sup> Detta innebär att transaktioner i Sverige kommer att vara beroende av utländska centrala motparter och möjligtvis även utländska depå- och avvecklingsbanker i större utsträckning än idag.

#### CODE OF CONDUCT

**Code of Conduct är en frivillig överenskommelse som syftar till att underlätta konkurrensen inom clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner.** Code of Conduct har antagits av europeiska börser<sup>99</sup>, centrala motparter<sup>100</sup> och centrala värdepappersförvarare.<sup>101</sup>

97 De nio bankerna är BNP Paribas, Citibank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale och UBS.

98 Nettning av transaktioner i Chi-x kommer att ske i European Multilateral Clearing Facility (EMCF). Turquoise har anlitat Euro-CCP och Nasdaq OMX Pan European Market kommer att hanteras genom en paneuropeisk clearingfacilitet.

99 Börsen i Sverige är OMX Nordiska Börs – Stockholm.

100 I Sveriges fall är OMX DM central motpart i derivatclearingen hos OMX.

101 I Sveriges fall är VPC. central värdepappersförvarare.



Överenskommelsen har tagits fram av dessa marknadsaktörer på uppmaning av EU-kommissionen. Den syftar till att marknadsaktörerna genom självreglering ska undanröja några av de problem som hindrar effektiviteten inom clearing och avveckling. Den ska också öka genomlysningen i bland annat prissättning och hantering av värdepapperstransaktioner.<sup>102</sup> Överenskommelsen består av tre delar; pristransparens, standardiserade regler för anslutning till systemen och särredovisning av kostnader.

**Pristransparens och standardiserade regler för anslutning till de olika systemen ökar integrationen på marknaderna för värdepapper i Europa.** De två första delarna av Code of Conduct trädde i kraft under första halvåret 2007. Den första delen främjar bättre genomlysta priser. Det innebär att den som erbjuder clearing- och avvecklingstjänster inom Europa måste ha en offentlig prislista. En offentlig prislista gör att kostnaderna för dessa tjänster kan jämföras. Den andra delen handlar om att standardisera regler för anslutning till olika system. Det ger de företag som erbjuder clearing- och avvecklingstjänster möjlighet att erbjuda sina tjänster på andra marknader genom att öppna länkar till andra. Exempelvis kan en central värdepappersförvarare i ett europeiskt land begära att få en länk till den centrala värdepappersförvararen i Sverige (VPC) för att kunna avveckla svenska aktier för sina deltagare. Utländska institut skulle alltså ha möjlighet att avveckla egna affärer i svenska aktier utan medlemskap i svenska VPC. Detta gör att kostnaderna för clearing och avveckling minskar för utländska institut som vill handla svenska aktier.

**Incitamenten för snedviden konkurrens har minskat.** Den tredje och sista delen av Code of Conduct som trädde i kraft den 1 januari 2008 innebär att den som erbjuder clearing- och avvecklingstjänster inom Europa ska redovisa de underliggande kostnaderna för varje tjänst separat. En central värdepappersförvarare erbjuder en del tjänster som är mer utsatta för konkurrens och andra tjänster som är mindre konkurrensutsatta. Det finns således en risk att en central värdepappersförvarare tar ut ett högre pris för den mindre konkurrensutsatta delen och använder överskottet till att subventionera den mer konkurrensutsatta delen. Möjligheterna till den här typen av agerande för att snedvrida konkurrensen minskar, vilket talar för att konkurrensen kan komma att öka.

**Genom Code of Conduct blir priserna mer genomlysta inom clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner.** Det – tillsammans med möjligheten att etablera länkar mellan marknaderna inom EU – innebär att konkurrensen kan öka i och med de många möjligheter till gränsöverskridande handel som har öppnats.<sup>103</sup>

102 För en diskussion av de problem som hindrar effektiviteten inom clearing och avveckling, se Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001.

103 Ett exempel på detta är Link Up Markets som är ett samarbetsprojekt mellan sju centrala värdepappersförvarare i Europa (svenska VPC deltar i dagsläget inte). Det kommer med största sannolikhet i någon utsträckning påverka den europeiska värdepappersmarknaden.

## TARGET2 SECURITIES

**ECB har planer på att bygga TARGET2 Securities för att effektivisera hanteringen av värdepapper över gränserna.** För drygt två år sedan inleddes projektet som utreder möjligheten att bygga en ny infrastruktur för avveckling av värdepapperstransaktioner i euro.<sup>104</sup> Tanken är att alla värdepappersaffärer mellan säljare och köpare i olika europeiska länder ska avvecklas i samma system, TARGET2 Securities. Affärer med värdepapper som sker över gränserna skulle därmed avvecklas på liknande sätt som nationella affärer idag avvecklas hos de nationella värdepappersförvararna. Förhoppningen är att detta ska leda till lägre kostnader för att avveckla värdepapper över gränserna. Det nya systemet förväntas kunna vara i drift senast 2013.

**Under försommaren 2008 kommer ECB att besluta huruvida systemet skall byggas.** ECB har involverat både marknadsdeltagare och centralbanker i berörda länder för att utarbeta och utvärdera förslaget. Bankföreningen i Sverige bildade under 2007 en användargrupp<sup>105</sup> som företräder den svenska marknaden. I denna grupp ingår Riksbanken som observatör. Baserat på de kommentarer som ECB har fått från intressenterna väntas ECB-rådet fatta ett beslut i juli.

**Effektivitetsvinster och kostnadsbesparingar är viktiga variabler vid övervägandet huruvida TARGET2 Securities skall byggas.** Den tjänst som TARGET2 Securities erbjuder och dess kostnader måste vägas mot de tjänster och kostnader som marknadsdeltagarna möter idag. TARGET2 Securities är ett långsiktigt projekt som kommer att påverka marknaden. Till exempel skulle TARGET2 Securities å ena sidan kunna medföra ökad konkurrens mellan de centrala värdepappersavvecklingarna och därmed leda till lägre avvecklingskostnader och påskyndad harmonisering. Å andra sidan bör existerande system för clearing och avveckling ges möjlighet att erbjuda nya tjänster som kan minska avvecklingskostnaden eller skapa synergier genom att samarbeta med andra centrala värdepappersförvarare.

**Koncentrationsriskerna ökar med TARGET2 Securities, men de bör vara hanterbara.** Om en stor del av Europas värdepappersavveckling skulle koncentreras genom ett system som TARGET2 Securities skulle de ansvariga komma att utvärdera systemet utifrån internationella standarder.

104 Även andra valutor har möjlighet att delta.

105 En så kallad National User Group.

## SLUTSATSER KRING DE TRE INITIATIVEN

**En alltmer global finansmarknad ställer krav på integration.** En mer integrerad marknad för värdepappershandel leder till ökad konkurrens över gränserna och bättre möjligheter att utnyttja skalfördelar och synergier. Säkra och effektiva marknader är i sin tur väsentliga för det finansiella systemet och dess funktions sätt och kommer alla till del, inte minst slutkunden.

**Samtidigt som en mer integrerad värdepappersmarknad i Europa leder till ökad effektivitet skapas nya risker som måste hanteras.**

Integration mellan marknader skapar ömsesidiga beroenden mellan dessa, på ett sätt som inte alltid är fallet i den finansiella infrastrukturen idag. Integrationen kan därtill leda till ökade koncentrationsrisker. För att uppnå de effektivitetsvinster som integration och harmonisering innebär är det därmed viktigt att en förståelse skapas och att incitament finns för att hantera de risker detta för med sig.

**Integration ställer också krav på berörda myndigheter att ta större hänsyn till utvecklingen utanför Sverige.**

Redan idag handlas svenska aktier på marknadsplatser utanför Sverige. Samtidigt är det rimligt att tro att alltmer av den hantering som sker efter handeln inom en snar framtid kommer att ske utanför Sverige. De möjliga källorna till instabilitet i den finansiella infrastrukturen blir därmed annorlunda och finns i allt högre grad utanför Sverige. Centralbanker liksom tillsynsmyndigheter behöver därmed ompröva sina arbetsmetoder och mål för att säkerställa en avvägning mellan nationell finansiell stabilitet och den fortsatta utvecklingen av en effektiv global värdepappersmarknad.

**B**anker genomför stora transaktioner i utländsk valuta. I samband med dessa transaktioner uppstår risker i avvecklingen. Ett sätt att minska riskerna är att använda CLS Bank (CLS).<sup>106</sup> Sedan CLS startade sin verksamhet 2002 har användandet ökat, inte minst bland svenska banker, och riskerna har därigenom minskat. Dock återstår fortfarande betydande risker i avvecklingen av valutatransaktioner.

Vid valutahandel säljs en valuta mot en annan. Betalningar går därmed i båda riktningar mellan motparterna. Avvecklingsrisk uppstår eftersom det finns ett tidsglapp mellan avslut, betalningsinstruktion och leverans. Den största risken är att banken betalar för den köpta valutan, men att motparten inte levererar enligt överenskomelse, så kallad Herstattrisk.<sup>107</sup>

Riskerna med avvecklingen har minskat under de senaste tio åren, enligt en rapport som nyligen publicerats av Bank for International Settlements (BIS).<sup>108</sup> En avgörande orsak är att allt fler använder sig av CLS, som startade sin verksamhet 2002. CLS tillhandahåller ett system för clearing och avveckling av valutatransaktioner. Genom att länka samman de valutapar som ingår i en transaktion eliminerar CLS den kreditrisk som är förknippad med avveckling av en valutatransaktion.<sup>109</sup>

Även om utvecklingen går åt rätt håll återstår betydande avvecklingsrisker. År 2006 avvecklades i genomsnitt 55 procent (cirka 2100 miljarder US dollar) av alla valutatransaktioner via CLS (se tabell R4). Det innebär att hela 45 procent (cirka 1700 miljarder US dollar) av transaktionerna avvecklas på riskfyllda sätt.

Av de valutatransaktioner som inte avvecklas i CLS går de flesta via korrespondentbank.<sup>110</sup> Detta ger upphov till exponeringar då det finns en risk att en bank betalar den valuta som sålts utan att få den valuta som köpts. Av rapporten som nämnts ovan framgår att dessa exponeringar är betydande i storlek och att de kan vara under en lång period - i genomsnitt över ett dygn och i vissa fall upp till tre dygn.

Fortfarande kvarstår därmed betydande risker vid avveckling av valutatransaktioner och arbetet med att reducera dessa bör fortgå. Ett sätt att minska dessa risker är att använda CLS i större utsträckning. I de fall det inte är möjligt att använda CLS, exempelvis vid affärer med valutor som inte är anslutna, bör instituten arbeta för att tidsperioden för exponeringen blir så kort som möjligt.

Den svenska kronan tillhör sedan 2003 de valutor som avvecklas via CLS. Av de svenska bankerna är Handelsbanken, Nordea och SEB direkta medlemmar i CLS. Swedbank är så kallad tredjepartsmedlem. Det innebär att Swedbank

Tabell R4. Avvecklingsmetod, andel av totalt värde avvecklat 2006 och 1997<sup>111</sup>

Avvecklingsmetod	2006		1997
	Avvecklat belopp	Avveckling i %	Avveckling i %
CLS	USD 2100 miljarder	55	-
Korrespondentbank	USD 1200 miljarder	32	84
Bilateral netting	USD 300 miljarder	8	15
Annat	USD 200 miljarder	5	1
TOTALT	USD 3800 miljarder	100	100

Källa: CPSS (BIS)

<sup>106</sup> För en beskrivning av CLS och CLS funktioner, se Finansiell stabilitet 2004:2 "Den finansiella infrastrukturen".

<sup>107</sup> Detta problem uppstod då den tyska banken Herstatt gick i konkurs under 1970-talet. Konkursen ledde till betydande likviditetsproblem och stora förluster för andra banker. Valutaavvecklingsrisken kallas därför ofta för Herstattrisk.

<sup>108</sup> Se rapporten "Progress in reducing foreign exchange risk", CPSS, maj 2008. Rapporten baseras på kvantitativ och kvalitativ information från 109 finansiella institut (merparten banker) i de 26 länder vars valutor ingår i CLS. Detta representerar ungefär 80 procent av marknaden i 15 valutaområden.

<sup>109</sup> CLS avvecklar för närvarande betalningsinstruktioner relaterade till FX spot, FX Forwards, FX option exercises, FX swaps, NDFs och FX option premiums. De valutor som ingår är amerikanska dollar, australiensiska dollar, brittiska pund, danska kronor, euro, hongkongdollar, japanska yen, kanadensiska dollar, koreanska won, norska kronor, nya zeeländska dollar, schweizerfranc, singaporedollar sydafrikanska rand och svenska kronor.

<sup>110</sup> Korrespondentbank innebär en bank som tar emot överföringar och utför banktjänster åt andra finansiella institut. För vidare beskrivning av korrespondentbank se Finansiell stabilitet 2001:2 "CLS Bank – förbättrad riskhantering på valutamarknaden".

<sup>111</sup> Progress in reducing foreign exchange settlement risk, CPSS, maj 2008 och "Reducing foreign exchange settlement risk: a progress report", CPSS, juli 1998 som inkluderade 63 institutioner som var verksamma i de länder vars valutor ingick i CLS det aktuella året.

---

deltar i systemet via en direktmedlem. Svenska banker använder CLS i något högre grad än genomsnittet. Av handeln i svenska kronor avvecklades i genomsnitt 66 procent via CLS år 2006. Att användandet inte är högre beror på att handel sker i valutor som inte ingår i CLS

liksom att CLS inte tillhandahåller avveckling för all sorts valutarelaterad handel. Riksbanken ser därför positivt på en utvidgning av CLS verksamhet till att omfatta såväl fler valutor som fler valutarelaterade tjänster.



## ■ DEL 2. ARTIKEL





# ■ Likviditetsrisk i banksystemet

*Under höstens och vårens finansiella kris har likviditetsriskerna i det finansiella systemet gjort sig påtagligt påmind. När efterfrågan på flera värdepappersmarknader kollapsade under hösten 2007 drabbades banker i både USA och Europa av akuta finansieringsproblem. Hela den globala banksektorn har sedan dess påverkats av likviditetskrisen. Flera centralbanker har agerat under krisen för att försöka mildra påfrestningarna. Frågan är vad centralbanker och andra myndigheter kan göra för att minska riskerna i framtiden. Finns det ett behov av att skapa helt nya regelverk för hanteringen av likviditetsrisk?*

## Inledning

I sin allra enklaste form innebär likviditet tillgång till omsättningsbara medel för att möta åtaganden. Risker att ett företag eller institut inte har tillräckligt med likvida medel för att finansiera sin verksamhet kallas finansieringsrisk. Den är nära sammankopplad med så kallad marknadslikviditet. Att en marknad är likvid innebär att tillgångar kan köpas och säljas utan större prispåverkan. Med den definition vi använder i den här artikeln innebär en illikvid marknad att värdet på tillgångarna som handlas på marknaden har blivit så osäkert att marknadsaktörerna tvekar, och i vissa fall avstår från, att ställa priser. Det kan leda till problem med finansieringen för företag och institut som är beroende av att finansiera sig på marknaden.

Likviditetsrisk är en naturlig del av bankers verksamhet eftersom de normalt finansierar sig på kort löptid och lånar ut på längre. Det innebär att skulder förfaller och måste omsättas oftare än tillgångar. Banker blir därmed mycket beroende av tillgången på finansiering. Bankers verksamhet bygger också på att bära kreditrisk, som är sammanlänkad med likviditetsrisk. Ju större osäkerhet om kreditvärdigheten i en banks låneportfölj, desto svårare att finansiera sig eller sälja vidare lån till en tredje part. Banker kan begränsa sin kreditrisk genom att välja låntagare med omsorg. Likviditetsrisken är svårare att hantera eftersom den är beroende av fungerande marknader i stort. Den är också beroende av insättarnas förtroende för banken.

Under senare år har strukturella förändringar medfört att bankerna i sin finansiering har blivit alltmer beroende av väl fungerande marknader. Samtidigt har bankers klassiska roll som bärare av kreditrisk delvis flyttats ut från banksystemet till andra aktörer. Att risker sprids är i grunden något positivt men i det här fallet har utvecklingen också inneburit att sårbarheten har ökat. Det har blivit tydligt under den finansiella krisen när minskad likviditet på vissa marknader, exempelvis på marknaden för strukturerade produkter och på interbankmarknaden, har skapat finansieringsproblem hos flera internationella banker.

Syftet med artikeln är att beskriva hur förändringarna i bankers sätt att hantera lån har bidragit till omfattningen av den finansiella krisen och hur likviditetsrisker har varit en drivande faktor. Därtill belyser

artikeln brister i dagens regleringar som blivit uppenbara under krisen, samt de utmaningar centralbanker har ställts inför det senaste året. Artikeln beskriver också hur krisen har påverkat banker och hur dessa arbetar för att hantera likviditetsrisk.

### Vad karaktäriserar den pågående finansiella krisen?

Bankkriser har varit relativt vanliga i världen under de senaste två decennierna. Men den nu pågående krisen är unik i avseendet att stora delar av det internationella banksystemet har påverkats av en likviditetsstörning under lång tid. Anledningen är att det uppstått en utbredd misstro och osäkerhet mellan banker, till följd av bland annat nya komplicerade och svårvärderade finansiella instrument, en minskad transparens och ett ökat beroende av kortfristig finansiering.

#### BANKER HAR UTVECKLAT ETT STÖRRE BEROENDE AV MARKNADSLIKVIDITET

I banksystemet har det skett ett strukturellt skifte i bankernas hantering av lån. Den traditionella och vanligaste modellen är att banker lånar ut pengar till företag och hushåll och behåller lånen som tillgång till dess att de förfaller. Det här brukar kallas "originate and hold". Under senare tid har allt fler internationella banker emellertid börjat tillämpa affärsmodellen "originate and distribute". Det innebär att lån ompaketeras och säljs vidare i form av värdepapper. Sådan värdepapperisering har i allt större utsträckning skett i så kallade strukturerade kreditinstrument, exempelvis CDO:s (Collateralised Debt Obligations). En förutsättning för att kunna sälja vidare de värdepapperiserade lånen är en likvid marknad.

Som en del i denna utveckling har speciella juridiskt fristående investeringsenheter utanför bankernas balansräkningar växt fram. Beroende på deras konstruktion kallas de antingen för SIV:ar eller conduiter. De investerar i tillgångar med hög avkastning och lång löptid, till exempel strukturerade kreditprodukter, och finansierar sig med att ge ut certifikat, så kallade Asset Backed Commercial Papers (ABCP). Eftersom certifikaten har kort löptid måste de omsättas med hög frekvens. Detta förutsätter att det ständigt finns investerare som är beredda att köpa certifikaten och därmed tillhandahålla likviditet.

#### BANKERS TRADITIONELLA ROLL ÄR DELVIS ERSATT AV ANDRA AKTÖRER

Samtidigt som nya instrument har introducerats har nya typer av aktörer vuxit fram som delvis har tagit över bankernas roller. Bland aktörerna finns förutom SIV:ar och conduiter bland annat hedgefonder och pensionsfonder. Att viss kreditrisk har flyttat ut ur banksystemet är fördelaktigt på så sätt att den fördelas på ett effektivt sätt bland fler aktörer. Samtidigt har utvecklingen medfört betydande risker.

För det första står ofta de nya aktörerna utanför myndigheternas tillsyn. Faktum är att framväxten av dessa aktörer till viss del är ett resultat av regelarbitrage. Enligt Baselreglerna måste banker kapitaltäckta sina tillgångar men reglerna gäller inte exempelvis SIV:ar och conduiter. Genom att sälja tillgångar från sin egen balansräkning till sådana investeringsenheter kan bankerna minska sin balansomslutning och därmed frigöra kapital. Samtidigt tar investeringsenheterna över delar av banksystemets kreditrisk. De har också stått för transformeringen från korta skulder till långa investeringar. På så vis har investeringsenheterna kunnat tjäna pengar på skillnaden mellan kostnaden att finansiera sig på ABCP-marknaden och avkastningen på investeringarna.

Därtill har värdepapperiseringen och utvecklingen av nya komplexa kreditinstrument bidragit till att minska transparensen. Det har lett till svårigheter med att bedöma kreditrisken. En minskad transparens ökar risken att information förloras i processen, vilket i sin tur minskar möjligheterna för investerarna att informera sig om underliggande risker. Dessutom skapas ett så kallat "principal-agent"-problem eftersom kreditgivare och risktagare inte är samma aktör. För en kreditgivare som inte behåller lånen på sina egna balansräkningar, och därmed inte heller risken, minskar incitamenten att göra en noggrann kreditanalys. Vikten av att inte förlora sitt anseende bland investerare kan förvisso motverka risken för undermåliga kreditanalyser, men inte helt eliminera den.

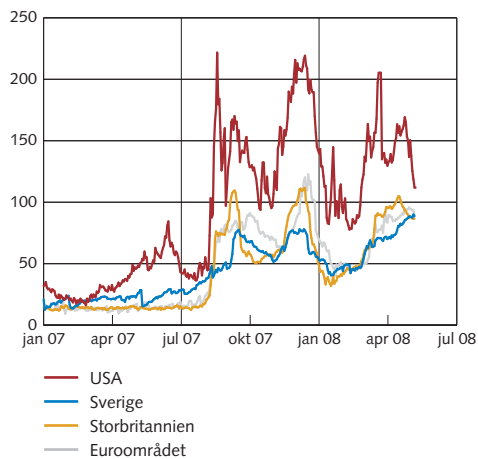
Till skillnad från banker kan aktörerna i skuggsystemet inte refinansiera sig i centralbanker. Det finansiella systemet har alltså skapat ett beroende av aktörer som är viktiga för den finansiella stabiliteten men som inte har tillgång till samma backup-faciliteter som bankerna. Dessutom är de vanligtvis uppbackade av mindre kapital än banker och därmed mindre motståndskraftiga mot chocker.

Ytterligare en roll som de nya aktörerna delvis har tagit över är att tillföra marknadslikviditet. I synnerhet har hedgefonder fått ökad betydelse i det avseendet. En av anledningarna är att de i sina handelsstrategier utnyttjar felprissättningar på marknaden. Genom att ställa priser för att köpa och sälja tillgångar rättar de till imperfektioner och tillför därmed likviditet till marknaden. Möjligheten att tillföra likviditet är dock avhängig deras förmåga att belåna sig. Krisen föregicks av en lång period av låga räntor, stabil makroekonomisk utveckling och hög riskvilja, som medförde en jakt på avkastning. För många hedgefonder tog sig det uttryck i allt högre belåningsgrader.

#### EN FÖRTROENDEKRIS

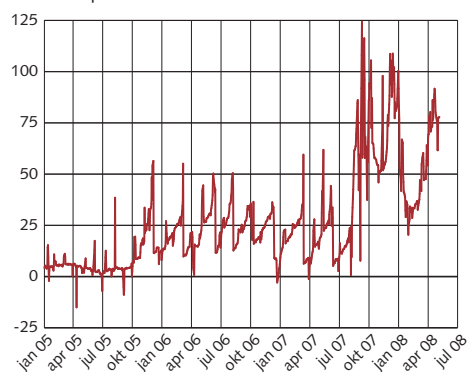
En förutsättning för marknadslikviditet är välinformerade investerare som är villiga att ta risk. Det kräver i sin tur att de kan värdera tillgångar. Marknadslikviditet handlar därför i stor utsträckning om tillgång till information. I takt med att problemen på subprime-marknaden och kreditmarknaden växte under sommaren 2007 ökade

**Diagram 1. Skillnaden mellan interbankräntor och statsskuldsväxlar med tre månaders löptid**  
Räntepunkter



Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2. Skillnaden mellan LIBOR 3 månader och overnight, EUR**  
Räntepunkter



Källa: Reuters EcoWin

osäkerheten. Det uppstod frågor om vilka banker som hade problem med kreditförluster eller utställda likviditetsgarantier till SIV:ar och conduiter.

Den kreditrisk som hade flyttats ut till sådana investeringsenheter hade betraktats som separerad från banksystemet. Men för att kunna emittera certifikat med hög rating var investeringsenheterna i stor utsträckning uppbackade av garantier. Inte sällan kom garantierna från den bank som ursprungligen sålt krediterna. När det visade sig att subprime-lån ingick i många investeringsenheters tillgångar föll efterfrågan på certifikaten och bankerna tvingades uppfylla sina likviditetsgarantier. Bankerna fick alltså ta tillbaka risken till sina egna balansräkningar. Även i de fall där banken inte själv hade ställt ut några garantier valde många ändå att ta tillbaka risken för att inte förstöra sitt anseende bland investerare. Det här skedde samtidigt som bankerna redan hade problem att sälja vidare andra krediter. Sammantaget blåstes bankernas balansräkningar upp och likviditetsproblem uppkom eftersom de nya tillgångarna behövde finansieras.

Många av de strukturerade produkterna som har växt fram är dessutom så komplicerade till sin konstruktion att de är svåra att värdera vilket minskat transparensen. Det har medfört att investerare haft svårigheter att bedöma sina motparters kreditvärdighet. Osäkerheten om den underliggande kreditvärdigheten hos ett antal finansiella aktörer har sedan lett till en mer generell osäkerhet om tillgången till finansiering och investerares framtida agerande. Under krisen har det blivit uppenbart att kreditanalysen i de värdepapperiserade subprime-lånen i många fall har varit bristfällig. Allt sämre kreditkvalitet i subprimelånen var också en utlösande faktor i krisförloppet.

Att banksystemet underskattade risken i sina åtaganden mot investeringsenheter beror sannolikt till stor del på komplexiteten i värdepapperiseringen och den minskade transparensen.

Under krisen har en rad olika tillgångar drabbats av fallande priser, däribland många strukturerade produkter. Fallande priser har lett till att banker ökat kraven på säkerheter, speciellt från högt belånade kunder. Det har bland annat påverkat flera hedgefonder, som tvingats sälja tillgångar och på så sätt minska sina belåningsgrader. Det har lett till ytterligare prisfall och en minskad likviditet för flera tillgångsslag.

Allt detta har bidragit till en förtroendekris på interbankmarknaden, den marknad där bankerna handlar med varandra. Banker har hamstrat likvida tillgångar i syfte att förstärka sina egna reserver. Man har också varit osäker på kreditrisken. Det här märks bland annat på den så kallade TED-spreaden, skillnaden mellan interbankräntor och statsskuldsväxlar, som ökat kraftigt (se diagram 1). Långgivare har också blivit ovilliga att låna ut på längre löptider, vilket speglas i skillnaden i räntor mellan en placering på 3 månader och en placering över natten, så kallad overnight (se diagram 2).

## Så har krisen påverkat banker

Den finansiella krisen har inneburit en rad kännbara konsekvenser för bankerna. Stigande räntor har ökat kostnaden för bankerna att finansiera sig via marknaden, speciellt på längre löptider. Det har gällt på både interbankmarknaden och värdepappersmarknaden. Oviljan att tillhandahålla lång finansiering har gjort att många banker tvingats finansiera allt större belopp på korta löptider, ofta på overnight-marknaden. Det har ökat riskerna i bankerna eftersom de har behövt omsätta sina skulder oftare.

Att vissa marknader för upplåning tidvis upphört att fungera har tvingat fram större utnyttjande av andra finansieringskällor. Exempelvis har det funnits ett stort finansieringsbehov i dollar för många europeiska banker som har ställt ut likviditetsgarantier till amerikanska conduiter. Försämrade likviditet på interbankmarknaden för dollar har gjort det svårt att låna på lång löptid. Det har gjort att många aktörer i stället fått använda sig av valutaswappar.<sup>112</sup> Det har i sin tur påverkat likviditeten också på denna marknad.

Ett flertal internationella banker har drabbats hårt. En av de första som fick problem var tyska IKB. I slutet av juni 2007 meddelades att IKB lidit stora förluster genom ett investeringsbolag som var kraftigt exponerat mot den amerikanska subprime-marknaden. Bara några veckor senare drabbades ytterligare en tysk bank, Sachsen Landesbank. Dessa var de två banker som hade de största likviditetsgarantierna i förhållande till sin finansiering av alla europeiska banker.

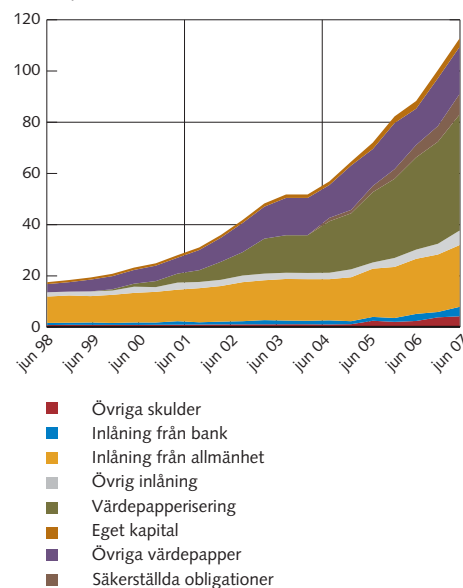
I september meddelade den brittiska banken Northern Rock att den hade akuta finansieringsproblem. Northern Rock var kraftigt beroende av kortsiktig värdepappersfinansiering. När likviditeten avtog i marknaden för värdepapperiserade tillgångar kunde Northern Rock inte refinansiera sig. De fick vända sig till Bank of England för nödkrediter. Problemen ledde till en uttagsanstormning bland insättarna.

Ett annat exempel på en bank som fått allvariga likviditetsproblem är den amerikanska investmentbanken Bear Stearns. I mitten av mars i år var finansieringsproblemen så stora att banken tvingades ta emot nödkredit. Federal Reserve försåg Bear Stearns med nödkrediter via JP Morgan Chase (Bear Stearns själva hade inte tillgång till refinansiering i centralbanker eftersom de var en investmentbank och inte en kommersiell bank). Bara några dagar senare meddelade JP Morgan att man hade för avsikt att köpa Bear Stearns, och garanterade samtidigt dess förpliktelser.

### PÅVERKAN PÅ SVENSKA BANKER

Finanskrisen har haft relativt begränsade effekter på de svenska bankerna. Deras ytterst begränsade exponeringar mot den typ av strukturerade produkter som drabbats av problem har spelat en avgörande

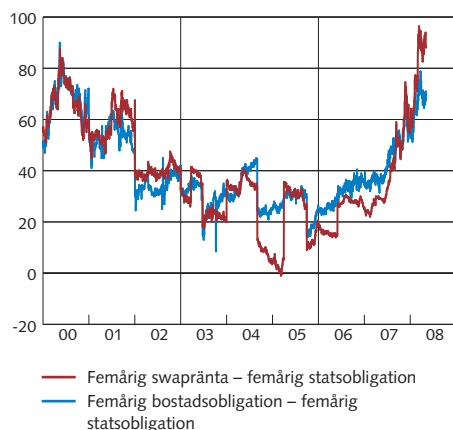
Diagram 3. Finansieringsstruktur Northern Rock  
Miljarder GBP



Källa: Bank of England

<sup>112</sup> En valutaswap är en överenskommelse om att köpa en valuta till dagens kurs för att sedan sälja tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs. På så vis kan tillfälliga finansieringsbehov i olika valutor täckas på valutaswapmarknaderna.

Diagram 4. Femårig bospread och swapspread  
Räntepunkter



Källa: Reuters EcoWin

roll här. De svenska bankerna har främst drabbats av högre kostnader för finansiering och vissa förluster i sina obligationsportföljer. Utnyttjandegraden av poster utanför balansräkningen har dock i princip varit oförändrad under krisen. Den svenska marknaden för säkerställda obligationer har varit en av få i Europa som har fungerat under hela krisen.

### Så hanterar banker likviditetsrisker

Den pågående likviditetskrisen har ökat fokus på bankers hantering av likviditetsrisker och väckt frågan om den är tillräcklig. I takt med att allt mer sofistikerade och komplexa instrument har växt fram, och ett ökat beroende av marknadsfinansiering, har vikten av god riskhantering ökat. Avsnittet nedan beskriver hur banker normalt arbetar för att hantera likviditetsrisk.

#### LIKVIDITETSPROGNOSE

En banks likviditetshantering syftar till att vid varje tidpunkt ha tillräckligt med betalningsmedel för att genomföra sina betalningar. För att bedöma behovet av likviditet gör banker prognoser. Eftersom osäkerheten ökar med tiden och många okända kassaflöden kräver antaganden är sådana prognoser svåra att göra. Bankerna gör ofta sina prognoser i form av GAP-analyser. De visar kassaflöden från förfallande tillgångar och skulder under olika tidsperioder.

För den kortsiktiga likviditetshandlingen gör bankerna prognoser för varje enskild dag. Prognoserna löper oftast från ett par dagar till ett par månader.<sup>113</sup> De kan dock komma att ändras fort, exempelvis till följd av stora transaktioner med bankens kunder. Prognoser på längre horisont ger en överblick över strukturella obalanser. Ett strukturellt underskott, vilket är det vanliga i banker, beror på att tillgångar med lång löptid har finansierats kortsiktigt. Genom att göra prognoser med längre horisont kan banker tidigt se stora nettoutflöden och planera för refinansiering. Det kan t ex handla om stora förfall av bostadsobligationer på IMM-dagar (International Money Market).<sup>114</sup>

Poster som ligger utanför balansräkningen är svåra att prognostisera. Det kan till exempel vara outnyttjade kreditåtaganden. Sådana poster exkluderas ofta ur likviditetsprognoserna eftersom det i regel saknas tillräckligt bra historiska data. Likaså tar man sällan hänsyn till kreditförluster i sina likviditetsprognoser. Man antar helt enkelt att motparterna återbetalar sina skulder till fullo.

För att stå emot oväntade utflöden, på både kort och lång sikt, håller banker en buffert av likvida tillgångar, en så kallad likviditetsreserv. Medlen i denna kan belånas i repor eller omsättas fort på marknaden, och ingår därför ofta i prognoser över kassaflöden.

<sup>113</sup> Institute of International Finance, "Principles of Liquidity Risk Management", March 2007.

<sup>114</sup> Standardiserade kontrakt omsätts normalt på IMM-dagar. Dessa infaller fyra gånger per år (tredje onsdagen i mars, juni, september och december).



## LIKVIDITETSRESERV

Bankers reserver av likvida tillgångar består framför allt av värdepapper som är belåningsbara hos centralbanker, eftersom de per definition kan omsättas till likvida medel. Det innebär att centralbankers regler om belåningsbara tillgångar delvis styr innehållet i reserverna. I mindre utsträckning hålls också värdepapper som inte kan belånas i centralbanker, men som bedöms vara likvida.

Avkastningen på tillgångarna i likviditetsreserven har betydelse för dess sammansättning, även om det normalt inte finns några explicita avkastningskrav. I viss utsträckning håller banker reserver i olika valutor men generellt förlitar man sig på att swapmarknaden fungerar.

Storleken på likviditetsreserven varierar mellan banker. Vad som är en lämplig storlek på en likviditetsreserv beror på flera olika faktorer. Storleken måste sättas i relation till tillgångarnas kvalitet samt duration och diversifiering i skuldportföljen. Dessutom har löptiden på finansieringen av likviditetsreserven betydelse. Sammantaget är det därför svårt att jämföra bankers likviditetsreserver. Många banker strävar efter en likviditetsreserv som kan försörja dem tills de har hittat alternativa långsiktiga finansieringskällor, om en situation uppstår där rådande finansieringskällor försvinner eller blir dyrare.

## LIMITER

Som en del i sin riskhantering har banker likviditetslimiter. De sätts normalt på koncernnivå, och fördelas ner i organisationen (till dotterbolag, divisioner, deskar etc.) Limiter reglerar och styr likviditetsrisk genom att begränsa utflöden av likvida medel. Ofta sätts en gräns som begränsar nettoutflöde per dag eller ackumulerat under en viss tidsperiod. Stora refinansieringsbehov på enskilda dagar eller under en lång period kan leda till ökade kostnader. Genom limiter säkerställer bankerna att de inte får större utflöden än vad som är rimligt att finansiera på marknaden givet sin risktolerans. Limiter kan också reglera hur länge banker ska ha positiva kumulativa kassaflöden utan ytterligare tillgång till finansiering på kapitalmarknaden. Det vill säga, förfallande tillgångar och skulder på redan ingångna kontrakt ska skapa ett positivt inflöde av likvida medel till banken under en viss period.

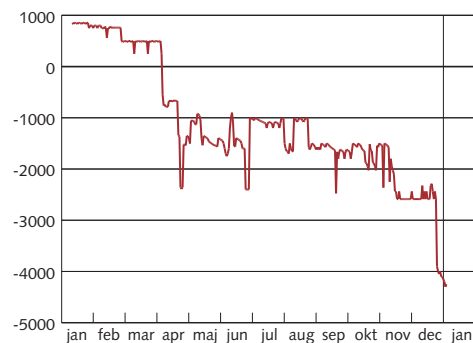
På längre horisont använder bankerna vanligtvis balansräkningsrelationer där förfallande tillgångar sätts i relation till skulder. Exempelvis används mått som visar hur stor del av bankens illikvida tillgångar som finansieras av långsiktiga/stabila skulder. En del banker har också en målsättning för hur stor likviditetsreserven ska vara i förhållande till total balansomslutning.

## Att reglera likviditet

Likviditetsbrist i en bank drabbar inte bara banken och dess ägare utan också småsparare, som knappast kan förväntas kontrollera en banks verksamhet. Därtill sprider sig snabbt en likviditetskris genom

Diagram 5. GAP-analys

Fiktivt exempel på kassaflöden från förfallande tillgångar och skulder under olika tidsperioder, Miljoner USD



Källa: Riksbanken

det finansiella systemet och drabbar andra banker. Det kan antingen ske via direkta exponeringar, om den drabbade banken ställer in sina betalningar och drar in kreditlinor till andra institut. Det kan också ske indirekt, om en banks likviditetsbrist väcker misstankar om finansieringsproblem i andra, liknande institut. Som konstaterades ovan har den finansiella krisen som inleddes i augusti 2007 i hög grad präglats av sådan misstänksamhet. Detta har väckt frågan huruvida dagens likviditetsreglering är tillräcklig.

#### NUVARANDE REGLERING AV LIKVIDITET

Den 1:a januari 2008 trädde nya kapitaltäckningsregler i kraft i Europa, Basel II. Regelverket föreskriver att banker ska ha "riskhanteringsystem och tillräckligt kapital för att hantera och täcka alla risker de möter". Men reglerna som preciserar hur mycket kapital banker ska hålla för att täcka olika risker berör inte likviditetsrisker. Anledningen är att en banks kapitaltäckning har liten bäring på likviditetsrisker. En hög kapitaltäckning borde visserligen motverka finansieringsproblem eftersom investerare då har mindre anledning att betvivla institutets solvens. Men det är långt ifrån en garanti mot likviditetsbrist.

Till skillnad från kapitaltäckningsreglerna finns inget harmoniserat regelverk för likviditet. Tvärtom är det betydande skillnader mellan regelverken i olika länder. Kapitaltäckningsdirektivet kräver visserligen att institut har en dokumenterad policy för likviditetshantering och att det finns åtgärdsplaner för att handskas med likviditetskriser. Men enligt en enkät som samarbetsorganet CEBS genomförde 2007 över likviditetsregleringar i EU/EEA var det endast ett land som krävde att likviditetspolicy skulle godkännas av tillsynsmyndigheten.<sup>115</sup> Samtliga tillsynsmyndigheter i enkäten kräver visserligen att instituten genomför likviditets-stresstester. Men det finns sällan några på förhand definierade kriterier på hur sådana tester ska utformas, eller vilken stressnivå som är acceptabel.

En traditionell komponent i många regelverk är så kallade likviditetskvoter. De är vanligen utformade så att likvida tillgångar ska uppgå till en viss andel av likvida skulder. En annan regel är limiter för hur stor skillnad det får vara mellan en banks ut- och inflöden över olika löptider. Tyskland antog i januari 2007 en ny likviditetsreglering. De särskiljer sig från andra länders reglering främst genom att de i likhet med Baselreglerna låter banker välja mellan en standardiserad och en avancerad metod. Under den avancerade metoden får banker använda egna interna kvantitativa modeller, givet att de godkänts av tillsynsmyndigheten. Bundesbank menar att den nya regleringen ska modernisera kvantitativa likviditetsregler genom att skapa en mer riskorienterad och principbaserad tillsynsregim.<sup>116</sup>

Sverige har i likhet med många andra europeiska länder anammat ett mer kvalitativt regelverk för likviditetsrisker. Fokus ligger främst på

115 "First part of CEBS technical advice to the European Commission on liquidity risk management: survey of the current regulatory frameworks adopted by the EEA regulators", CEBS, Augusti 2007.

116 Bundesbank.de.



bankens interna processer och system. I Sverige ska också banker och kreditmarknadsbolag med en balansomslutning över fem miljarder kronor rapportera kvartalsvis till Finansinspektionen. Rapporteringen är på en konsoliderad nivå och baseras på bankernas egna antaganden och modeller. Rapporten innefattar bland annat obalanser i kassaflöden samt större skulder på interbank- och penningmarknaden. Även Riksbanken inhämtar regelbundet likviditetsdata från de större bankerna.

En viktig del i många länders likviditetsskydd är insättningsgarantin. I någon form innebär den att staten garanterar en del av allmänhetens insättningar. Syftet med garantin är att förebygga uttagsanstormningar. Ett rykte om att en bank inte kan fullgöra sina betalningar blir snabbt självuppfyllande när finansiärerna drar sig undan. Om insättarna däremot vet att deras medel är garanterade minskar risken för en uttagsanstormning. Händelserna i Northern Rock visade dock att reglerna kring garantin, till exempel hur stora belopp som garanteras och hur snart insättarna kan få tillgång sina pengar, är avgörande för insättarnas beteende.

#### HUR SKA NY LIKVIDITETSREGLERING UTFORMAS?

Reglering och tillsyn av likviditetsrisk är föremål för översyn inom många länder och internationella organisationer.<sup>117</sup> Den finansiella turbulensen har påmint såväl myndigheter som marknadens aktörer att likviditetsrisker är ett eftersatt område. Hur bör man gå till väga i arbetet med att reformera regelverken?

Arbete pågår i flera internationella fora för att skapa internationellt harmoniserade regler och riktlinjer för tillsyn av likviditetsrisk i banker.<sup>118</sup> Arbetet är inriktat på att ge riktlinjer av principiell karaktär för att undvika stelbent detaljreglering. Organisationerna kommer att publicera sina riktlinjer under sommaren 2008. Enligt en ny rapport från Financial Stability Forum (FSF) kommer tillsynsmyndigheternas riktlinjer bland annat beröra följande områden:<sup>119</sup>

- Identifiering och mätning av alla typer av likviditetsrisker, inklusive sådana orsakade av åtaganden utanför balansräkningen
- Likviditetsstresstester som fångar systemrisk och är kopplade till bankens finansieringsplaner
- Hantering av intradagslikviditetsrisk som uppstår till följd av betalnings- och avvecklingsåtaganden
- Gränsöverskridande flöden och hanteringen av likviditetsrisk i utländsk valuta

117 Både Baselkommittén och Committee of European Banking Supervisors (CEBS) håller för tillfället på och utarbetar nya rekommendationer och principer för likviditetsrisk.

118 Baselkommittén för banktillsyn inom BIS, CEBS inom EU och inom Financial Stability Forum (FSF).

119 "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", FSF, 7 april 2008.

- Betydelsen av rapportering och marknadsdisciplin för att främja bättre hantering av likviditetsrisk

Internationellt harmoniserade riktlinjer för likviditetsriskhantering av principiell karaktär utesluter dock inte att tillämpningen skiljer sig mellan länder. Därmed riskerar gränsöverskridande banker även fortsättningsvis att möta olika regler för hantering av likviditetsrisk i olika länder. För att undvika detta är det viktigt att tillsynsmyndigheterna samarbetar internationellt och harmoniserar sin tillsyn och sina regelverk.

Riksbanken stöder ett kvalitativt och principiellt formulerat regelverk. Alltför enkla regler och kvoter kan bli missvisande och ge upphov till regelarbitrage när de tillämpas på banker och finansiella företag med skilda affärsmodeller. Limiter av olika slag kommer inte heller hjälpa mot allvarliga likviditetsstörningar, som till exempel uttagsanstormningar.

Tillsynsmyndigheterna har en naturlig roll i att utforma riktlinjer för hur likviditetsrisk ska bedömas och rapporteras. Ett exempel är utformningen och utvärderingen av stresstester av likviditet. De har också en skyldighet att ingripa om en risksituation identifieras. Det är också oklart i vilken mån det idag finns möjlighet att straffa en bank för bristande likviditetshantering genom att ålägga den större kapitalkrav enligt pelare 2 i baselregelverket. En löpande dialog mellan marknadsaktörer och tillsynsmyndigheter är nödvändig för att uppnå en samsyn om hur likviditetsrisker ska bedömas.

Det mest effektiva sättet att säkerställa kostnadseffektiv likviditetshantering är förmodligen att kräva större transparens från bankerna. Den finansiella turbulensen har ökat kraven på banker och finansiella institut att redogöra för sina åtaganden på och utanför balansräkningen. De institut som brister i transparens kommer att straffas av ratingföretag och investerare och möta högre finansieringskostnader. Marknadens aktörer har således själva incitament att förbättra transparensen. Genom pelare 3 i baselregelverket kan tillsynsmyndigheterna skynda på den här processen och sätta standarden på den information instituten ska lämna till marknaden. En standardisering av rapporteringen av strukturerade produkter kan vara ett sätt att minska risken för att osäkerhet ska uppstå.

## Centralbankers roll

Centralbankerna har alltid möjlighet att tillföra likviditet till bankerna i den egna valutan. Det sker vanligen genom att centralbanken köper eller lånar (repar in) värdepapper från bankerna, i utbyte mot pengar. De flesta centralbanker har också ett explicit mandat att ge nödkrediter. Det innebär att de kan ge särskilt likviditetsstöd till banker under förutsättning att de är kreditvärdiga. Dessutom har många centralbanker marknadsvårdande uppgifter.

Flera centralbanker har genomfört ett antal speciella åtgärder som en följd av finanskrisen. Under några tillfällen när den finansiella oron varit extra intensiv har många banker föredragit att placera sin överskottslikviditet i centralbankerna i stället för på interbankmarknaden. De kortaste interbankräntorna har stigit kraftigt och för att stabilisera dem kring den penningpolitiska styrräntan har centralbanker utökat sina repor.

Ett antal centralbanker har även utvidgat listan över de säkerheter som bankerna kan använda när de lånar hos centralbanker. Några centralbanker har också erbjudit bankerna statspapper i utbyte mot mindre likvida bostadspapper. Syftet har varit att göra de värdepapper bankerna har i sina portföljer mer likvida. Det hjälper banker som har fått svårt att sälja eller belåna sina värdepapper på marknaden. Men det innebär också att centralbankerna tar på sig en viss kreditrisk. Dessutom har de höga interbankräntorna och svårigheten att finansiera sig på längre sikt rest krav på att centralbanker ska låna ut på längre löptider. Många centralbanker har använt sig av längre repor för att försöka pressa ner interbankmarknadsräntorna på lite längre löptider.

Risken med det här agerandet är att marknaden för vissa värdepapper förblir illikvida. Bankerna blir då beroende av centralbanken som finansiär. Händelserna i Northern Rock visade att likviditetsstöd från centralbanker är förknippade med ett stort stigma: ett institut som vänder sig till centralbanken signalerar i princip att den inte klarar att få finansiering på annat sätt. Detta riskerar att avskräcka ännu fler investerare och - i värsta fall - ge upphov till uttagsanstormning. Behovet av finansiering genom centralbanken riskerar då att bli permanent.

#### SVENSKA FÖRHÅLLANDEN

Den svenska interbankmarknaden har hittills fungerat väl under turbulensen och de svenska bankerna har kunnat finansiera sig på marknaden, om än till något högre kostnad. Därför har inte Riksbanken behövt agera. Men händelserna har aktualiserat ett antal frågor också för svenska myndigheter. Analys och uppföljning av likviditetsrisker är en prioriterad fråga. Ett viktigt verktyg att hantera finansiella kriser är ett effektivt regelverk för att hantera finansiella institut i obestånd. Händelserna i Northern Rock visade på brister i den brittiska lagstiftningen, brister som i högsta grad delas av den svenska. Det nya regelverket måste ge staten en stark förhandlingsposition så att systemviktiga institut snabbt kan tas över eller säljas, utan att flödena i det finansiella systemet kollapsar. Ett sådant regelverk skulle ge marknadens aktörer rätt incitament att prissätta och hantera kredit- och likviditetsrisker.

## Avslutande kommentarer

Under det senaste decenniet har det skapats en rad innovationer på de finansiella marknaderna. Komplexa strukturerade instrument har växt fram, och likaså nya aktörer som hanterar risk. I goda tider leder detta till spridning av risker och bättre likviditet än tidigare, men i dåliga tider (eller vid en plötslig förtroendekris) är systemet mer sårbart än förr. Detta har blivit påtagligt under den finansiella krisen där osäkerhet, misstro och brist på likviditet varit utmärkande.

Krisen har tydliggjort att likviditetsrisker är ett eftersatt område. Bankers egna åtgärder för att skydda sin likviditet har visat sig bristfälliga ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. Samtidigt finns det betydande brister i nuvarande reglering av likviditet.

Reglering och tillsyn av likviditetsrisk är nu föremål för översyn i många länder och internationella samarbetsorganisationer. I detta arbete är det viktigt att tillsynsmyndigheterna i olika länder samarbetar och harmoniserar sin tillsyn och sina regelverk. Myndigheterna och centralbanker måste noggrant överväga hur banker, andra institut samt de själva ska hantera frågorna i framtiden.

## ■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

■ 2007:2

### **Nya utmaningar kring finansiell stabilitet**

*Riksbanken uppmärksammar att stabilitetsrapporten fyller tio år genom en särskild artikel. 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 i det finansiella systemet. Men utvecklingen ställer också myndigheter med ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet inför en rad utmaningar. I artikeln beskrivs dessa utmaningar och vad de kan innebära för Riksbankens framtida arbete med finansiell stabilitet.*

■ 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. Turerna 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.*

Läs mer om ovanstående artiklar på Riksbankens webbplats:  
[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

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

## Ordlista

**Anskaffningsvärde:** Anskaffningsvärde är den summa företaget betalat för en tillgång vid anskaffningstidpunkten.

**Avkastning:** Skillnaden mellan hur mycket man placerat och hur mycket man får när pengarna betalas tillbaka, det vill säga vinst på satsat kapital.

**Avveckling:** Slutlig reglering av skuld, när pengar eller värdepapper överförs från en part till en annan, oftast betalning från ett konto till ett annat konto.

**Avvecklingsrisk:** Risk för att någon av de inblandade parterna i den slutliga regleringen av en skuld inte kan fullfölja sina åtaganden.

**Balansräkning:** Visar företagets ekonomiska ställning vid ett visst tillfälle. Den består av en tillgångssida som redovisar företagets tillgångar, t ex likvida medel, bankmedel, fordringar och en skuldsida, som innehåller poster som företagets egna kapital, banklån mm.

**Basel II:** Regelverk för banker som reglerar hur mycket kapital en bank måste hålla i förhållande till den risk den tar.

**Baspunkt:** Se räntepunkt.

**Carry trade:** En strategi som går ut på att spekulera i att valutakursen i ett land med hög räntenivå inte kommer att försvagas i den utsträckning som ränteskillnaden gentemot ett annat lands valuta anger.

**CDS (Credit default swap):** Ett instrument som kan användas som en försäkring mot kreditrisk, exempelvis mot kreditrisken i en företagsobligation. Premien för CDS:en mäter då normalt kreditrisken i företagets underliggande tillgångar.

**CDO (Collateralized debt obligation):** Ett strukturerat kreditinstrument där obligationer från många olika värdepapperiserade lånepportföljer och andra tillgångar har satts samman. Denna ihopsatta portfölj struktureras sedan i olika delar med olika kreditrisk.

**Central värdepappersförvarare:** Den institution som hanterar värdepapperstransaktioner efter affärsavslut.

**Central motpart:** Den institution som går in som säljare till alla köpare och köpare till alla säljare av de instrument som handlas.

**Clearing:** När instruktioner sammanställs om överföring av en betalning till betalningsmottagarens konto.

**Code of Conduct for Clearing and Settlement:** En uppförandekod undertecknad av berörda marknadsaktörer i Europa med huvudsakligt syfte att öka pristransparensen för tjänster för värdepappershantering.

**Courtage:** Transaktionskostnad när en tillgång säljs eller köps.

**Derivat:** Ett finansiellt instrument som innebär överenskommelser om förpliktelser, rättigheter eller andra förutsättningar vid en given framtida tidpunkt. Värdet på ett derivat är kopplat till en underliggande tillgång. De vanligaste derivatinstrumenten är optioner, terminer och swappar.

**Disponibel inkomst:** Summan av alla inkomster som en person eller ett hushåll förfogar över minus skatter och avgifter.

**Driftnetto:** Anger skillnaden mellan hyror och drift- och underhållskostnader för en fastighet eller fastighetsföretag.

**EDF (Expected default frequency):** Sannolikheten att ett börsnoterat företag ska gå i konkurs inom ett år. Beräknas som sannolikheten att marknadsvärdet på företagets tillgångar understiger storleken på dess skulder när de förfaller. Används som mått på konkursrisk.

**Eget kapital:** Post i företagets balansräkning som visar skillnaden mellan tillgångar och skulder, innehållande exempelvis kapital som tillskjutits av ägare, balanserade vinstmedel och reserver.

**EMBI :** Emerging Market Bond Index.

**Emission:** Utgivning av värdepapper.

**Finansiella marknader:** Den marknad där finansiella tillgångar köps och säljs. De finansiella marknaderna i Sverige är aktie-, ränte- och valutamarknaden.

**Hedgefond:** Ett samlingsbegrepp för olika typer av fonder som har större placeringsfrihet än vanliga fonder. De kan till exempel belåna stora delar av portföljen och satsa stor del i enskilda papper och gardera sig med terminskontrakt och optioner för att utjämna risken. De kan också blanka, det vill säga sälja tillgångar som de inte äger.

**IMM-dagar:** IMM står för International Money Market, och IMM-dagarna är de fyra dagar som finansiella terminskontrakt prissätts mot på IMM-avdelningen på Chicago-börsen. Dessa inträffar den tredje onsdagen i mars, juni, september och december.

**Implicit volatilitet:** Beskriver marknadsaktörernas förväntningar om framtida variationer i börskurserna, och beräknas från prissättningen av aktieoptioner.

**Interbankmarknaden:** Den marknad där bankerna handlar räntor och valutor sinsemellan.

**Interbankränta:** Den ränta till vilken bankerna kan finansiera eventuella underskott eller placera eventuella överskott på interbankmarknaden i slutet av varje affärsdag.

**Investmentbank:** En bank som emitterar och säljer finansiella tillgångar. De ger även finansiell rådgivning till sina kunder samt handlar för egen räkning.

**K/T-tal:** Se köpeskillingskoefficient.

**Kapitalbas:** Består av kapital som står till förfogande för att täcka ett instituts eller en banks förluster.

**Kapitalmarknad:** Samlingsnamn för aktiemarknad, kreditmarknad och derivatmarknad.

**Kapitaltäckningsregler:** Regler gällande miniminivå av kapital för banker. Se Basel II.

**Kassaflöde:** Beskriver de verkliga in- och utbetalningarna inom ett företag för en viss mätperiod.

**Koncern:** En grupp av företag förenade genom ägande.

**Konkurs:** Rättsligt förfarande som innebär att i princip alla tillgångar som en skuldsatt fysisk eller juridisk person har, tas om hand för betalning av samtliga skulder.

**Korrespondentbank:** En bank kan använda sig av banker i andra länder, korrespondentbanker, för att genomföra en betalning i en annan valuta än den inhemska.

**Kredit:** Rätt att mot en viss ersättning, främst ränta, disponera en viss summa pengar tillhörande kreditgivaren (vanligtvis en bank).

**Kreditmarknad:** En marknad för lånat kapital för korta och långa lån. Ett samlingsbegrepp för penning- och obligationsmarknad.

**Kreditransonering:** Situation som uppstår på kreditmarknaden när långivarnas utbud av krediter är mindre än de potentiella låntagarnas efterfrågan vid rådande kreditvillkor.

**Kreditrisk:** Risken att en låntagare inte fullgör sina förpliktelser.

**Kreditspread:** Avser skillnaden mellan olika typer av räntor för värdepapper med samma löptid men olika kreditrisk, exempelvis skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och räntan på statsobligationer.

**Kreditvärderingsinstitut:** Företag som ger ut ratings dvs. gör en bedömning av kreditvärdigheten hos företag och indirekt på företagets värdepapper.

**Köpeskillingskoefficient:** En fastighets köpeskillning dividerat med dess taxeringsvärde

**Likviditet:** Ett mått på ett företags eller en organisations kortsiktiga betalningsförmåga. Med likviditet kan även avses en tillgångs möjlighet att snabbt omsättas i pengar.

**Marknadsrisk:** Marknadsrisk är förlustrisken till följd av ofördelaktig utveckling på de finansiella marknaderna för huvudsakligen räntor, aktier och valutor.

**MBS (Mortgage-backed securities):** En specifik variant av värdepapperisering som innebär handel med värdepapper som har belåningar på fastigheter som underliggande tillgång.

**MiFID (Markets in Financial Instruments Directive):** EU-direktiv om marknader för finansiella instrument som tillämpas i EU:s medlemsstater sedan 1 november 2007.

**Motpartslimiter:** Fastställt belåningsutrymme för motpart.

**Municipal bonds:** Obligationer utgivna av kommuner.

**Nedskrivning:** Innebär inom redovisning att en tillgångs bokförda värde minskas till ett belopp som motsvarar tillgångens marknadsvärde.

**Nettoförmögenhet:** Tillgångar minus skulder. Nettoförmögenheten kan således även vara negativ.

**Nuvärde:** Värdet av ett framtida belopp i dag. Beräknas främst i samband med investeringskalkyler.

**Nyemission:** Innebär att ett aktiebolag ger ut (säljer) nyemitterade aktier och därigenom stärker bolagets bundna egna kapital.

**Obligation:** Löpande skuldförbindelse eller skuldebrev som utges (emitteras) av stat, kommun, kreditmarknadsbolag, hypoteksinstitut eller större företag. Obligationer har i allmänhet lång löptid, minst ett år. När löptiden gått ut återbetalas obligationens nominella belopp.

**Obligationemarknad:** Den del av kreditmarknaden som utgörs av räntebärande värdepapper med en löptid på mer än ett år.

**Operativ risk:** Operativ risk är risken för förluster till följd av felaktiga eller otillräckliga interna rutiner, felaktiga system eller till följd av yttre händelser.

**P/E-tal (Price/Earnings):** Beskriver priset på en aktie i förhållande till förväntad vinst.

**Penningmarknad:** En marknad som består av banker och andra finansinstitut som tar emot kortfristig inlåning och ger kortfristig utlåning, från en dag upp till ett år. Penningmarknaden är den del av kreditmarknaden som avser lån med kortare löptid än ett år.

**Primärkapital:** En del av bankernas kapitalbas (se definition). Den består av eget kapital inklusive obeskattade reserver med avdrag för goodwill.

**Primärmarknad:** Primärmarknaden är den marknad där värdepapper säljs för första gången (vid emission).

**Provisionsnetto:** Intäkter minus kostnader för sålda tjänster när de inte betraktas som ränta, exempelvis tjänster rörande betalningar, aktiehandel, kapitalförvaltning och kortverksamhet.

**Reporänta:** Riksbankens viktigaste styrränta.

**Risikfria tillgångar:** En risikfri tillgång ger en viss avkastning utan att investeraren exponeras för någon form av risk. Approximeras i praktiken med statsobligationer.

**Risikkapital:** Avser eget kapital eller ägarkapital. Kallas även venture capital. Att det heter risikkapital beror på att risktagandet är större än vid utlånat kapital.

**Risikkapitalbehov:** Det kapital som behövs för att klara eventuella förluster utöver de förväntade.

**Risikkapitalbolag:** Bolag som satsar eller förmedlar risikkapital.

**Risikpremie:** Den extra avkastning investerare kräver för att kompenseras för risk.

**Räntabilitet:** Begrepp som används inom lönsamhetsbedömning, och som i princip är att jämföra med avkastning.



**Räntekvot:** Hushållens ränteutgifter efter skatt i relation till disponibla inkomster.

**Räntemarknad:** På räntemarknaden handlas instrument som ger en avkastning, en ränta. Räntemarknaden brukar delas in i obligationsmarknaden och penningmarknaden.

**Räntenetto:** Består främst av ränteintäkter från utlåning minus räntekostnader för upp- och inlåning.

**Räntepunkt:** En räntepunkt är en hundraedels procent, det vill säga 0,01 procent. 100 räntepunkter motsvarar således 1 procent.

**Räntetäckningsgrad:** Räntetäckningsgraden är ett mått på företagets förmåga att betala de finansiella kostnaderna.

**Sekundärmarknad:** Andrahandsmarknad för handel med utgivna värdepapper.

**Skuldkvot:** Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst.

**Skuldsättningsgrad:** Ett företags skulder i förhållande till totala tillgångar.

**Solvens:** Företags förmåga att betala sina skulder allt eftersom de förfaller.

**Spread:** Anger vanligen skillnaden mellan två räntor. På obligationsmarknaden mäts spreaden i räntepunkter (se räntepunkt).

**Stresstest:** Analys av olika scenarier för att testa vilken motståndskraft bankerna har mot oväntade och negativa händelser.

**Strukturerade produkter:** Består av pooler av värdepapperiserade lån. De vanligaste produkterna är så kallade collateral debt obligation (CDO) samt Mortgage-backed securities (MBS).

**Styrränta:** De räntor som en centralbank sätter i penningpolitiskt syfte. I Sverige är de reporäntan, samt in- och utlåningsräntan. Reporäntan är den viktigaste styrräntan.

**Säkerställda obligationer:** En obligation där innehavaren har särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditvärdigheten normalt är bättre än för obligationer som inte är säkerställda, vilket medför att upplåningskostnaderna sänks.

**T/N-räntan:** Räntan i depositkontrakt som standardiserar in- och utlåningen utan krav på underliggande säkerheter till en i förväg bestämd ränta (T/N-ränta) och löptid (från i morgon till i övermorgon, T/N, from Tomorrow to the Next day).

**TARGET2 Securities:** En av ECB planerad infrastruktur för avveckling av värdepapperstransaktioner.

**TCW (Total Competitiveness Weights):** Ett mått på kronans värde gentemot en korg av 20 olika valutor som är handelsviktade. Ett stigande värde betyder att kronans värde försvagas, korgen av valutor har blivit dyrare att köpa med svenska kronor.

**TED-spread (Treasury/euro-dollar-spread):** Anger skillnaden mellan interbankräntan på en viss löptid och motsvarande ränta på en statsskuldväxel.

**Vakansgrad:** Refererar till fastighetsmarknaden och anger andel outhyrda uthyrningsenheter.

**Value at Risk (VaR):** En statistisk metod som beskriver den maximala potentiella förlust som med viss sannolikhet kan uppstå under en viss tidsperiod. Används av investerare för att mäta risken hos en specifik tillgång eller hos en portfölj av tillgångar.

**Valutaswap:** En överenskommelse om att köpa en valuta till dagens kurs för att sedan sälja tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs.

**Valutatransaktion:** Transaktion som sker då en valuta handlas mot en annan valuta.

**Värdepapperisering:** En finansieringsmetod genom vilken ett antal lån (exempelvis bostadslån eller kontokortskrediter) sätts ihop, och säljs vidare till ett speciellt skapat bolag som i sin tur finansierar sig genom att ge ut värdepapper på marknaden.