



# Finansiell stabilitet

2008:2



# Innehåll

- FÖRORD 5
- SAMMANFATTANDE BEDÖMNING AV FINANSIELL STABILITET 7
- FINANSIELLA MARKNADER 15
  - Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna 34
- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 43
  - Den svenska hushållssektorn 44
  - Den svenska företagssektorn 49
  - Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsbolagen 53
  - De svenska bankernas låntagare i utlandet 56
  - Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn 60
- UTVECKLINGEN I BANKERNA 61
  - Lönsamhet och intjäning – affärsrisk 63
  - Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk 69
  - Finansiering – likviditetsrisk 73
  - Spridningsrisk 75
  - Stresstest av storbankernas motståndskraft 79
  - Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna 84
- DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN 87
  - Den svenska finansiella infrastrukturen under finanskrisen 88
  - Det nya tekniska systemet för stora betalningar i svenska kronor 90
  - Förändringar på den svenska värdepappersmarknaden 90
  - Kanaler för spridning av likviditetsstörningar 92
- ARTIKEL: Från lokal till global – dagens finanskris sedd i ljuset av gårdagens 99
- ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER 117
- ORDLISTA 119

■ FÖRDJUPNINGSRUTOR

Riksbanken och den finansiella stabiliteten 6

De amerikanska bostadsinstituten Fannie Mae och Freddie Mac 19

Svenska säkerställda obligationer 27

Utvecklingen i Island 31

Svenska aktörers syn på risker och  
den svenska marknadens funktion 35

De internationella myndigheternas åtgärder under hösten 2008 37

Åtgärder vidtagna av Riksbanken och  
andra svenska myndigheter under hösten 2008 40

Utveckling av storbankernas ut- och inlåningsmarginaler i Sverige 66

Riksbankens motpartsdata 77

Riksbanken ger likviditetsstöd till Kaupthing och Carnegie 78

Varför kan trögheter uppstå i  
betalningssystem i tider av finansiell oro? 89

## 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 möjlighet 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 5 och den 19 november. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 19 november.

Stockholm i november 2008

*Stefan Ingves*

RIKSBANKSCHEF

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

**Affärsbankerna utgör de centrala delarna av det finansiella systemet.** Samtidigt är bankers verksamhet speciell på flera sätt. 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 (Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank), som tillsammans står för omkring 75 procent av marknaden.** Utöver dessa banker består det finansiella systemet också av andra institut, av marknadsplatser och av den finansiella infrastruktur där transaktioner registreras och avvecklas. Infrastrukturen omfattar också det offentliga ramverket, det vill säga regler och tillsyn.

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

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

**Riksbanken är den myndighet som har möjlighet 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, Finansdepartementet och Riksgälden.** 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

Krisen på de globala finansiella marknaderna har förvärrats väsentligt under det halvår som gått sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades och det svenska finansiella systemet har under hösten påverkats påtagligt av den globala bristen på förtroende och likviditet.

Krisen påverkar de svenska bankernas resultat. De direkta förluster som härrör från den internationella finanskrisen har hittills varit begränsade och såväl bankernas lönsamhet som finansiella styrka är fortsatt god. Samtidigt är kreditförlusterna fortfarande historiskt låga och betalningsförmågan hos låntagarna god. Mot den bakgrunden bedömer Riksbanken att de svenska bankerna har tillfredsställande buffertar för att möta den uppkomna situationen.

Likviditetsriskerna har ökat påtagligt för de svenska bankerna i takt med att den finansiella krisen har förvärrats under hösten. Det har blivit betydligt svårare att finansiera sig på längre löptider och finansieringskostnaderna har stigit. De finansiella marknaderna har i många avseenden inte fungerat som de ska, vilket har lett till stora påfrestningar för bankerna.

Detta har medfört att svenska myndigheter, i likhet med myndigheter i andra länder, har varit tvungna att vidta åtgärder för att underlätta bankernas finansiering. Dessa åtgärder är i dag en förutsättning för att stabiliteten i det svenska finansiella systemet ska vara tillfredsställande.

För att värna den finansiella stabiliteten är Riksbanken även framledes beredd att tillföra den likviditet som behövs. Samtidigt innebär den nya lagen om stöd till kreditinstitut bland annat att stöd kommer att ges till banker som får sådana ekonomiska problem att det finns en risk för en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige.

## Riksbankens bedömning av den finansiella stabiliteten

### PROBLEMEN PÅ DE GLOBALA FINANSMARKNADERNA HAR NU TYDLIGT PÅVERKAT DET SVENSKA FINANSIELLA SYSTEMET

Krisen på de globala finansiella marknaderna har förvärrats under det halvår som gått sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades. Det som började som en kris på bolånemarknaden i USA har nu utvecklats till en världsomspännande likviditetskris, grundad på en misstro mot bankers överlevnadsförmåga. För närvarande råder det ett bristande förtroende inom den finansiella sektorn som helhet. Osäkerheten har gjort finansmarknadens aktörer ovilliga att handla med eller låna ut till varandra. När marknaderna fungerar sämre eller helt upphör att fung-

era slår det hårt mot enskilda finansinstitut, i synnerhet mot bankerna. Det innebär också att en av det finansiella systemets huvuduppgifter, att förmedla kapital, är utsatt för påfrestningar, vilket får konsekvenser även för den reala ekonomin.

De svenska bankerna har inte i någon större utsträckning varit exponerade mot de marknader eller institut som varit värst drabbade. Det förklarar varför den svenska finansmarknaden under krisens första år påverkades i mindre utsträckning än i många andra länder. Exempelvis fungerade den svenska marknaden för bostadsobligationer väl i ett internationellt perspektiv ända fram till i september. I takt med att krisen har förvärrats under hösten har dock det svenska finansiella systemet nu också påverkats tydligt av den globala bristen på förtroende och likviditet. Även i Sverige har olika delar av de finansiella marknaderna tidvis upphört att fungera. Till följd av osäkerheten och riskoviljan hos placerare har exempelvis efterfrågan på svenska statspapper ökat kraftigt samtidigt som efterfrågan på bostadsobligationer har minskat. Därtill har de svenska bankerna i likhet med de utländska fått allt svårare att finansiera sig på längre löptider. Detta har minskat utbudet av krediter till företag och allmänhet samt har drivit upp bankernas upplåningskostnader.

#### MYNDIGHETER RUNT OM I VÄRLDEN HAR VIDTAGIT KRAFTFULLA ÅTGÄRDER

Den globala förtroende- och likviditetskrisen har lett till att de finansiella marknaderna inte har fungerat som de ska, och i vissa fall har de inte fungerat alls. Detta har inneburit att centralbanker runt om i världen har varit tvungna att förse aktörerna med likviditet för att upprätthålla marknadens funktionssätt. Det har handlat om olika typer av generella åtgärder, exempelvis utökade lånefaciliteter i både inhemsk och utländsk valuta, och möjligheter att använda fler typer av värdepapper som säkerhet för dessa lån (se ruta De internationella myndigheternas åtgärder under hösten 2008). Därtill har länder behövt finna särskilda enskilda lösningar för att hantera problem i olika enskilda finansiella institut.

Det ursprungliga syftet med dessa åtgärder var att förbättra funktionen på de finansiella marknaderna. I takt med att krisen har förvärrats har dock åtgärderna i allt större utsträckning blivit en förutsättning för att det globala finansiella systemet ska fungera.

Även i Sverige har myndigheterna under hösten vidtagit en rad åtgärder (se ruta Åtgärder vidtagna av Riksbanken och andra svenska myndigheter under hösten 2008). För Riksbankens del har det bland annat handlat om att underlätta de svenska bankernas upplåning framför allt på lite längre sikt.

Riksbanken har också gett särskilt likviditetsstöd till Kaupthing Bank Sverige och Carnegie Investment Bank i syfte att upprätthålla förtroendet för kredit- och betalningssystemet, och för att säkerställa den finansiella stabiliteten.



Från statligt håll har därtill ett antal länder presenterat omfattande räddningspaket. Ett inslag i dessa paket har varit att genom kapitalinjektioner och köp av tillgångar underlätta funktionen i banksystemet. Bland annat den amerikanska kongressen har beslutat om ett räddningspaket och i euroområdet har länderna enats om åtgärds paket för att stabilisera det finansiella systemet. I Sverige ger den nya lagen om stöd till kreditinstitut möjlighet för regeringen att vidta nödvändiga åtgärder för att stärka stabiliteten i det finansiella systemet. Bland annat har ett statligt garantiprogram presenterats för att stödja bankernas och bostadsinstitutens medelfristiga finansiering, och en stabilitetsfond för att hantera eventuella framtida solvensproblem i svenska institut har inrättats.

#### VAD KRÄVS FÖR ATT FÖRTROENDET SKA ÅTERUPPRÄTTAS?

Även om de åtgärder som myndigheterna vidtar är nödvändiga för att lösa den akuta situationen på de finansiella marknaderna runt om i världen är de inte tillräckliga för att återskapa förtroendet. På längre sikt handlar det i stället om två saker. För det första krävs en ökad öppenhet om vilka banker och finansiella institut som har problem. Så länge osäkerheten kring detta består kommer aktörerna att vara ovilliga att handla med varandra och funktionen i det finansiella systemet kommer därmed att vara begränsad. För det andra finns ett behov hos vissa finansiella aktörer att se över sin kapital situation och anpassa denna till rådande förhållanden, antingen genom att tillföra kapital eller genom att dra ner verksamheten.

Situationen i Island är ett tydligt exempel på de risker som det innebär när balansomslutningen i banksystemet, i en liten öppen ekonomi med fria kapitalflöden, blir för stor i relation till landets bruttonationalprodukt (se ruta Utvecklingen i Island). På kort tid har staten tagit över stora delar av det isländska banksystemet, värdet på den isländska valutan har rasat och den isländska statens kreditvärdighet har sänkts. Vad som händer i Island påverkar dock inte direkt de svenska bankerna.

Det är först när bankernas balansräkningar internationellt har stabiliserats och aktörerna på de internationella finansiella marknaderna är klara över situationen i enskilda institut som läget kan normaliseras. Det är dock ett problem om denna process går för fort eller blir för kraftig eftersom det också innebär att bankernas utlåning till företag och hushåll minskar. Det får i sin tur negativa effekter på utvecklingen i den reala ekonomin.

När det gäller de svenska storbankerna har utvecklingen inte varit lika dramatisk som i många internationella banker. Deras förluster har varit fortsatt låga, vilket förklaras av att de inte i någon stor utsträckning varit exponerade mot de institut som haft störst problem. Men dåligt fungerande marknader påverkar ändå finansiellt starka banker som de svenska, eftersom de är känsliga för störningar som påverkar förtroendet. Det går därför inte att utesluta att fler svenska banker behöver se över sin kapital situation. För att garantera stabiliteten

under tiden denna process pågår måste svenska myndigheter fortsätta med sina åtgärder.

Läs mer om finanskrisens orsaker, förlopp och hantering i olika länder i artikeln "Från lokal till global – dagens finanskris sedd i ljuset av gårdagens", där krisen sätts i relation till den svenska bankkrisen i början av 1990-talet.

#### DEN GLOBALA KONJUNKTURAVMATTNINGEN FÖRVÄRRAS AV FINANSKRISEN

I sin oktoberrapport<sup>1</sup> bedömer Riksbanken att den globala konjunkturedgången blir betydligt djupare än vad som förväntades i den penningpolitiska uppföljningen i september. Redan då förväntades den finansiella oron bidra till konjunkturedgången i många länder. Men oron på de finansiella marknaderna har nu förvärrats avsevärt och bedöms få mer betydande negativa realekonomiska konsekvenser internationellt, vilket påverkar exportutsikterna för svenska företag. Samtidigt innebär ökad osäkerhet och sämre kreditmöjligheter i Sverige att hushållens konsumtion och företagens investeringar dämpas. Därutöver har hushållens förmögenhet minskat till följd av fallande aktie- och bostadspriser. Sammantaget innebär detta att aktiviteten i den svenska ekonomin i år och framför allt nästa år blir lägre än Riksbanken tidigare antagit. BNP-tillväxten i Sverige förväntas bli 0,2 procent 2009. Samtidigt bedöms den mest akuta finansiella krisen avta i början av 2009 och en återhämtning av konjunkturen sker mot slutet av nästa år. Osäkerheten är dock mycket stor när det gäller att avgöra när återhämtningen kommer.

I en konjunkturedgång påverkas bankernas intjäningsförmåga bland annat genom lägre utlåningsvolym och minskad finansiell aktivitet. Därtill kan sämre ekonomiska förutsättningar påverka hushållens och företagets betalningsförmåga, vilket kan leda till kreditförluster för bankerna.

#### MOTSTÅNDSKRAFTEN I DE SVENSKA BANKERNA ÄR GOD

Trots global konjunkturedgång och finanskris bedöms de svenska bankerna ha en fortsatt god motståndskraft för att hantera den uppkomna situationen och utvecklingen framöver. De förluster som härrör från den internationella finansiella krisen har hittills varit begränsade och såväl bankernas lönsamhet som finansiella styrka är god. Samtidigt är kreditförlusterna fortfarande historiskt låga. Därtill har flertalet av bankernas låntagare goda förutsättningar för att betala sina lån, även om betalningsförmågan bedöms försämrats i takt med att konjunkturen blir svagare. Det gäller framför allt företagen och de baltiska låntagarna.

<sup>1</sup> Se Sveriges riksbank (2008), "Penningpolitisk rapport 2008:3", oktober.

Även om lönsamheten är god har den fortsatt att minska under resultatperioden och kreditförlusterna har börjat stiga. Finanskrisen har bidragit till denna situation på flera sätt. Exempelvis har värdet på räntebärande värdepapper minskat, vilket påverkat bankernas resultat negativt. Dessutom har de fallande aktiepriserna lett till att de värdepappersrelaterade provisionsintäkterna minskat.

Därtill har bankernas likviditetsrisker ökat i takt med att krisen i allt större utsträckning har påverkat Sverige. Det beror på att det har blivit betydligt svårare att finansiera sig på längre löptider. Dessutom har finansieringskostnaderna stigit genom att kostnaderna för både inlåning och marknadsfinansiering ökat. Samtidigt har de svenska bankerna stora förfall som kräver finansiering de närmaste kvartalen. Trots att de svenska bankernas kapitalsituation och motståndskraft är goda, är Riksbankens och andra myndigheters åtgärder i dag en förutsättning för att stabiliteten i det finansiella systemet ska vara tillfredsställande.

#### DET FINNS BETYDANDE RISKER FRAMÖVER

Det finns ett antal risker för att situationen för de svenska storbankerna förvärras framöver. Nedan följer en uppräknig av de mest påtagliga riskerna (utan inbördes rangordning). Pilarna anger i vilken mån riskerna har ökat eller minskat sedan föregående stabilitetsrapport.

#### ↑ Utvecklingen på de finansiella marknaderna

För att de finansiella marknaderna ska fungera är de i dagsläget direkt beroende av att centralbanker runt om i världen genomför olika typer av likviditetsstödande åtgärder, och indirekt även av de statliga garantiprogrammen i många länder. Situationen är således allvarlig och innebär stora påfrestningar för bankerna.

Det finns en risk att situationen på de finansiella marknaderna förvärras. Det kan till exempel ske om fler marknader påverkas i sitt sätt att fungera eller om flera aktörer får problem. Sådana scenarier kan påverka bankerna både direkt och indirekt. I nuvarande läge, med fortsatt stor osäkerhet om vilka banker och finansiella institut som riskerar att få problem kan även mindre negativa händelser få stora spridningseffekter.

#### ↑ Effekterna av en sämre realekonomisk utveckling

Det finns en stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen framöver, bland annat eftersom det är svårt att bedöma den finansiella krisens effekter på realekonomin. Därtill finns det en risk att bankerna ytterligare stramar åt sin kreditgivning (så kallad credit crunch). Detta innebär att hushåll och företag får svårare att låna till konsumtion och investeringar, vilket dämpar aktiviteten i ekonomin.

Det finns därmed en risk att lågkonjunktoren blir allvarigare och mer långvarig än vad som förväntas i Riksbankens bedömning, och att ekonomin hamnar i en negativ spiral av fallande aktivitet och minskad kreditförsörjning.

- ↑ Riskerna har ökat
- ↗ Riskerna har ökat något
- Riskerna är oförändrade
- ↘ Riskerna har minskat

En sämre konjunkturutveckling leder till att bankerna påverkas negativt, både via intjäningen och via sämre betalningsförmåga hos dess låntagare. Framför allt finns det en risk att företagens betalningsinställelser kommer att öka mer än vad som förväntas i dagsläget. Detta gäller i synnerhet den kommersiella fastighetsbranschen där företagen har drabbats av finanskrisen genom finansieringssvårigheter och fallande priser.

#### ↑ Utvecklingen i de baltiska länderna

Det finns en risk att konjunkturedgången i de baltiska länderna blir långvarig. Sannolikheten för ett sådant utfall ökar allteftersom finanskrisen fortsätter. Kreditförlusterna i de svenska bankerna kan då bli större än förväntat.

### Stresstester

Den finansiella krisen har inneburit en enorm påfrestning för det globala banksystemet i och med att likviditeten på längre löptider i stort sett försvunnit från marknaderna. Trots att stresstester är en del av bankernas riskhantering, och att centralbanker och andra myndigheter genomför sådana kontinuerligt för att bedöma hur mindre sannolika händelser kan påverka bankernas motståndskraft, var det svårt att förutse omfattningen på dagens kris. Det beror bland annat på att stresstester vanligen fokuserar på bankernas kredit- och intjäningsrisk. Men även om bankernas likviditetssituation inte stresstestas direkt så fångas den delvis via effekterna på intjäningen. Därtill kan effekten av den ansträngda likviditetssituationen, i form av högre finansieringskostnader, testas.

I denna rapport presenteras resultatet av några av de stresstester som Riksbanken har utfört. Resultaten av samtliga stresstester ger vägledning om hur bankerna klarar olika scenarier med utgångspunkt i det ansträngda läge som i dag råder för bankerna.

I det första scenariot testas hur en kraftigt försämrad kreditvärdighet hos de baltiska låntagarna påverkar motståndskraften hos de banker som har stora exponeringar mot Baltikum. Enligt utfallet klarar både SEB och Swedbank en kraftigt försämrad utveckling i de baltiska länderna. Däremot har motståndskraften minskat något i SEB jämfört med resultaten i föregående två stabilitetsrapporter. I Swedbank har motståndskraften ökat, vilket beror på deras nyemission.

I det andra scenariot testar Riksbanken hur bankerna står emot en kraftig konjunkturedgång och därmed försämrad kreditvärdighet hos låntagarna. Enligt testet har bankerna fortsatt god motståndskraft mot en sådan utveckling, även om den har minskat något för de flesta bankerna.

I det tredje scenariot presenteras hur en omfattande recession i Sverige, Baltikum och omvärlden skulle påverka bankernas kreditför-

luster, intjäning och motståndskraft. Resultatet visar att de fyra storbankerna skulle klara även ett sådant kombinerat scenario.

Slutligen görs ett test av hur bankerna påverkas av högre finansieringskostnader, något som aktualiserats av den pågående finanskrisen. Kostnaden för bankernas finansiering via såväl inlåning som marknadsfinansiering antas öka markant. Resultaten visar att de högre finansieringskostnaderna skulle bli kännbara för bankerna, men inte på ett sätt som påverkar deras överlevnadsförmåga.



### Finansiella marknader – i korthet

Den globala finanskrisen har förvärrats sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades. Det skedde framför allt i samband med att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs. Detta innebar att förtroendekrisen mellan bankerna tilltog, vilket gjorde dem ännu mer försiktiga med att låna ut pengar till varandra. Osäkerheten medförde också att finansiella institut fick allvarliga problem med att emittera värdepapper med längre löptider och att handeln i vissa värdepapper upphörde helt. Under hösten har krisen i större utsträckning än tidigare även spridit sig till de svenska finansiella marknaderna.

Som en effekt av att krisen förvärrats har bankerna, både internationellt och i Sverige, fått det svårare att finansiera sig på långa löptider och interbankkräntorna har stigit. Samtidigt har den ökade efterfrågan på riskfria tillgångar medfört att räntan på statspapper har sjunkit. Krisen har också minskat efterfrågan på värdepapper emitterade av icke-finansiella företag och därmed har företagets finansieringsmöjligheter kringskurits. I Sverige har upplåningskostnaderna för de företag som lyckas emittera stigit betydligt. Under hösten har även den svenska marknaden för bostadsobligationer fungerat sämre än normalt.

För att lindra problemen på de finansiella marknaderna har myndigheterna i flera länder vidtagit kraftfulla åtgärder. Bland annat har centralbanker inrättat olika typer av lånefaciliteter för att förbättra funktionen på interbankmarknaderna, och i ett flertal länder har regeringarna presenterat omfattande räddningspaket i syfte att återupprätta förtroendet på de finansiella marknaderna.

Sammantaget bedöms osäkerheten på de globala finansiella marknaderna fortsätta att vara hög under en längre tid framöver. Förtroendet mellan finansiella institut kommer att återskapas först när det blir tydligt vilka banker och finansiella institut som har problem, och när bankernas kapitalsituation har anpassats till rådande förhållanden.

Finanskrisen bedöms dessutom få betydande real-ekonomiska konsekvenser.<sup>2</sup> Effekter på realekonomin är dock svåra att bedöma och osäkerheten är stor. Det finns en risk för att konjunkturedgången blir djupare än förutsett, vilket kan innebära att kreditförlusterna ökar.

<sup>2</sup> Sveriges riksbank (2008), "Penningpolitisk rapport 2008:3", oktober.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkar både bankerna och deras låntagare. Detta kapitel inleds med en övergripande beskrivning av utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den senaste stabilitetsrapporten. Därefter beskrivs vad som har hänt på valda delmarknader globalt och i Sverige under samma period. Det avslutande avsnittet belyser risker på de finansiella marknaderna.

## Krisen på de finansiella marknaderna

**Den finansiella oro som nu har pågått i över ett år började med "subprime-krisen" på den amerikanska bolånemarknaden.** Under lång tid hade amerikanska finansinstitut bedrivit en offensiv utlåning till betalningssvaga hushåll för att sedan sälja krediterna vidare till investerare världen över. När kreditförlusterna på dessa lån blev oväntat stora stod det klart att investerarna i stor utsträckning hade underskattat riskerna.

**Subprime-problemen var i första hand ett amerikanskt problem men eftersom lånen hade sålts vidare utanför USA fick oron redan från början fäste globalt.** Eftersom ingen visste var förlusterna skulle dyka upp uppstod snabbt en situation där förtroendet mellan banker och andra finansiella institut minskade och de blev försiktiga med att låna ut pengar till varandra. I stället började instituten öka sin likviditet för att klara sina egna åtaganden och för att kunna möta eventuella spekulationer om att de var exponerade mot subprime-lån. Därmed försämrades funktionssättet på interbankmarknaderna, såtillvida att bankerna fick problem att finansiera sig i längre löptider, och följaktligen steg också interbankräntorna kraftigt. För att underlätta dessa marknaders funktionssätt valde flera centralbanker att tillföra likviditet till interbankmarknaderna. Detta fick delvis önskad effekt men den misstro som uppstått bland bankerna undanröjdes inte.

**Allt fler tillgångsslag och allt fler geografiska marknader kom att påverkas när även låntagare med högre kreditvärdighet fick problem.** Problemen var heller inte längre bara en fråga om bristande kreditvärdighet hos amerikanska låntagare. Betalningsförmågan hos europeiska låntagare hade nu börjat ifrågasättas. I samband med att investmentbanken Bear Stearns i mars tvingades ställa in sina betalningar nådde oron sin första kulmen.<sup>3</sup> Efter att Federal Reserve medverkat till att Bear Sterns kunde övertas av JP Morgan lättade tillfälligtvis förhållandena på kreditmarknaderna, och interbankmarknaden började sakta fungera något bättre. Samtidigt minskade kreditriskpremierna avsevärt. Det tycktes som om förtroendet var på väg att återvända till de finansiella marknaderna.

<sup>3</sup> Se Finansiell stabilitet 2007:2 och 2008:1 för ytterligare information om vad som hände under andra halvåret 2007 och våren 2008.



**Under sommaren började dock orosmolnen att hopa sig igen i samband med att den amerikanska staten tvingades ta över bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac.** Redan i ett tidigt skede under sommaren försökte den amerikanska regeringen att lösa bolåneinstitutens problem genom att ge en statlig garanti till de båda företagen. Garantin innehöll en utökad likviditetsgaranti samt ett tillfälligt tillstånd för staten att köpa aktier i instituten för att på så sätt tillföra kapital till bolagen. Trots denna försäkring urgröptes investerarnas förtroende och aktievärdet på bolagen sjönk kraftigt vilket försvarade för bolåneinstituten att skaffa nytt kapital. I början av september tog staten över bolagen helt (se ruta De amerikanska bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac).

**Krisen accelererade ytterligare när investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkurs i september.** Detta skedde efter ett flertal misslyckade förhandlingar med andra banker om ett övertagande av banken och i frånvaro av statliga garantier mot framtida förluster. Förtroendekrisen mellan bankerna tilltog och blev värre än någonsin tidigare under krisen. Osäkerheten resulterade i att finansiella institut fick allvarliga problem med att emittera värdepapper även på kortare löptider och att handeln i vissa värdepapper upphörde helt. Detta medförde att bankerna för att klara sin finansiering lånade allt större volymer via interbankmarknaden till allt kortare löptider. På börserna världen över föll priserna på aktier kraftigt när ovissheten övergick till att handla om finansiella instituts överlevnad. Den finansiella krisen övergick från att vara en amerikansk subprime-kris till att bli en global förtroende- och likviditetskris med effekter på hela det globala finansiella systemet.

**Detta ledde till att en rad amerikanska och europeiska banker hamnade i akuta problem.** Till de banker och finansiella institut som blev uppköpta eller tagna under statlig kontroll hör bland andra Merrill Lynch som från att ha varit en kandidat till att köpa Lehman Brothers i stället blev uppköpta av Bank of America. Ytterligare ett exempel var försäkringsbolaget American Insurer Group (AIG) som erhöll ett tvåårigt lån på 85 miljarder dollar mot att staten tog över 80 procent av aktierna i bolaget. Av de fem stora investmentbanker som fanns vid årets början i USA finns i dag inga kvar.<sup>4</sup> I Europa förstatligades bland annat tyska Hypo Real Estate, brittiska Bradford & Bingley och delar av belgiska Fortis. Dessutom fick Dexia ett kapitaltillskott och senare även en statlig lånegaranti från Belgien, Luxemburg och Frankrike. I Norden tog den isländska staten över de tre största inländska bankerna, Landsbanki, Glitnir och Kaupthing (se ruta De internationella myndigheternas åtgärder under hösten 2008).

<sup>4</sup> Bear Stearns blev uppköpta av JP Morgan, Lehman Brothers försattes i konkurs och Merrill Lynch köptes av Bank of America. De återstående två, Goldman Sachs och Morgan Stanley, har ombildats till affärsbanker.

**Under hösten har den svenska finansmarknaden påverkats tydligt av den finansiella krisen.** Även svenska banker har fått svårare att finansiera sig långsiktigt och interbankkräntorna har stigit även här. Trots att situationen har förvärrats även i Sverige är det viktigt att notera att problemen inte är inhemskt genererade och att den svenska finansmarknaden har klarat sig relativt väl i ett internationellt perspektiv. Bankerna på den svenska marknaden har ett fortsatt förtroende för varandra och lånar ut pengar till varandra.

**Den finansiella krisen har krävt extraordinära åtgärder från myndigheterna.** Centralbanker har fortsatt agera för att förbättra och upprätthålla funktionen på de finansiella marknaderna. Därtill har regeringar agerat med omfattande åtgärds paket för att förhindra ytterligare fallissemang och för att underlätta den ansträngda situation som uppstått när flera finansiella institut i framför allt USA och Europa fått betydande problem som i vissa fall har lett till konkurs. Även i Sverige har Riksbanken, Riksgälden, Finansinspektionen och regeringen vidtagit åtgärder för att se till att den svenska penning- och obligationsmarknaden fungerar. Riksbanken har bland annat erbjudit lån i både dollar och kronor och regeringen har lagt fram en stabilitetsplan som innehåller dels en stabilitetsfond, dels ett garanti-program (se ruta Åtgärder vidtagna av Riksbanken och andra svenska myndigheter under hösten 2008).

## De amerikanska bostadsinstituten Fannie Mae och Freddie Mac

**B**olånekrisen i USA har lett till att de amerikanska bostadsinstituten Fannie Mae och Freddie Mac har nationaliserats. Deras verksamhet har under många år vuxit i sådan utsträckning att de blivit mycket viktiga för hela den amerikanska ekonomin. Nedan beskrivs deras speciella funktion, hur de kunde växa sig så stora och varför staten till slut tog över dem.

### *Stöd för bostadsmarknaden*

Det amerikanska bostadsinstitutet Fannie Mae skapades efter den stora depressionen på 1930-talet och Freddie Mac efter den så kallade Savings and Loans-krisen på 1980-talet. Bakgrunden var viljan att underlätta för allmänheten att få bostadslån. Bostadsinstitutens affärsmodell bygger på att de köper bostadslån av banker och därefter emitterar bostadsobligationer med bostadslånen som säkerhet. Om innehavarna av bolånen inte kan betala tillbaka sina lån garanteras återbetalning av Fannie Mae och Freddie Mac. Genom att på detta sätt garantera bostadslånen tar bostadsinstituten över kreditrisken från bankerna samtidigt som bostadsmarknaden förses med nya pengar.

### *Implicit statsgaranti*

Trots att de båda bostadsinstituten privatiserats och börsnoterats har de hela tiden haft nära band till staten. Exempelvis fastställer den amerikanska kongressen regelbundet ett antal mål som instituten ska uppfylla, däribland krav på att de måste köpa en viss andel bostadslån av låginkomsttagare och etniska minoriteter. Detta har gjort att de har uppfattats som halvprivata, statsgaranterade företag. Till följd av denna implicita statsgaranti har de båda bostadsinstituten kunnat expandera sin verksamhet kraftigt utan att investerarna har krävt högre ersättning i form av högre räntor. Aktieägarna har alltså haft ett incitament att öka riskerna utan att behöva stå för kostnaderna.

### *Nya lånetyper*

I början av 2000-talet började nya mer riskfyllda lånetyper, där framför allt kraven på handpenning sänktes rejält, att dyka upp på bolånemarknaden. Just det minskade kravet på handpenning ökade möjligheten för många låginkomsttagare och de med sämre betalningsförmåga att ta bostadslån. Till en början var det framför allt privata aktörer som var villiga att ta den risk som det innebar att köpa de nya typerna av bostadslån. I takt med att de nya lånetyperna spreds började privata aktörer i allt större utsträckning dominera just den sektor som Fannie Mae och Freddie Mac var skapade för att stödja, nämligen utlåning till låginkomsttagare. Det medförde ett politiskt tryck att även Fannie Mae och Freddie Mac skulle köpa dessa lån. För att detta skulle vara tillåtet krävdes att den mest riskabla delen av lånen var försäkrad. Trots försäkringen gjorde dock den låga handpenningen att dessa bolån blev långt mer känsliga för bostadsprisförändringar än traditionella lån.

### *Bolånekrisen börjar*

Under 2007 började bostadspriserna i USA att falla. Efterhand blev det alltmer uppenbart att många investeringar som gjorts under senare år var långt mer riskabla än beräknat. Samtidigt gjorde bolånekrisen att knappt någon investerare var beredd att köpa bostadsobligationer om de inte var försedda med en (implicit) statsgaranti. Fannie Mae och Freddie Mac fyllde nu en avgörande roll på bolånemarknaden genom att vara de enda som kunde köpa bostadslån. Politikerna gav dem mandat att köpa ännu mer lån än tidigare i hopp om att kunna stabilisera bostadsmarknaden. Den tydliga statliga inblandningen och det faktum att Fannie Mae och Freddie Mac var de enda som fortfarande kunde ge ut bostadsobligationer gjorde att den implicita garantin blev alltmer tydlig. De båda bostadsinstituten framstod mer och mer som instrument för statens bostadspolitik.

### *Förluster och förtroendekris*

I takt med att bostadspriserna föll ökade dock institutens förluster. Stora kapitaltillskott var nödvändiga men ingen investerare var beredd att gå in med nytt kapital då aktiekurserna hela tiden sjönk. Även om kreditrisken fortfarande ansågs som mycket låg tog många utländska investerare dessutom det säkra före det osäkra och valde att hellre investera i statspapper än i Fannie Maes och Freddie Macs obligationer. Detta gjorde att deras upplåningskostnader ökade markant under augusti 2008, vilket skapade än större förluster.

De höga upplåningskostnaderna och det stora kapitalbehovet riskerade att hindra Fannie Mae och Freddie Mac från att fortsätta köpa bolån. Det skulle få stora konsekvenser för både bostadsmarknaden och för bankerna. Bolånekostnaderna skulle öka och bostadspriserna falla ytterligare. Mot slutet av sommaren 2008 blev det alltmer tydligt att endast staten kunde bryta denna onda cirkel.

### *Statligt ingripande*

De alternativ som stod till buds var en full nationalisering av de båda bostadsinstituterna eller en halvstatlig lösning i form av förvaltare. En nationalisering hade krävt att staten explicit garanterade institutens utestående obligationer vilket skulle ha inneburit en fördubbling av den utestående statsskulden. I stället valde man förvaltare i kombination med en rad statliga garantier och stöd. Garantierna innebär att staten kommer att hålla Fannie Mae och Freddie Mac välkapitaliserade och likvida så länge de är placerade under förvaltare.

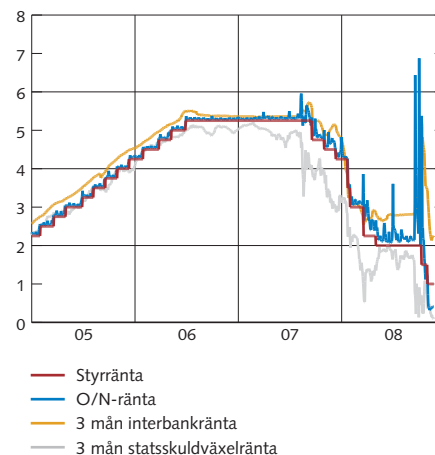
## Effekter av den fördjupade krisen på penningmarknaden

**Bankernas räntor gentemot varandra, interbankräntorna, har stigit avsevärt i spåren av den förtroendekris som uppstod efter Lehman Brothers kollaps.** I både USA och Europa har problemen på interbankmarknaden resulterat i att penningmarknaden periodvis fungerat bristfälligt, och att dagslåneräntan i framför allt USA har varierat i större utsträckning än tidigare (se diagram 1:1). Även interbankräntor med längre löptider har stigit och skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och den förväntade styrräntan, basis spread, har nått rekordnivåer i flertalet länder (se diagram 1:2). I Europa har räntorna också påverkats av de europeiska bankernas stora efterfrågan på dollar. Det har medfört att aktörerna efterfrågat euro för att växla (swappa) dem till dollar. Den ökade efterfrågan på euro har i sin tur drivit upp euroräntorna. Trots att Federal Reserve och Europeiska centralbanken (ECB) har tillfört likviditet och utökat olika typer av låneprogram i dollar har situationen inte förbättrats nämnvärt för krediter med längre löptider. I euroområdet har dock ECB:s åtgärder bidragit till att hålla nere räntenivån på dagslånemarknaden (se diagram 1:3).

**Även i Sverige har interbankräntorna stigit, men inte i samma utsträckning.** Till skillnad från i euroområdet har dagslånemarknaden i Sverige fungerat under hela den finansiella krisen. Men räntan på lån från i morgon till nästa dag, den så kallade T/N-räntan, har fortsatt att uppvisa ett mer volatilt mönster än tidigare och har som mest varit 170 räntepunkter över reporäntan (se diagram 1:4). Precis som i omvärlden har de svenska bankernas finansiering på interbankmarknaden bara kunnat ske till allt kortare löptider, eftersom möjligheten till långsiktig finansiering i stort sett försvunnit. För att underlätta för bankernas finansiering har Riksbanken erbjudit lån mot säkerhet i kronor med tre och sex månaders löptid. Därtill har Riksbankens räntesänkningar i oktober bidragit till att interbankräntorna sjunkit något. I förhållande till marknadens förväntningar på framtida styrränta är dock interbankräntorna fortfarande mycket höga. Exempelvis uppgår skillnaden mellan en svensk tremånaders interbankränta och den förväntade styrräntan till cirka 120 räntepunkter (se diagram 1:2). Men skillnaden är betydligt lägre än i exempelvis i USA och euroområdet där skillnaden uppgår till cirka 170 räntepunkter i respektive land.

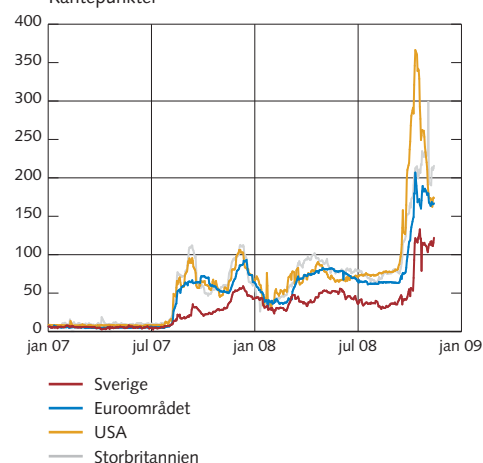
**Samtidigt har efterfrågan på riskfria tillgångar i form av statsskuldväxlar varit hög framför allt i USA.** Det har medfört att räntorna på dessa värdepapper sjunkit till nära noll. För svensk del har den kraftiga efterfrågan på riskfria tillgångar lett till att de svenska bankerna, som agerar återförsäljare åt Riksgälden, fått brist på statsskuldväxlar. Detta framgår också av svaren i Riksbankens riskenkät där det endast är 20 procent av aktörerna på den svenska räntemarknaden som anser att

**Diagram 1:1. Urval av räntor på den amerikanska penningmarknaden**  
Procent



Källa: Reuters EcoWin

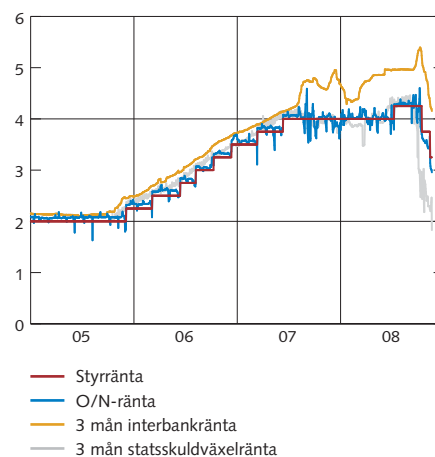
**Diagram 1:2. Skillnaden mellan interbankränta och förväntad styrränta**  
Räntepunkter



Anm. I Sverige avses skillnaden mellan tre månaders Stibor och over night index swap (STINA) räntan.

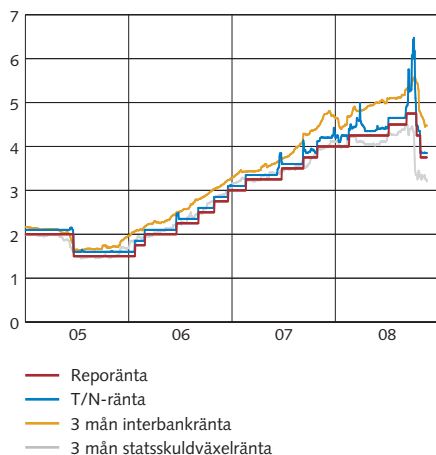
Källa: Bloomberg

**Diagram 1:3. Urval av räntor på den europeiska penningmarknaden**  
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1-4. Urval av räntor på den svenska penningmarknaden  
Procent



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

Källa: Reuters EcoWin

marknaden för statsskuldväxlar fungerar tillfredsställande, till skillnad från 75 procent för ett halvår sedan (se ruta Svenska aktörers syn på risker och den svenska marknadens funktion). En stor del av problemen har emellertid avhjälpits av att Riksgälden, i samråd med Riksbanken, genomfört extra emissioner av statsskuldväxlar.

#### De amerikanska penningmarknadsfonder som normalt investerar i företagscertifikat drabbades i september av uttagsanstormningar.

Anledningen till detta var att ett antal penningmarknadsfonder investerat i certifikat utgivna av Lehman Brothers och i samband med att Lehman gick i konkurs tvingades dessa skriva ned värdet på sina fondinnehav. Penningmarknadsfonderna minskade kraftigt sina investeringar i företagscertifikat utgivna av finansiella institut och efterfrågade i stället riskfria tillgångar som statsskuldväxlar. Detta förvärrade likviditetssituationen för bankerna eftersom det då blev både svårare och dyrare att finansiera sig via denna kanal. Löptiderna för de emissioner som kunde genomföras minskade kraftigt till cirka en till fyra dagar.<sup>5</sup> Problemen på den amerikanska marknaden för företagscertifikat har skapat problem i euroområdet, liksom i Sverige, då en stor del av bankerna normalt använder denna marknad för att finansiera sig. I syfte att stödja marknaden för företagscertifikat har Federal Reserve upprättat två nya faciliteter. Den ena är en fond<sup>6</sup> som ska investera i företagscertifikat i syfte att underlätta för banker att finansiera sig. Den andra är ett program<sup>7</sup> som ska stödja de penningmarknadsfonder som har problem med att investera ut sina pengar.

<sup>5</sup> <http://www.federalreserve.gov/datadownload>.

<sup>6</sup> Commercial paper funding facility (CPFF).

<sup>7</sup> Money market investor funding facility (MMIFF).

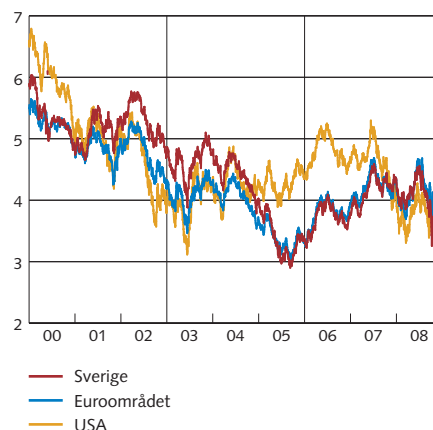
## Effekter av den fördjupade krisen på obligationsmarknaden

**Räntorna på statsobligationer har sjunkit globalt sedan den senaste stabilitetsrapporten** (se diagram 1:5). Den främsta anledningen till det är en ökad ovilja att ta risk och därmed en hög efterfrågan på säkra tillgångar. Samtidigt har den tidigare oron för stigande inflation avtagit, och fokus är nu i stället på den globala konjunkturedgången och i vilken utsträckning den förvärras av finanskrisen. I syfte att mildra konsekvenserna av den pågående finansiella krisen har Riksbanken vid två tillfällen i oktober sänkt räntan med totalt en procentenhet till nuvarande 3,75 procent, vilket också bidragit till räntenedgången på de svenska statsobligationerna.

**Den kraftiga nedgången i efterfrågan på företagsobligationer under september ledde till att emissionerna minskade kraftigt i framför allt Europa men även i USA.** Detta resulterade i sin tur i att företag med stora utestående volymer av obligationer och certifikat fick problem att återfinansiera sig när dessa värdepapper gick till förfall. I euroområdet försvann i princip möjligheten att emittera företagsobligationer med låg kreditvärdighet i slutet av september.

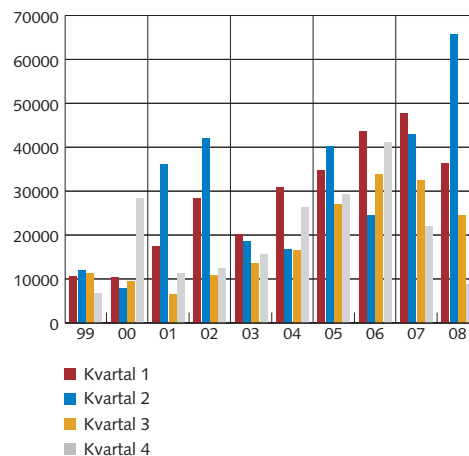
**Efterfrågan på företagsobligationer har minskat kraftigt under hösten även i Sverige och upplåningskostnaderna för de företag som lyckas emittera har stigit betydligt.** Svenska företag emitterade därmed endast obligationer till ett värde av 25 miljarder kronor under tredje kvartalet i år (se diagram 1:6). Totalt under årets första nio månader ökade dock emissionsvolymerna jämfört med i fjol, vilket framför allt beror på ovanligt hög emissionsvolym under andra kvartalet. Den höga emissionsvolymen under andra kvartalet beror dels på att ett enskilt institut emitterade stora volymer (drygt 25 procent av den totala volymen), dels på att de två föregående kvartalen präglats av något mindre volymer än tidigare. Finansiella institut har under året dominerat utbudet av företagsobligationer medan emissioner från företag har minskat till hälften jämfört med i fjol. Svårigheten att finansiera sig på marknaden har lett till att företag i stället kommit att utnyttja sina kreditlinor i bankerna. Detta har i sin tur satt ytterligare press på bankerna som därmed behövt mer finansiering. För att underlätta för bankerna att låna ut pengar till företagen har Riksbanken inrättat en ny kreditfacilitet där bankerna kan använda företagscertifikat med en löptid upp till ett år som säkerhet i större omfattning än tidigare.

Diagram 1:5. Ränta på tioåriga statsobligationer  
Procent



Källa: Reuters EcoWin

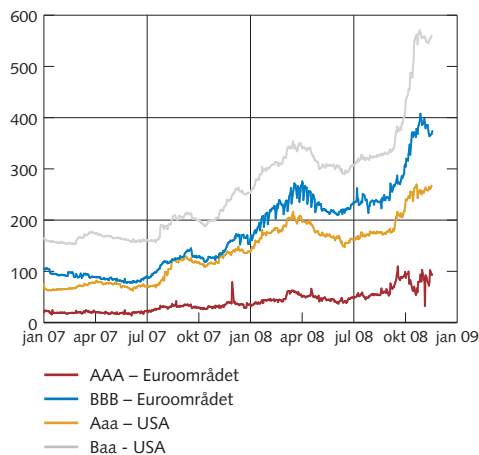
Diagram 1:6. Totalt emitterat på svenska företagsobligationsmarknaden  
Miljoner kronor



Anm. Statistiken avser alla företagsobligationer med en löptid över 18 månader som inte ges ut av stater eller inom bostadsinstitutens benchmarkprogram. Utfallet för fjärde kvartalet avser emissioner till och med den 18 november 2008.

Källa: Bloomberg

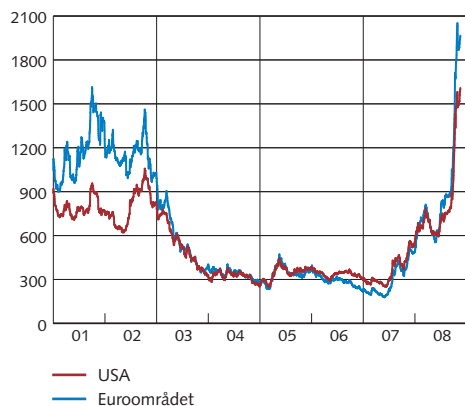
Diagram 1:7. Kreditspreadar för företagsobligationer i USA och euroområdet  
Räntepunkter



Anm. Definitionen enligt Moody's och Standard & Poor's.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:8 Kreditspreadar för högavkastande (high yield) företagsobligationer i USA och euroområdet  
Räntepunkter



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

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:9. Faktisk konkursgrad, globalt  
Procent



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

Källa: Reuters EcoWin

### Skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och räntan på statsobligationer, kreditspreaden, har ökat (se diagram 1:7 och 1:8).

Det beror både på att räntan på statsobligationer har sjunkit, och att räntan på obligationer utgivna av företag överlag har stigit. Detta gäller särskilt för obligationer utgivna av företag med sämre kreditvärdighet. Kreditspreadarna för dessa företag är nu högre än vid IT-kraschen i början av decenniet. De ökade kreditspreadarna signalerar en ökad ovilja att ta risk och en oro för att konjunkturedgången blir djupare än tidigare befarat. Därmed har troligen också förväntningarna om ökade konkurser globalt ökat och bidragit till att räntorna på företagsobligationer har stigit. I september uppgick andelen konkurser till 2,8 procent, vilket kan jämföras med de rekordlåga nivåerna vid årsskiftet (se diagram 1:9).

### Den minskade internationella efterfrågan på obligationer utgivna av finansiella institut har även påverkat efterfrågan på säkerställda bostadsobligationer i Sverige.

Sedan krisen inleddes för drygt ett år sedan har marknaden för bostadsobligationer i Europa fungerat bristfälligt eller inte alls. Detta har resulterat i en mycket låg omsättning i handeln med säkerställda bostadsobligationer och en betydande nedgång i antalet emissioner. I ett internationellt perspektiv har den svenska bostadsobligationsmarknaden fungerat väl ända fram tills i september då krisen i större utsträckning än tidigare började påverka Sverige. Det medförde att efterfrågan på bostadsobligationer minskade och att mäklarna på marknaden fick problem att prissätta dessa. Under hösten har omsättningen minskat betydligt och marknaden har fungerat sämre än normalt. Den bilden bekräftas även av resultatet i Riksbankens riskenkät. För att lindra problemen på marknaden för bostadsobligationer har Riksgälden placerat de medel de får in i sina extra emissioner av statsskuldväxlar i säkerställda bostadsobligationer, samtidigt som Riksbanken nu i större utsträckning tar emot säkerställda bostadsobligationer som säkerheter. Riksbanken och Riksgäldens åtgärder tillsammans innebär att svenska myndigheter har lånat ut ungefär 500 miljarder kronor mot säkerheter i framför allt säkerställda bostadsobligationer. Detta belopp kan jämföras med den totala utestående stocken av säkerställda bostadsobligationer i Sverige som i slutet av augusti uppskattades till cirka 1000 miljarder kronor. Detta innebär att svenska myndigheter i dagsläget innehar cirka hälften av den utestående stocken. Därtill har Finansinspektionen ändrat föreskrifterna för beräkning av diskonteringsräntan vilket innebär att livförsäkringsbolag kan beräkna diskonteringsräntan som ett genomsnitt av räntan på statsobligationer och räntan på säkerställda bostadsobligationer.<sup>8</sup> Detta öppnar för livförsäkringsbolag att öka sina placeringar i bostadsobligationer.

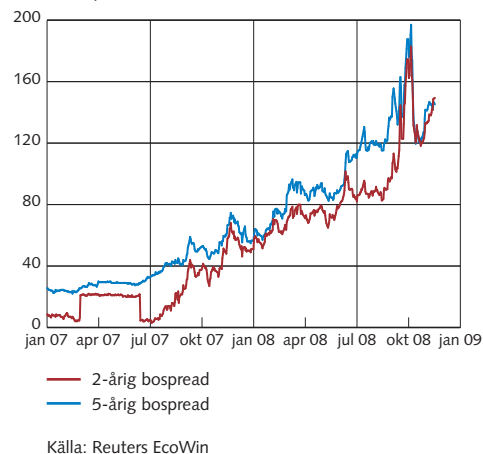
<sup>8</sup> Enligt beslut fattat av Finansinspektionens styrelse 10 november 2008.



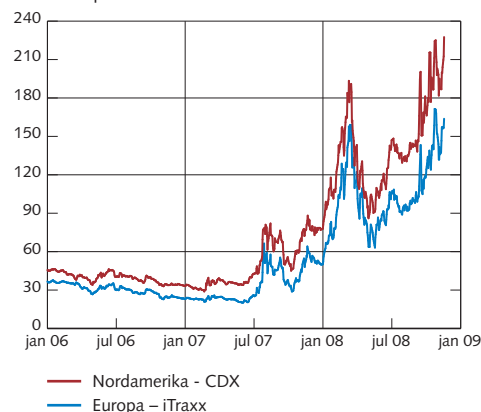
**Under året har samvariationen mellan räntan på bostadsobligationer och statsobligationer minskat.** Detta speglas i att räntan på bostadsobligationer inte har sjunkit i samma utsträckning som räntan på statsobligationer. Skillnaden minskade dock något i oktober när räntorna på bostadsobligationer sjönk i samband med Finansinspektionens förslag. Under krisen har skillnaden som mest varit nästan 200 räntepunkter i jämförelse med 10-30 räntepunkter innan krisen (se diagram 1:10). Den stora skillnaden under krisen kan också jämföras med ett historiskt genomsnitt. Mellan 1993 och 2007 var skillnaden mellan räntorna på en bostadsobligation och en statsobligation med fem års löptid ungefär 50 räntepunkter, och knappt 30 räntepunkter med två års löptid.<sup>9</sup> Samvariationen mellan räntan på bostadsobligationer för olika institut har minskat under krisen. Men den svenska marknaden för bostadsobligationer tillhör dem som har högst kreditvärdighet i världen (se ruta Svenska säkerställda obligationer). Det innebär att räntan på dessa obligationer på sikt borde sjunka och ge en mer rättvis bild av värderingen av kreditrisken.

**Premierna på så kallade credit default swaps (CDS), som är ett slags kreditförsäkringar, har stigit kraftigt under hösten** (se diagram 1:11). Framför allt gäller detta CDS-premierna för finansiella institut. I samband med att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkurs i mitten av september steg CDS-premierna kraftigt även för övriga banker, men framför allt för amerikanska investmentbanker (se diagram 1:12). Premien för en CDS mäter normalt kreditrisken i ett företags underliggande tillgångar och används som en försäkring mot kreditrisken i företagsobligationer.<sup>10</sup> Marknaden för CDS-kontrakt på enskilda bolag kan vara relativt illikvid och ett fåtal affärer kan därför leda till stora rörelser i premierna på CDS-kontrakten vilket kan göra dem svårtolkade.

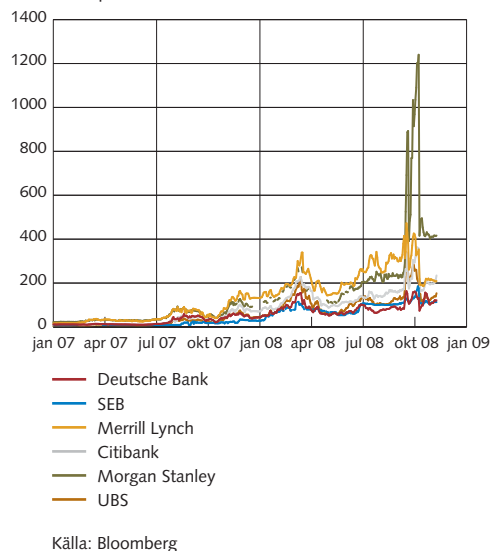
**Diagram 1:10. Skillnaden mellan räntorna på en bostadsobligation och en statsobligation med två respektive fem års löptid**  
Räntepunkter



**Diagram 1:11. Premier i CDS-index**  
Räntepunkter



**Diagram 1:12. Premier i CDS för ett urval av banker**  
Räntepunkter



<sup>9</sup> Innan december 2005 baserades kreditbetyget på obligationerna på det emitterande institutet medan den i dag baseras på säkerhetsmassan. Det innebär att kreditbetyget nu är högre.

<sup>10</sup> För en mer utförlig genomgång av olika typer av kreditderivat, se artikeln "Handel med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet", Finansiell stabilitet 2006:2.

**Diagram 1:13. Premier i CDS-index för tillväxt-ekonomier**  
Räntepunkter



Anm. CDS-indexet representeras av Markits CDX-index för tillväxtekonomier. Indexet består av kreditbetyget för stater inom regionerna Latinamerika, Östeuropa, Mellanöstern, Afrika och Asien.

Källa: Reuters EcoWin

**Även tillväxtekonomierna har nu påverkats av finanskrisen i större omfattning.** Räntan på statsobligationer utgivna av tillväxtekonomier som uppvisar svagare konjunkturutveckling har stigit liksom CDS-premier för dessa länder (se diagram 1:13). De flesta tillväxtekonomierna var fram till i slutet av sommaren relativt opåverkade av den finansiella turbulensen, vilket beror på att bankerna i dessa länder inte var exponerade mot de strukturerade produkter som drabbades av problem. Men precis som i omvärlden har nu även deras banker drabbats av svårigheter att få finansiering i längre löptider. Dessutom dämpar den globala konjunkturavmattningen tillväxtländernas exportutsikter och därmed tillväxten. Detta kan även minska intresset bland utländska investerare. Dessutom kan de globala bankernas finansieringsproblem leda till att de tar tillbaka kapitalet till sina hemländer vilket kan resultera i ett ökat kapitalutflöde från tillväxtekonomierna. Därutöver tenderar minskad riskbenägenhet generellt att hämma utländska investerares intresse i tillväxtekonomier.

## Svenska säkerställda obligationer

**J**ämfört med i många andra länder har den svenska marknaden för säkerställda obligationer fungerat relativt väl under den pågående krisen. Men den har inte varit opåverkad. Skillnaden i pris mellan säkerställda obligationer och statsobligationer har ökat betydligt, och bankerna har bara emitterat mycket små volymer av nya säkerställda obligationer. Säkerställda obligationer är emellertid en bra och jämförelsevis billig finansieringsform för bankerna.

Sedan halvårsskiftet 2004 har svenska banker och kreditmarknadsföretag haft möjlighet att emittera säkerställda obligationer. En säkerställd obligation är i första hand en fordran på det emitterande institutet. I händelse av att emitenten inte kan fullgöra sina åtaganden har innehavaren av obligationen förtur till speciellt utvalda säkerheter, den så kallade säkerhetsmassan, som är kopplade till de säkerställda obligationerna. Säkerhetsmassan består främst av olika typer av bostadskrediter. Till viss del består säkerhetsmassan också av krediter till stater och kommuner.

Syftet med säkerställda obligationer är att allmänheten ska få tillgång till framför allt bostadslån, till en låg kostnad, genom att ge

svenska banker och kreditmarknadsföretag tillgång till samma konkurrenskraftiga finansiering som sedan länge finns i andra europeiska länder. Alla fyra storbankerna eller deras bostadsinstitut har Finansinspektionens tillstånd att emittera säkerställda obligationer. De fyra storbankernas utestående volym av säkerställda obligationer är ungefär 900 miljarder kronor. Det motsvarar 30 procent av bankernas totala summa av utestående emitterade värdepapper och är den i särklass största finansieringskällan för bostadslån.

Fördelarna med säkerställda obligationer är flera. För det första omgärdas säkerställda obligationer av ett modernt och väl definierat regelverk. Där regleras bland annat maximal belåningsgrad på säkerheterna i säkerhetsmassan, vilka säkerheter som får ingå i säkerhetsmassan och hur den får vara sammansatt (se tabell R1). Vidare ska emitenten föra register över de säkerställda obligationerna och säkerhetsmassan. Registret ska uppdateras dagligen. Regelverket kräver också att en oberoende granskare, som utses av Finansinspektionen, ska övervaka verksamheten och se till att säkerhetsmassan lever upp till kraven. Att säkerhetsmassan håller hög kvalitet är avgörande för att syftet med säkerställda obligationer ska uppfyllas.

Tabell R1. Krediter som kan ingå i säkerhetsmassan

Typ av säkerhet	Högsta tillåtna belåningsgrad, procent	Maximal andel av säkerhetsmassan, procent
Fast egendom, tomträtt och bostadsrätt avsedd för bostadsändamål	75	100
Fast egendom som avser jordbruksändamål	70	100
Fast egendom, tomträtt och bostadsrätt avsedd för kommersiella ändamål	60	10
Offentliga krediter till kommuner eller stater	100	100
Fyllnadssäkerheter, till exempel likvidia fordringar på stater och kommuner	100	20

Källa: Lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer.

För det andra har innehavaren av den säkerställda obligationen förtur till en specifik tillgångsmassa om det är så att det emitterande institutet skulle ställa in betalningarna. Därmed skiljer sig säkerställda obligationer från traditionella företagsobligationer där innehavaren bara har en fordran på emittenten. För det tredje är säkerhetsmassan som är kopplad till den säkerställda obligationen dynamisk. Det innebär att säkerheter som inte håller måttet tas bort från säkerhetsmassan och kan ersättas med nya. Så är det inte nödvändigtvis för till exempel Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), som är värdepapper som också har hypotekskrediter som underliggande säkerhet. En RMBS omgärdas inte heller av samma standardiserade regelverk utan regleras av specifika avtal mellan parterna i transaktionen. För det fjärde

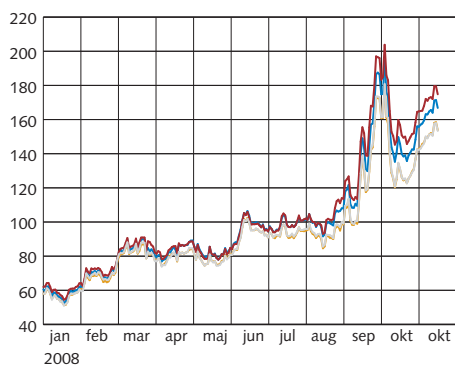
har säkerställda obligationer, till skillnad mot RMBS:er, den attraktiva egenskapen att kreditrisken finns kvar i långivarens balansräkning. Något som naturligtvis stärker incitamenten till en välgrundad kreditriskbedömning av säkerhetsmassan. Det finns alltså goda skäl att betrakta kreditvärdigheten i säkerställda obligationer som hög.

Eftersom innehavaren av en säkerställd obligation har förtur till en specifik tillgångsmassa är det rimligt att kreditrisken helt bedöms utifrån kreditkvaliteten i säkerhetsmassan, och inte påverkas av det emitterande institutets kreditvärdighet. Detta resonemang styrks av att alla säkerställda obligationer i Sverige åtnjuter högsta kreditbetyg från kreditvärderingsinstitut som Moody's och Standard & Poor's. Av samma skäl är det svårt att motivera dagens prisskillnad mellan säkerställda obligationer utgivna av olika emittenter på annat sätt än att den speglar en marknads- och likviditetsrisk. Även skillnaden mellan statsobligationer och säkerställda obligationer förefaller vara omotiverat stor även om den minskat den senaste tiden (se diagram R1).

**Diagram R1. Skillnaden mellan bostadsobligationer med förfall i juni 2011 och 3-årig statsobligation**  
Räntepunkter

— Swedbank  
— SEB  
— Handelsbanken  
— Nordea

Källa: Reuters EcoWin



## Utvecklingen på aktiemarknaden har varit volatil

**Aktiemarknaden har fortsatt att kännetecknas av minskad riskbenägenhet bland investerarna och kraftigt fallande börskurser** (se diagram 1:14). Kurserna vände tillfälligt upp under andra hälften av juli och i början av augusti för att sedan vända kraftigt nedåt igen. I vissa länder finns misstankar om att spekulation i fallande aktiekurser, så kallad blankning, förvärrat börsnedgången. Detta gäller särskilt för finansiella bolag vilket ledde till att övervakningen av blankning intensifierades i många länder, och till och med förbjöds i USA och Storbritannien och en rad andra länder. Framöver förväntas osäkerheten på aktiemarknaden fortsätta. Den implicita volatiliteten<sup>11</sup> ökade kraftigt under hösten till följd av den allmänna turbulensen på de finansiella marknaderna (se diagram 1:15). I och med att konjunkturen dämpats väntas vinsttillväxten för företag bli lägre. Värdet av bolagen i termer av P/E-tal<sup>12</sup> har minskat under hösten och ligger nu klart under det historiska snittet sedan 1990 (se diagram 1:16).

**Även i Sverige har osäkerheten kring utvecklingen av finanskrisen och effekterna på konjunkturen bidragit till en hög volatilitet på börsen.** Börserna har reagerat kraftigt på rykten, vilket har drabbat Sverige i allmänhet och bankaktier i synnerhet. Kursfallen beror, precis som i USA och Europa, på att investerarna är oroliga för att bankerna ska drabbas av kreditförluster eller få brist på likviditet. Detta har också lett till omfattande blankning av bankaktier även i Sverige. Något blankningsförbud har dock inte införts även om Finansinspektionen har skärpt övervakningen. Hittills i år har de svenska börsbolagens vinster minskat med drygt två procent jämfört med föregående år. Trots att marknaden förväntar sig en betydande dämpning i konjunkturen framöver tror man att vinsterna kommer att öka de närmaste två åren.<sup>13</sup> Osäkerheten kring företagets framtida intjäning är emellertid stor. De sjunkande P/E-talen visar på en lägre värdering av bolagen, vilket kan tyda på att den avkastning som aktieägarna kräver har ökat mer än den vinstökning som marknaden förväntar sig. Detta i sin tur kan förklaras av att osäkerheten, mätt som implicit volatilitet, varit stor under hösten.

Diagram 1:14. Börsutveckling  
Index, januari 2007=100

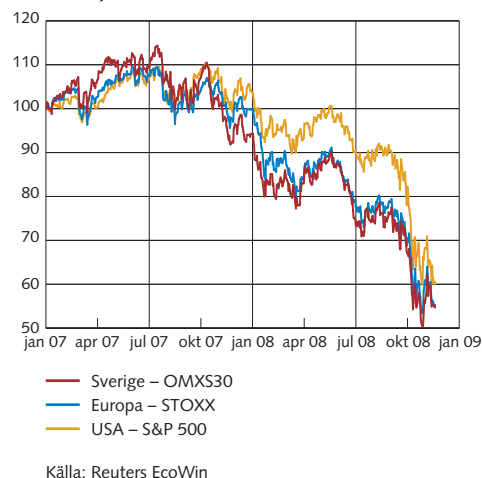
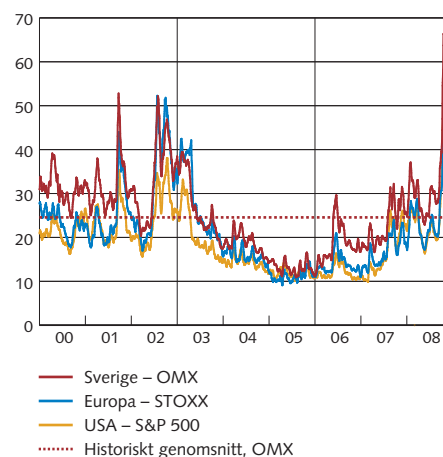


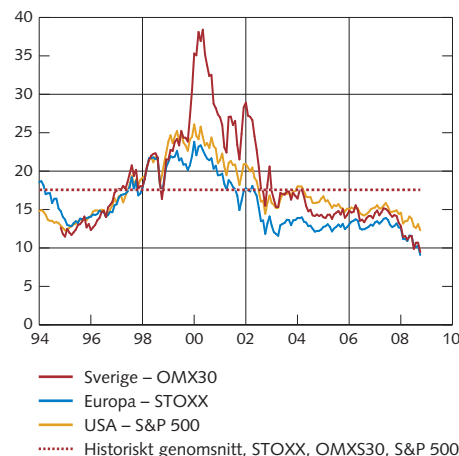
Diagram 1:15. Implicit volatilitet på aktiemarknaden  
10 dagars glidande medelvärde, procent



Anm. Det historiska snittet avser perioden januari 1996 - oktober 2008.

Källa: Bloomberg

Diagram 1:16. P/E-tal



Anm. Det historiska genomsnittet avser perioden januari 1996 till oktober 2008.

Källa: Reuters EcoWin

11 Den implicita volatiliteten beskriver marknadsaktörernas förväntningar om framtida variationer i börskurserna och beräknas med hjälp av priser på aktieoptioner.

12 P/E-tal beskriver priset på en aktie i förhållande till förväntad vinst.

13 Vinsterna för de 70 största bolagen listade på OMX väntas stiga med cirka 13 procent 2009 och åtta procent 2010, enligt databasen SME, oktober 2008.

## Osäkerheten har synts även på valutamarknaden

**Dollarn ökade kraftigt i värde gentemot andra valutor under september och oktober eftersom den ses som en trygg tillgång i tider av hög osäkerhet.** Det betyder att investerare som är mindre riskvilliga har sålt andra valutor till förmån för dollarn. En bidragande faktor till detta har varit den finansiella krisens allt tydligare spridning till Europa under hösten, och att konjunkturutsikterna där har försämrats. Därmed förväntas också större räntesänkningar i Europa än i USA, vilket har bidragit till att investerare har sålt euro till förmån för dollar. Ytterligare orsaker till dollarns förstärkning har varit att efterfrågan på tillgångar i dollar har ökat och att oljepriset har sjunkit.

**Samtidigt har mindre länders valutor försvagats.** Detta är vanligt i orostider när investerare söker sig till vad som upplevs som mer säkra tillgångar. Detta har framför allt drabbat tillväxtekonomier, bland annat i Östeuropa. Men även den svenska och norska kronan har försvagats. Därtill har den danska centralbanken valt att höja styrräntan för att försvara den fasta växelkursen mot euron.

**Handeln med den isländska valutan upphörde att fungera i samband med att de isländska myndigheterna tog över de tre största isländska bankerna i oktober.** Till en början försvagades växelkursen kraftigt när investerare sålde sina innehav i valutan och intresset generellt minskade på grund av den höga osäkerheten. Den isländska centralbanken har, i syfte att tillfälligt försöka lösa problemen med att valutan inte prissätts på marknaden, börjat genomföra dagliga auktioner för att på så sätt ge en indikativ nivå på växelkursen. Efter en överenskommelse med internationella valutafonden (IMF) har centralbanken dessutom kraftigt höjt styrräntan för att stabilisera valutamarknaden (se ruta Utvecklingen i Island).<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Se Sedlabankis pressmeddelande den 28 oktober 2008.

## Utvecklingen i Island

slutet av september 2008 träffade den globala finanskrisen Island med full kraft. På kort tid tvingades staten ta över stora delar av banksystemet, samtidigt som den isländska valutan försvagades kraftigt och den isländska statens kreditvärdighet sänktes. Denna ruta ger en bakgrund till varför Island drabbats så hårt av finanskrisen.

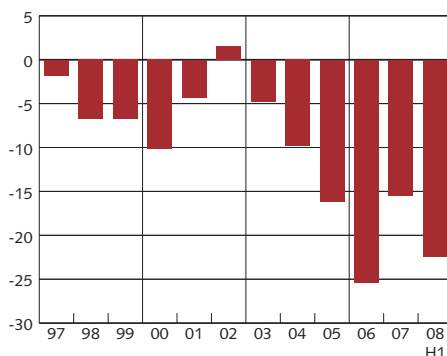
### Krisens bakgrund

Utvecklingen i Island är inte enbart ett resultat av den globala finanskrisen, utan har sin grund i en kraftig inhemsk ekonomisk expansion mellan 2003 och 2007 kombinerat med låga riskpremier på de internationella kapitalmarknaderna. Det ekonomiska uppsvinget i Island inleddes med stora investeringar i landets aluminiumindustri. I kölvattnet av denna investeringsboom ökade den privata konsumtionen kraftigt, huspriserna och den privata sektorns skuldsättning steg snabbt och bytesbalansunderskotten växte (se diagram R2). De stora investeringarna och den snabba kredittillväxten ledde till att den isländska ekonomin överhettades och inflationen steg långt över centralbankens mål. För att bromsa ekonomin och få ner inflationen höjde centralbanken styrräntan. Ränthöjningarna ledde dock till att det blev mer attraktivt för placerare att låna pengar i länder med låg ränta och placera dem i isländska räntepapper med högre ränta, så kallad carry trade. Det medförde stora kapitalinflöden till Island som finansierade det växande bytesbalansunderskottet och stora ekonomiska obalanser byggdes upp.

Parallellt med överhettningen expanderade de isländska bankerna snabbt utanför Island, främst i Norden och Storbritannien. Detta skedde både via företagsförvärv och genom att egna filialer öppnades. Bankerna finansierade sin expansion till stor del genom att låna på de internationella kapitalmarknaderna, men även med billiga nyemissioner som möjliggjorts av kraftiga kursstegringar. Att CDS-premierna för de isländska bankerna steg under den här perioden kan

tolkas som att aktörerna på de finansiella marknaderna bedömde denna expansion som riskfylld (se diagram R3). Under 2007 steg kostnaden för marknadsfinansiering kraftigt. Det ledde till att vissa av bankerna startade inlåningsprogram i andra länder, bland annat Sverige, för att finansiera sig. Den snabba expansionen ledde till att det isländska banksystemets tillgångar till slut var mer än nio gånger så stora som den isländska bruttonationalprodukten (se diagram R4).

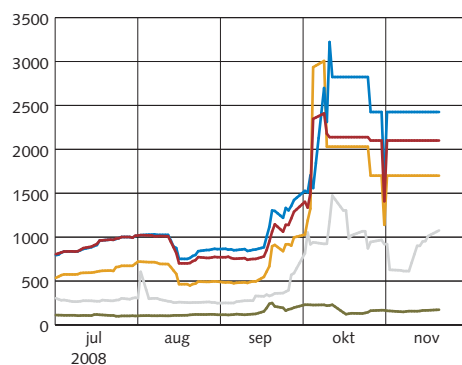
Diagram R2. Bytesbalans som andel av BNP  
Procent



Anm. 2008 avser första halvåret.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram R3. CDS-premier för isländska banker  
Räntepunkter



— Kaupthing  
— Glitnir  
— Landsbanki  
— Isländska staten  
— Referensbank

Anm. Referensbanken är ett ovägt medelvärde för Citibank, SEB, HSBC, Barclays, Deutsche Bank och Goldman Sachs. Löptid är 5 år.

Källa: Bloomberg

### Krisen bryter ut

I takt med att finanskrisen tilltog under 2008 började internationella placerare sälja sina isländska tillgångar, vilket medförde stora kapitalutflöden och att valutan deprecierades kraftigt (se diagram R5). De faktorer som var förutsättningen för den ekonomiska expansionen mellan 2003 och 2007 (hög riskaptit och

god tillgång på riskvilligt kapital) verkade nu i motsatt riktning. Även om den finansiella krisen drabbade samtliga banker som finansierar sig på den internationella kapitalmarknaden ansågs de isländska bankerna mer sårbara än sina konkur-

sin valutareserv. Dessa åtgärder fick emellertid endast temporära effekter. Försvagningen av valutatan spädde dessutom på inflationen, vilket förhindrade centralbanken att sänka räntan när även den inhemska efterfrågan började svikta.

I september 2008 blev till sist finansieringsproblemen för stora för de isländska bankerna och staten ingrep. Den 29 september 2008 meddelade den isländska staten att man ämnade köpa 75 procent av aktierna i Glitnir för 600 miljoner euro. I samband med denna intervention infördes även en krislagstiftning, vilken gav den isländska regeringen befogenhet att försätta enskilda banker i konkurs, framtvunga sammanslagningar och även tillsätta styrelser. Den första bank som togs över i enlighet med den nya lagen var Landsbanki, där styrelsen avsattes och representanter från den isländska finansinspektionen tog över förvaltningen. Kort därefter blev även Glitnir och Kaupthing ställda under statlig förvaltning. När problemens omfattning uppenbarades rasade den isländska kronan i värde samtidigt som kreditvärderingsinstituterna sänkte kreditbetyget för den isländska staten.

Island har under oktober förhandlat fram ett stödpaket på två miljarder dollar från Internationella valutafonden (IMF). Lånet ska användas till att stabilisera den isländska kronan samt refinansiera de banker staten för tillfället förvaltar. Villkoren för lånet innefattar bland annat begränsningar i statens utgifter och belåning. Lånet kommer att betalas ut i delsummor under två år, och varje delbetalning föregås av en granskning att lånevillkoren uppfyllts. Ett flertal länder och dess centralbanker, däribland Sverige, bidrar samtidigt med cirka 3 miljarder dollar för att täcka det resterande finansieringsbehovet. Ett av villkoren för att IMF-lånet skulle komma till stånd var att Island skulle stabilisera valutatan. Som en direkt konsekvens höjde den isländska centralbanken den 28 oktober styrrentan med sex procentenheter till 18 procent.

Islands kris pekar på de risker som det innebär när det i ett litet land, med en öppen ekonomi och fria kapitalflöden, byggs upp ett

Diagram R4. Banksystemets tillgångar som andel av BNP  
Procent

■ Inhemska tillgångar  
■ Utländska tillgångar

Anm. 2008 avser första halvåret.

Källa: Reuters EcoWin

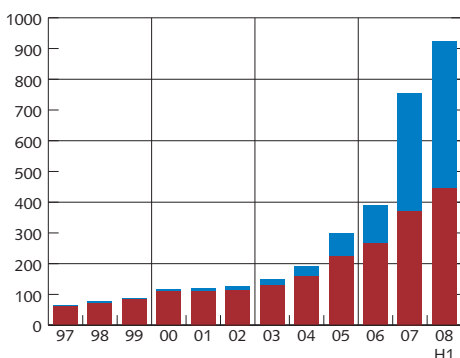
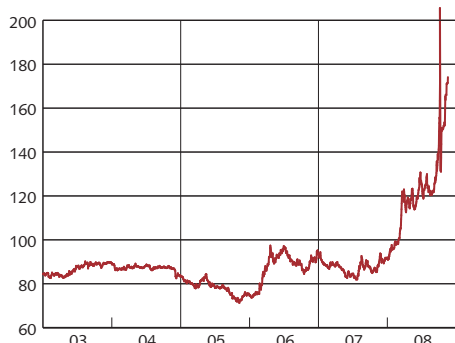


Diagram R5. Utvecklingen av den isländska kronan mot euron

Anm. Noteringarna i början av oktober 2008 ska tolkas med stor försiktighet på grund av de extraordinära marknadsförhållandena vid den tidpunkten.

Källa: Reuters EcoWin



renter. Det illustreras av den kraftiga ökningen i CDS-premier för de isländska bankerna under hösten (se diagram R3). Sårbarheten berodde delvis på deras relativt stora beroende av marknadsfinansiering, men även på den höga expansionstakten. Dessutom bidrog det isländska banksystemets storlek i förhållande till den isländska ekonomin till att många tvivlade på att den isländska staten hade den finansiella kapacitet som krävdes för att hantera en bankkris. Den isländska centralbanken upprättade i förtroendebyggande syfte bilaterala avtal med andra centralbanker (Danmark, Norge och Sverige) om att få låna euro för att bygga upp



banksystem med en balansslutning som är flera gånger större än landets BNP. Förutom att den isländska ekonomin drabbats hårt får kollapsen i banksystemet konsekvenser för finansiella system i de länder där de isländska bankerna haft inlåning. Exempelvis har Kaupthings svenska dotterbank, Kaupthing Sverige, drabbats av problemen i Island, och för att undvika spridningsrisker till det svenska banksystemet valde Riksbanken att ge dotterbolaget ett särskilt likviditetsstöd. Hur sådana gränsöverskridande problem i framtiden ska lösas är en viktig uppgift för myndigheter och beslutsfattare att ta ställning till. Islandsfallet har också visat att "sudden-stops", alltså en situation där en förtroendekris gör att tidigare stora kapitalinflöden från utlandet snabbt reverseras, inte bara kan drabba tillväxtekonomier utan även industriländer.

#### *Utvecklingen framöver*

Vad som kommer att hända med den isländska ekonomin på kort sikt är mycket osäkert. Banksystemets storlek har redan minskat i takt med att de isländska moderbankerna har avvecklat sina utländska dotterbanker. Sannolikt kommer bankernas balansräkningar att minska ytterligare. Framöver kommer troligtvis även den aggregerade efterfrågan att krympa avsevärt med stigande arbetslöshet och fler konkurser som följd. Dock finns det skäl att understryka att Islands ekonomi på längre sikt har goda förutsättningar att återhämta sig. Dels är landets produkt- och arbetsmarknader flexibla, dels är de offentliga finanserna hittills välskötta. Dessutom ger naturtillgångar i form av förnyelsebar energi en uppenbar konkurrensfördel i en värld med höga energipriser.

## Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna

**Den stora osäkerheten på de finansiella marknaderna bedöms kvarstå under en längre tid framöver.** Den främsta anledningen är att det kommer att ta tid innan förtroendet mellan finansiella institut återskapas. Det kan ske först när bankernas kapitalposition har anpassats efter de rådande förhållandena, antingen genom att kapitalet ökas eller genom att verksamheten minskas. Detta är en lång process som sannolikt kommer att bli kostsam. Processen har dock redan inletts och hittills har nedskrivningar om nästan 970 miljarder dollar gjorts främst i USA och Europa, samtidigt som drygt 820 miljarder dollar i nytt kapital har tillförts.<sup>15</sup> Ytterligare nedskrivningar och kapitaltillskott kommer dock att krävas när alla förluster har lyfts fram i ljuset. Först när bankernas balansräkningar har stabiliserats och marknaderna kan förvissa sig om att solvensen i bankerna är tillfredsställande kan förtroendet förväntas återvända till de finansiella marknaderna. Först då kan också likviditetsförsörjningen börja fungera utan centralbankers bistånd.

**Finanskrisen bedöms få betydande negativa realekonomiska konsekvenser, men dess effekter på konjunkturedgången är svåra att bedöma.** Därtill finns en risk att den finansiella krisen fortsätter under lång tid. Om konjunkturedgången förvärras kan det slå tillbaka på de finansiella marknaderna genom ökade kreditförluster och problem i fler stora institut.

**Riksbanken gör dock bedömningen att den mest akuta krisen kommer att avta i början av 2009.** Men en mer fullständig återgång till normala förhållanden kommer förmodligen att ta lång tid. Dessutom är frågan om de statliga åtgärds paketens effekter på kreditmarknaderna kommer att vara tillräckliga. Om antalet konkurser fortsätter att stiga kan även det fördröja kreditmarknadens återhämtning.

<sup>15</sup> Avser nedskrivningar och kapitalförluster gjorda av banker, försäkringsbolag samt Fannie Mae och Freddie Mac. Endast banker står för 75 procent av nedskrivningarna medan de fått 85 procent av kapitaltillskotten. Källa: Bloomberg 17 november 2008.

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

**V**iljan att ta risk har minskat kraftigt bland aktörerna på den svenska marknaden. Aktörerna tycker också att räntemarknaden och vissa delar av valutamarknaden fungerar dåligt. Framför allt på räntemarknaden uppger aktörerna dessutom att likviditeten har minskat. Denna bild framgår av resultatet av Riksbankens riskenkät som sedan i våras genomförs halvårsvis. 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 funktionssätt.

I denna ruta redovisas resultaten från höstens riskenkät som besvarades mellan den 18 september och den 8 oktober.<sup>16</sup> Den skickades till 88 aktörer och svarsfrekvensen uppgick till 86 procent. De grupper som tillfrågats är dels Riksbankens penningpolitiska motparter, dels andra aktörer som är aktiva på den svenska ränte- och valutamarknaden.

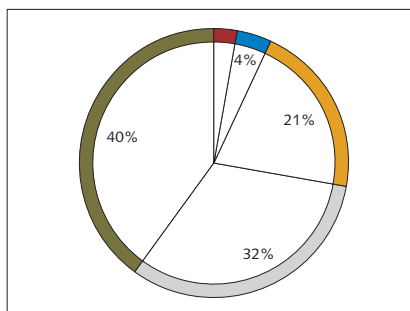
*Viljan att ta risk har minskat kraftigt och förväntas vara fortsatt låg*

Aktörernas vilja att ta risk har minskat kraftigt under det senaste halvåret. En majoritet av de tillfrågade uppger att deras vilja att ta risk har minskat starkt eller minskat något jämfört med för ett halvår sedan (se diagram R6). Mönstret är i stort sett detsamma för aktörer på ränte- och valutamarknaden, men med skillnaden att Riksbankens primära motparter i högre utsträckning anger att deras vilja att ta risk bara minskat något snarare än minskat starkt. Även under det kommande halvåret förväntar sig en majoritet att viljan att ta risk kommer att vara fortsatt låg.

När osäkerheten på de finansiella marknaderna är stor ökar ofta behovet av likviditetsbuffertar. Denna bild bekräftas av enkätsvaren, som visar att buffertarna av likvida tillgångar har ökat något jämfört med för ett halvår sedan (se diagram R7). Drygt en tredjedel av de tillfrågade anger att likviditetsbufferten ökat. En majoritet

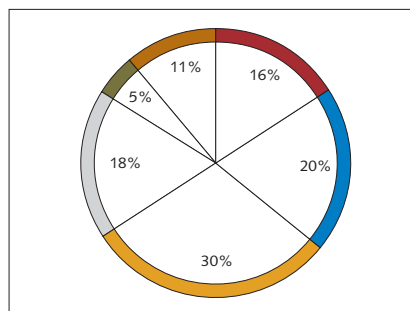
av de tillfrågade förväntar sig att buffertarna kommer att vara oförändrade eller större under det kommande halvåret.

Diagram R6. Hur har din vilja att ta risk förändrats jämfört med för ett halvår sedan?



- Ökat starkt
- Ökat något
- Varken ökat eller minskat
- Minskat något
- Minskat starkt
- Har ingen uppfattning 0 %

Diagram R7. Hur har din institutions buffert av likvida tillgångar förändrats jämfört med för ett halvår sedan?



- Ökat starkt
- Ökat något
- Varken ökat eller minskat
- Minskat något
- Minskat starkt
- Har ingen uppfattning

*Marknaderna fungerar generellt sämre och uppvisar minskad likviditet*

En utbredd uppfattning är att marknaden för såväl statspapper som bostadspapper har försämrats under det senaste halvåret. Särskilt stark är försämringen på marknaden för bostadspapper där nära tre av fyra aktörer anger att den har fungerat dåligt. När det gäller marknaden för statspapper anser knappt en tredjedel av de tillfrågade att den har fungerat dåligt. Det är en väsentlig skillnad jämfört med den förra riskenkäten som genomfördes under våren 2008. Då ansåg 93 procent av de tillfrågade att marknaden för statspapper fungerade bra, medan 86

<sup>16</sup> Riskenkäten är en uppföljning av vårens riskenkät som genomfördes mellan 10 och 25 april 2008. Utrednings- och undersökningsföretaget Markör genomförde enkätutskicket på Riksbankens uppdrag.

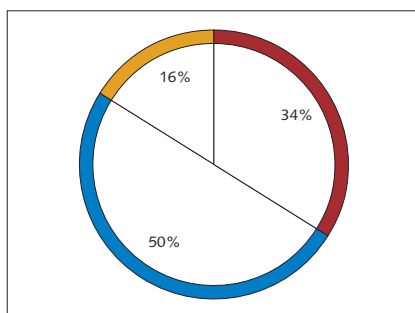
procent ansåg att marknaden för bostadspapper fungerade bra.

Räntemarknadens försämrade funktion återspeglas även i aktörernas syn på likviditeten i handeln med de olika kreditinstrumenten. Endast 20 procent anser att likviditeten i statskuldväxlar har varit tillfredställande de senaste sex månaderna. Det är en betydande försämring jämfört med förra riskenkäten där 75 procent ansåg att likviditeten på denna del av räntemarknaden var god. Likaså har likviditeten för statsobligationer försämrats under det senaste halvåret. Endast 62 procent av aktörerna tycker

Aktörerna har däremot en positiv bild av den svenska valutamarknaden. Fyra av fem tillfrågade aktörer bedömer att marknaden för svenska kronor har fungerat bra under det senaste halvåret. Lika många anser dessutom att den svenska kronmarknaden har fungerat bra i en internationell jämförelse. Därtill anser fyra av fem tillfrågade aktörer att likviditeten på spotmarknaden för SEK/EUR har varit bra det senaste halvåret. Spotmarknaden för SEK/USD ansågs däremot fungera något sämre och endast hälften av de tillfrågade ansåg att likviditeten har varit bra.

Diagram R8. Anser du att den finansiella krisen har nått sin kulmen?

- Ja
- Nej
- Har ingen uppfattning



att likviditeten har varit tillfredsställande. I förra enkäten ansåg 95 procent att likviditeten var bra.

När det gäller handeln med bostadspapper indikerar enkätsvaren att utvecklingen har varit ännu sämre. Det gäller för både bostadscertifikat och bostadsobligationer. Endast 14 respektive 16 procent av aktörerna anser att likviditeten i handeln med bostadscertifikat och bostadsobligationer har varit tillfredställande under det senaste halvåret.

*Marknadlikviditet och finansieringsmöjligheter kommer att vara i fokus under det kommande halvåret*

Det råder en stor osäkerhet beträffande vilken fas den finansiella krisen befinner sig i. Hälften av de tillfrågade tror inte att kulmen på den finansiella krisen är nådd (se diagram R8). Flertalet aktörer tror att marknadlikviditet, banksystemets finansieringsmöjligheter, konso- lidering inom finanssektorn, bankfusioner och konjunkturutvecklingen kommer att vara i fokus på de svenska finansiella marknaderna under det kommande halvåret. Som bestående effekter av den finansiella krisen nämns hårdare reglering av den finansiella sektorn, bestående högre riskpremier, konsolidering inom finansiella sektorn och färre motparter att handla med. Sämre likviditet, bankernas finansiering, djup lågkonjunktur och fördjupad kris i de baltiska länderna nämns som risker mot de svenska finansiella marknaderna under det kommande halvåret.

**U**nder hösten har flera länders centralbanker och regeringar agerat med kraftfulla åtgärder för att underlätta den ansträngda situationen på de internationella finansmarknaderna. Nedan följer en beskrivning av dessa åtgärder.<sup>17</sup>

### *Likviditetsåtgärder*

Redan tidigt under krisen ökade bankernas efterfrågan på säkra och likvida placeringar samtidigt som utbudet av interbanklån minskade. Denna utveckling har fortsatt under hösten och flera centralbanker har fortsatt att på olika sätt tillföra likviditet till interbankmarknaderna. ECB utökade till exempel under hösten sina repotransaktioner med löptid på tre och sex månader.

Samtidigt har nya likviditetsfaciliteter upprättats. I augusti 2008 introducerade till exempel Federal Reserve, ECB och den schweiziska centralbanken 84-dagars auktioner (TAF, Term Auction Facility) som gav bankerna möjlighet att låna amerikanska dollar mot säkerheter med längre löptider än tidigare.

En ytterligare åtgärd som genomförts på flera håll är att acceptera ett bredare spektrum av värdepapper som säkerheter för lån hos centralbanken. Exempelvis har Bank of England, ECB, Danmarks Nationalbank och Norges Bank utvidgat listan för godtagbara säkerheter till att större utsträckning omfatta bostadspapper med hög kreditvärdighet. Syftet har varit att göra de värdepapper bankerna har i sina portföljer mer likvida. Federal Reserve har i samband med kollapsen av Lehman Brothers i september 2008 tillåtit motparterna på penningmarknaden att belåna även andra tillgångar som säkerheter, exempelvis aktier. I Sverige har åtgärder med samma syfte genomförts under hösten 2008 (se ruta Åtgärder vidtagna av Riksbanken och andra myndigheter under hösten 2008).

Likviditetsstödet har också innefattat stöd i utländsk valuta. Vid flera tillfällen under hösten har centralbanker försett marknaderna med dollar. Detta har skett dels med medel ur de egna

valutareserverna, dels med hjälp av utvidgade valutaarrangemang med Federal Reserve, så kallade swap-avtal. Den 13 november 2008 hade exempelvis ECB utestående lån i dollar mot säkerheter i euro motsvarande ett belopp om 288 miljarder dollar. Syftet med åtgärderna har varit att underlätta för det europeiska banksystemet där likviditeten i dollar har varit ansträngd. Under hösten har Federal Reserve ingått nya sådana valutaarrangemang med centralbanker i bland annat Japan, Sverige, Australien, Danmark och Norge.

ECB har också upprättat utvidgade valutaarrangemang med vissa centralbanker i Europa, bland annat med den danska och ungerska centralbanken. Det innebär ökade möjligheter för dessa länder att tillföra euro till den inhemska marknaden mot säkerheter i den egna valutan. Därtill har ECB upprättat ett avtal med den schweiziska centralbanken (SNB) där ECB får tillgång till schweiziska franc. ECB och SNB tillför gemensamt schweiziska franc till banksystemet en gång i veckan för att möta den ökade efterfrågan på franc.

### *Sänkning av styrräntan*

Flera centralbanker har sänkt sin styrränta under hösten. Exempelvis sänkte Reserve Bank of Australia sin styrränta med 100 räntepunkter i början av oktober i syfte att minska bankernas finansieringskostnader. I oktober sänkte Federal Reserve, ECB, Bank of England, Bank of Canada och Riksbanken sina styrräntor med 50 räntepunkter i en gemensam åtgärd. Motivet var att mildra konsekvenserna av den pågående finansiella krisen på den reala ekonomin. Samtidigt sänkte den schweiziska centralbanken sin målnivå för styrräntan till intervallet två till tre procent. Bank of Japan uttryckte sitt starka stöd för dessa policyåtgärder. Man valde då att lämna den egna styrräntan oförändrad, men sänkte den med 20 räntepunkter i början av november. Även den kinesiska centralbanken har sänkt utlåningsräntan med 27 punkter och reservkravet med 50

<sup>17</sup> För beskrivning av tidigare händelser under 2007 samt början av 2008 se fördjupningsruta "Turbulensen på kreditmarknaden" i Finansiell stabilitet 2007:2, samt "Den internationella finanskrisen vintern -07 och våren -08" i Finansiell stabilitet 2008:1.

punkter. I början av november sänkte Bank of England och ECB sina styrräntor ytterligare med 150 respektive 50 räntepunkter.

#### *Insättningsgaranti*

Under hösten har regeringar i många länder utvidgat insättningsgarantin för att stärka förtroendet för bankerna hos allmänheten. Den irländska staten var först med att utöka insättningsgarantin till att täcka 100 procent av allmänhetens insättningar i de sex största irländska bankerna och deras dotterbolag.<sup>18</sup> Finansministrarna i EU har sedermera enats om att höja miniminivån på insättningsgarantierna till 50 000 euro för att eliminera en eventuell oro bland bankernas kunder. Myndigheterna i ett antal länder däribland Storbritannien, Italien, Belgien, Cypern, Spanien, Grekland, Litauen, Nederländerna och Portugal har valt att sätta beloppet för insättningsgarantin högre än den europeiska miniminivån. I andra länder har regeringarna garanterat bankinsättningar fullt ut, det gäller till exempel Grekland, Slovakien, Slovenien, Tyskland, Ungern och Österrike. Även Australien, Nya Zeeland och Förenade Arabemiraten utfärdade statliga garantier för samtliga bankkonton. Ett annat exempel är Danmark där regeringen och de danska privatbankerna i oktober enades om ett garantipaket som ska skydda sparare utöver den existerande insättningsgarantin. Även den amerikanska kongressen har beslutat att utvidga insättningsgarantin.

#### *Det amerikanska åtgärds paketet*

Den amerikanska kongressen har godkänt ett åtgärds paket (Troubled Asset Relief Plan, TARP) som syftar till att minska andelen problemtillgångar i bankernas balansräkningar. Paketet godkändes den 3 oktober och innebär att det amerikanska finansministeriet har tillstånd att

köpa problemtillgångar för 700 miljarder dollar från finansiella instituts balansräkningar. Paketet innebär också att den statliga insättningsgarantin temporärt har utvidgats från 100 000 dollar till 250 000 dollar. Detta gäller till och med den 31 december 2009.

Den 14 oktober lanserades ett nytt förslag om en rad åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten. Av de 700 miljarderna, inom ramen för TARP, erbjöd den amerikanska staten kapitalinjektioner om totalt 250 miljarder dollar till ett stort antal finansiella institut. För att skydda skattebetalarnas intressen erhåller staten preferensaktier<sup>19</sup> (utan rösträtt) och warrant<sup>20</sup> i utbyte mot kapitaltillskottet. Aktierna kommer att ge staten en årlig utdelning på fem procent under de första fem åren och därefter nio procent, fram tills det finansiella institutet köper tillbaka de egna aktierna. Ett annat inslag i paketet är en begränsning av arvoden och bonusar till företagsledningarna så länge stödåtgärderna gäller. Exempelvis borttas avdragsrätten för arvoden till företagsledningen överstigande 500 000 dollar.

Samtidigt beslutades att den myndighet som i vanliga fall ansvarar för insättningsgarantier, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), ska ge en tillfällig garanti som täcker bankernas nyupplåning (upp till tre års löptid). Garantin täcker också lån på interbankmarknaden. Den amerikanska regeringen utvidgade därutöver insättningsgarantin till att täcka icke-räntebärande transaktionskonton.

#### *Europeiska åtgärds paketet*

I Europa har länder dels infört egna garantipaket, dels har euroländerna enats om gemensamma riktlinjer kring miniminivån på insättningsgarantin. Merparten av de europeiska länderna har utfärdat statliga lånegarantier för bankernas finansiering. Ett antal länder har också skapat

<sup>18</sup> Den 20 september annonserade det irländska finansministeriet att insättningsgarantin utökades till 100 000 euro, vilket senare utvidgades till att täcka insättningar till fullo.

<sup>19</sup> Preferensaktie är en aktie som vid utdelning och likvidation har företrädesrätt framför andra aktier och som därmed ger bättre rätt till bolagets tillgångar och/eller vinst vid konkurs eller likvidation.

<sup>20</sup> Warranterna ger staten en rättighet att köpa den underliggande tillgången, det vill säga aktier i det finansiella institutet, till ett bestämt pris, så kallad lösenpris.

möjligheter för statliga kapitaltillskott i de finansiella företagen.

Först ut var den irländska regeringen som den 30 september införde en garanti, som förutom den utökade insättningsgarantin även omfattar lån på interbankmarknaden, säkerställda obligationer, primära skuldebrev och efterställda daterade skuldebrev för de sex största bankerna i landet. Detta i syfte att minska en eventuell oro bland bankernas kunder och andra motparter.

Därefter, den 8 oktober, presenterade Storbritannien ett krispaket som innebär att staten erbjuder 250 miljarder pund i garantier för att lindra kreditåmningen i ekonomin. Garantin ska omfatta bankernas nyupplåning i pund, dollar och euro med löptider på upp till 36 månader. Dessutom erbjuder staten 50 miljarder pund i kapitaltillskott, varav 37 miljarder pund har tillförts de tre brittiska bankerna RBS, HBOS och Lloyds TSB i oktober. Inom paketets ramar utökar Bank of England sina faciliteter för att stabilisera det finansiella systemet. Exempelvis kommer 200 miljarder pund att vara tillgängliga för banker och bolåneinstitut, som genom ett speciellt likviditetsprogram kan låna statspapper i utbyte mot bostadspapper och andra säkerheter.

Den 12 oktober 2008 enades euroländerna om riktlinjer för ett europeiskt åtgärds paket för att stärka förtroendet för det finansiella systemet. Övriga EU-länder ställde sig bakom förslaget. En utgångspunkt i överenskommelsen är att regeringar till och med den 31 december 2009 ska garantera bankernas nyupplåning för att underlätta bankernas finansiering. Lånegarantier ska gälla endast nyemitterade lån med en löptid understigande fem år. Den tyska staten har till exempel avsatt 400 miljarder euro till tidsbegränsade lånegarantier för de finansiella institutens nyupplåning med löptid på upp till tre år. Den spanska regeringen har utfärdat garantier för upp till 100 miljarder euro för bankernas nyupplåning under 2008 och ett ospecificerat belopp

för nästa år. Frankrike har utfärdat en garanti på 360 miljarder euro för bankernas nytvignna värdepapper med upp till fem års löptid.

En annan europeisk åtgärd innebär att regeringar vid behov kan tillföra nytt kapital till finansiella institut i utbyte mot till exempel preferensaktier. Den tyska staten har till exempel avsatt 80 miljarder euro som kapitaltillskott till banker i utbyte mot aktier. I det franska förslaget ges staten också tillstånd att köpa värdepapper eller preferensaktier i de franska finansiella instituten.

Även andra länder, inklusive Grekland, Nederländerna, Belgien, Portugal och Italien har föreslagit garantier på nyemitterad skuld samt kapitalinjektioner. Grekland har beslutat om ett åtgärds paket på 28 miljarder euro, där 15 miljarder avsätts till en statsgaranti av nyemitterade låneinstrument och åtta miljarder till utfärdandet av statskuldväxlar med syfte att tillföra likviditet till interbankmarknaden. Resterande fem miljarder euro reserveras till åtgärder som syftar till att stärka bankernas kapitalbas. Det italienska paketet ger bland annat staten en möjlighet att köpa preferensaktier i de italienska bankerna och utfärda garantier upp till fem år för bankernas nyupplåning. I det nederländska paketet avsätts 200 miljarder euro som kapitaltillskott till finansiella institut med betydande verksamhet i landet.

#### *Andra marknadsvårdande åtgärder*

Myndigheterna i bland annat Storbritannien, USA, Australien, Frankrike, Tyskland, Irland, Ryssland, Danmark, Norge och Kanada har också infört ett temporärt stopp för investerare att sälja aktier de inte äger, så kallad blankning, i syfte att minska möjligheter att spekulera i aktiekursrörelser. I vissa länder har endast blankning av finansaktier förbjudits.

## Åtgärder vidtagna av Riksbanken och andra svenska myndigheter under hösten 2008

**S**venska myndigheter har vidtagit kraftfulla åtgärder i syfte att underlätta funktionen av de finansiella marknaderna i Sverige. Riksbanken har totalt lånat ut cirka 390 miljarder kronor varav 190 miljarder har lånats ut i dollar. Tillsammans med Riksgäldens emissioner av statsskuldväxlar uppgår det totala beloppet av svenska myndigheters åtgärder till cirka 500 miljarder kronor, fram till den 19 november.

Tabell R2. Svenska åtgärder

18 september	Riksgälden meddelar att de efter samråd med Riksbanken har beslutat att emittera en stor volym korta statsskuldväxlar. Pengarna från de extra auktionerna kommer att lånas ut i form av så kallade omvända repor med bostadspapper som säkerhet. Två emissioner på vardera 25 miljarder kronor den 19 september och 23 september utannonseras och ytterligare emissioner signaleras. Den totala emitterade volymen bedöms uppgå till maximalt 150 miljarder kronor.
22 september	Riksbanken fattar beslut om att öka möjligheterna till kredit i betalningssystemet RIX. Den tillåtna andelen säkerställda obligationer från närstående institut som kan användas som säkerhet i systemet höjs från 25 procent till 75 procent.
22 september	Riksgälden meddelar fler extra auktionstillfällen i statsskuldväxlar den 25 september, 26 september, 30 september och 3 oktober.
24 september	Riksbanken meddelar tillsammans med flera andra centralbanker att man inrättar tillfälliga, ömsesidiga valutaarrangemang (swapfaciliteter) med Federal Reserve i syfte att hantera den ansträngda situationen på marknaderna för kortfristig upplåning i US-dollar. Arrangemanget innebär att Riksbanken och Federal Reserve har enats om en swapfacilitet på tio miljarder dollar.
29 september	Riksbanken tillkännager en ny lånefacilitet i amerikanska dollar. Två auktioner, den 1 respektive 22 oktober, annonseras. Riksbanken och Federal Reserve har därtill enats om att utöka den tidigare swapfaciliteten till 30 miljarder US-dollar.
30 september	Riksgälden annonserar ytterligare datum för extra emissioner av statsskuldväxlar.
1 oktober	Auktionen om sju miljarder US-dollar med 28 dagars löptid blir övertecknad.
2 oktober	Riksbanken inrättar en lånefacilitet i svenska kronor i syfte att öka tillgången på krediter med längre löptider. En första auktion den 6 oktober om 60 miljarder kronor för lån på tre månader och mot säkerhet annonseras. Ytterligare en auktion för lån på tre månader men utan fastställt belopp annonseras till den 27 oktober 2008.
6 oktober	Regeringen beslutar att höja insättningsgarantin för transaktionskonton från 250 000 kronor till 500 000 kronor. Insättningsgarantin utvidgas också till att täcka alla slag av insättningar på konton oavsett om sparandet är bundet eller fritt att ta ut.
6 oktober	Riksbanken meddelar att man har beslutat att låna ut mer pengar till bankerna. Beloppet i auktionen den 6 oktober utökas från 60 miljarder kronor till 100 miljarder kronor. Auktionen som hålls senare samma dag blir övertecknad. Därtill utannonseras en ytterligare auktion den 8 oktober på 100 miljarder kronor med sex månaders löptid.
8 oktober	Riksbanken sänker reporäntan från 4,75 procent till 4,25 procent.
8 oktober	Riksbanken ändrar ännu en gång säkerhetskraven för krediter i RIX. Den tillåtna andelen säkerställda obligationer från närstående institut som kan användas som säkerhet i systemet höjs från 75 procent till 100 procent. Samtidigt beslutas också att sänka kravet på lägsta kreditbetyg för värdepapper med längre löptid som ställs som säkerhet.
8 oktober	Riksbanken ger särskilt likviditetsstöd med en kredit på upp till fem miljarder kronor till Kaupthing Bank Sverige AB.
8 oktober	Riksbankens kronauktion på 100 miljarder kronor blir inte fulltecknad. 66,5 miljarder kronor lånas ut med en löptid på sex månader.
9 oktober	Finansinspektionen meddelar att de är beredda att ändra föreskrifterna för beräkning av diskonteringsräntan för livförsäkringsbolagen. Syftet är att öppna för livförsäkringsbolag att öka placeringar i bostadsobligationer.
10 oktober	Riksbanken beslutar att ge ut riksbankscertifikat med början den 14 oktober. Riksbankscertifikaten har en löptid om sju dagar och emissionerna sker till reporäntan. Syftet är att skapa ytterligare ett sätt att dra in det likviditetsöverskott inom banksystemet som Riksbankens kronlån på tre och sex månaders löptid har skapat samt att ge bankerna ytterligare instrument att hantera likviditeten.
13 oktober	Riksbanken meddelar att man kommer att auktionera ut ytterligare tio miljarder dollar den 15 oktober och 80 miljarder kronor den 16 oktober. Båda lånen löper på tre månader.
14 oktober	Den första emissionen av riksbankscertifikat genomförs. Emissionen blir inte fulltecknad. Av annonserade 164 miljarder kronor i riksbankscertifikat tecknas ca 33 procent, eller 55 miljarder kronor.



15 oktober	Riksbankens dollarauktion blir övertecknad. 10 miljarder dollar lånas ut, mot säkerhet, på tre månader.
16 oktober	Riksbankens kronauktion på 80 miljarder blir inte fulltecknad. 13,5 miljarder kronor lånas ut mot säkerhet på tre månader.
16 oktober	Riksgälden annonserar att de fortsätter emittera statsskuldväxlar i extra auktioner. Emissioner om 5 miljarder kronor vardera görs den 17 oktober, 21 oktober, 24 oktober 27 oktober samt 4 november. Därefter avser Riksgälden att ha åtminstone en extra auktion per vecka.
17 oktober	Finansinspektionen föreslår en förändring av föreskrifterna för beräkning av diskonteringsräntan för främst livförsäkringsbolags och tjänstepensionskassors försäkringstekniska avsättningar. Förändringen syftar till att stimulera ett ökat utbud av räntebärande värdepapper med långa löptider.
20 oktober	Regeringen presenterar en stabilitetsplan för att säkerställa stabiliteten i det finansiella systemet. Planen innehåller bland annat: ett garantiprogram om högst 1500 miljarder kronor för att stödja bankernas och bostadsinstitutens medelfristiga finansiering; en stabilitetsfond för att hantera eventuella framtida solvensproblem i svenska institut som regeringen avser avsätta 15 miljarder kronor till. En särskild stabilitetsavgift kommer att tas ut av samtliga kreditinstitut i Sverige. Målsättningen är att stabilitetsfonden - tillsammans med insättningsgarantifonden - inom 15 år ska uppgå till 2,5 procent i genomsnitt av BNP.
21 oktober	Den andra emissionen av riksbankscertifikat genomförs. Emissionen blir inte fulltecknad. Av annonserade 177 miljarder kronor tecknas ca 42 procent, eller 74,2 miljarder kronor.
22 oktober	Riksbankens auktion om tio miljarder US-dollar blir övertecknad.
22 oktober	Riksbanken meddelar att den tidigare annonserade auktionen för lån med tre månaders löptid per den 27 oktober kommer att gälla 80 miljarder kronor.
23 oktober	Riksbanken sänker reporäntan från 4,25 procent till 3,75 procent.
24 oktober	Riksbanken meddelar att man kommer att auktionera ut sju miljarder dollar den 28 oktober för att ersätta ett tidigare lån som förfaller. Lånet löper på 28 dagar.
24 oktober	Riksbanken meddelar att man i ett program med återkommande auktioner kommer att erbjuda tre månaders lån i svenska kronor. Lånen kommer att erbjudas med cirka två veckors regelbundenhet med start den 10 november. Exakta villkor för varje auktion kommer att offentliggöras minst två dagar innan varje auktion. De annonserade beloppen kommer att fastställas med hänsyn till de rådande marknadsförhållandena och utfall av tidigare auktioner.
27 oktober	Riksbanken ger särskilt likviditetsstöd med en kredit på en miljard kronor till Carnegie Investment Bank AB.
27 oktober	Riksbankens kronauktion på 80 miljarder blir inte fulltecknad. 3,5 miljarder kronor lånas ut mot säkerhet på tre månader.
28 oktober	Riksbanken ger utökad särskilt likviditetsstöd till Carnegie Investment Bank AB. Likviditetsstödet, inklusive den miljard som tidigare beviljats, kommer maximalt att uppgå till fem miljarder kronor.
28 oktober	Den tredje emissionen av riksbankscertifikat genomförs. Emissionen blir inte fulltecknad. Tilldelningsvolym blir 74,2 miljarder kronor.
28 oktober	I Riksbankens auktion på sju miljarder US-dollar blir tilldelningsvolymen 4,8 miljarder dollar.
29 oktober	Riksbanken meddelar att man inrättar en ny tillfällig kreditfacilitet där bankerna kan använda företagscertifikat med löptid upp till ett år som säkerhet i större omfattning än tidigare. Syftet med den nya kreditfaciliteten är att underlätta kreditförsörjningen till icke-finansiella företag. De nya krediterna kommer att tillhandahållas i ett auktionsförfarande där den första kommer att ske den 5 november om 40 miljarder kronor för lån på tre månader. Därefter planeras auktionerna återkomma med två veckors intervall.
30 oktober	Riksgälden har totalt emitterat statsskuldväxlar till ett värde av 108,5 miljarder kronor under september och oktober inom ramen för det program som offentliggjordes den 18 september.
31 oktober	Riksgälden fastställer garantiavgifterna som de fyra storbankerna ska betala för att få statliga garantier för enskilda lån.
4 november	Riksgälden meddelar att de avser ersätta delar av extra emissionerna av statsskuldväxlar med "normala" emissioner av statsskuldväxlar.
4 november	Riksbanken emitterar riksbankscertifikat. Tilldelningsvolymen blir 82,5 miljarder kronor.
5 november	Riksbanken har auktion av lån i svenska kronor med företagscertifikat som säkerhet. Totalt annonserat belopp var 40 miljarder kronor. Sammanlagt inkom bud på 4,5 miljarder kronor, vilket även blir tilldelningsvolym.
6 november	Riksgälden annonserar att de fortsätter att emittera statsskuldväxlar i extra auktioner.
10 november	Regeringen ökar stödet till svenska företag genom att tillföra Almi företagspartner och Svensk Exportkredit två respektive tre miljarder kronor. Syftet är att underlätta upplåningen för exportindustrin samt små och medelstora företag generellt.

10 november	Riksbankens auktion i kronor blir inte fulltecknad. Totalt annonserades 60 miljarder kronor och sammantaget inkom bud på 15 miljarder, som även blir tilldelningsvolym.
10 november	Finansinspektionen återkallar tillståndet att bedriva bankrörelse för Carnegie Investment Bank AB. Riksgälden beviljar Carnegie ett lån om maximalt fem miljarder kronor. Lånet ersätter det särskilda likviditetsstöd som Riksbanken tidigare beviljat Carnegie. Dessutom tar Riksgälden över Carnegie som därmed får tillbaka tillståndet att bedriva bankrörelse.
10 november	Finansinspektionen beslutar i enlighet med förslaget den 17 oktober
11 november	Riksbankens emission av riksbankscertifikat blir inte fulltecknad. Tilldelningsvolym blir 70,5 miljarder kronor.
18 november	Riksbankens emission av riksbankscertifikat blir inte fulltecknad. Tilldelningsvolym blir 82 miljarder kronor.
19 november	Riksbankens andra auktion av lån i svenska kronor med företagscertifikat som säkerhet blir inte fulltecknad. Totalt annonserat belopp var 40 miljarder kronor. Sammanlagt inkom på en miljard kronor, vilket även blir tilldelningsvolym.

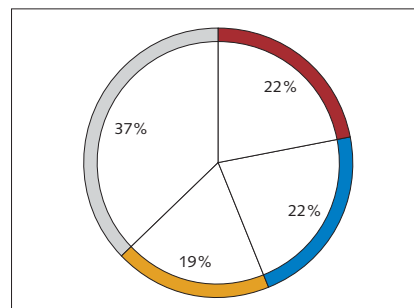
### De svenska bankernas låntagare – i korthet

Den ekonomiska avmattningen och den pågående finanskrisen påverkar betalningsförmågan för bankernas låntagare i Sverige. Hushållens ekonomiska situation förväntas vara fortsatt god framöver, men deras finansiella nettoförmögenhet har minskat som en effekt av krisen. Därtill förväntas bostadspriserna falla i takt med konjunktur nedgången. Konkurserna i den svenska företagssektorn har under många år varit mycket få, men de förväntas nu stiga framöver. Framåtblickande indikatorer baserade på aktievärden pekar på ganska stora försämringar av företagets kreditkvalitet. Det gäller även fastighetsbolagen. Efter flera år av stigande fastighetspriser sjunker nu priserna samtidigt som aktiviteten minskat på fastighetsmarknaden. Om konjunkturavmattningen blir längre och djupare än förväntat kan det leda till lägre hyresintäkter för fastighetsbolagen och betalningssvårigheter för företag som är verksamma i branschen.

Problemen i de baltiska länderna har förvärrats sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades. Detta gäller främst Estland och Lettland där BNP nu minskar till följd av att den inhemska efterfrågan avtar. Samtidigt försämras utsikterna för de baltiska ländernas exportmarknader. Parallellt med den negativa realekonomiska utvecklingen har dessutom den finansiella krisen nu spridits till andra tillväxtekonomier i Östeuropa som tidigare inte har påverkats i någon stor utsträckning. Sammantaget försvårar dessa faktorer de baltiska ländernas anpassning till en mer långsiktigt hållbar tillväxt efter tidigare års överhettning. Ännu är betalningsförmågan hos de baltiska låntagarna god, men det finns skäl att tro att den kommer att försämrats under de närmsta kvartalen.

De svenska bankernas låntagare i Sverige och i utlandet har i dagsläget goda förutsättningar att betala för sina lån. Men det finns skäl att tro att betalningsförmågan för vissa grupper av låntagare kommer att försämrats i takt med konjunktur nedgången.

Diagram 2:1. Bankernas utlåning fördelad på svenska och utländska hushåll och företag, september 2008



- Svenska hushåll
- Svenska företag
- Utländska hushåll
- Utländska företag

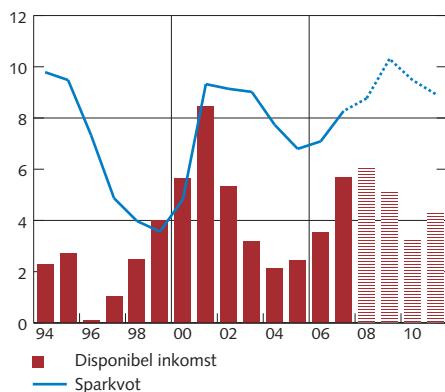
Anm. Utlåning till allmänheten inklusive kreditexponering utanför balansräkningen.

Källa: Riksbanken

En viktig del i analysen av den finansiella stabiliteten är att följa utvecklingen för de svenska bankernas låntagare. Risken för att låntagarna inte kan betala sina skulder är nämligen en av de största riskerna bankerna är utsatta för. Därtill påverkas bankernas resultat direkt av lägre lånevolymer via ränteintäkterna. Av bankernas totala utlåning, som i september 2008 uppgick till cirka 6 700 miljarder kronor, går drygt 20 procent till de svenska hushållen (se diagram 2:1).<sup>21</sup> Lika stor andel av utlåningen går till svenska företag, varav fastighetsbolagen utgör en betydande låntagargrupp. Utländska låntagare har dessutom blivit allt viktigare för de svenska bankerna. Jämfört med

21 Avser de fyra stora bankerna på koncernnivå (inklusive utländsk verksamhet) per den 30 september 2008.

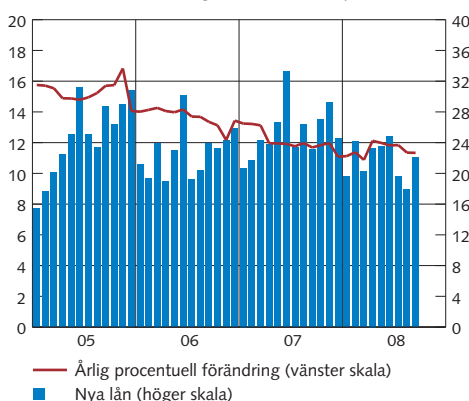
**Diagram 2:2. Hushållens nominella disponibla inkomster och sparkvot**  
Årlig procentuell förändring och procent



Anm. Hushållens sparkvot definieras som hushållens sparande i relation till den disponibla inkomsten. Den streckade linjen och de streckade staplarna avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport 2008:3.

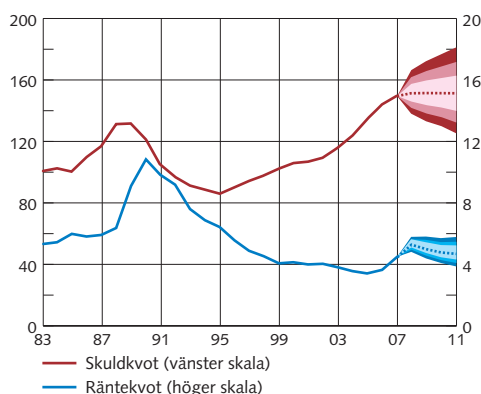
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:3. Hushållens upplåning samt nytagna lån för bostadsändamål**  
Procentuell förändring



Källa: Riksbanken

**Diagram 2:4. Hushållens skuldkvot och räntekvot**  
Procent av disponibel inkomst



Anm. Hushållens skuldkvot definieras som hushållens skulder i relation till hushållens disponibla inkomster och hushållens räntekvot motsvaras av hushållens räntekostnader, dvs. ränteutgifter efter skatt, i relation till de disponibla inkomsterna. Osäkerhetsintervallen visar de intervall inom vilka skuld- och räntekvoten med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna, givet Riksbankens huvudscenario i Penningpolitisk rapport 2008:3.

Källor: SCB och Riksbanken

för fem år sedan har andelen utländsk utlåning ökat med drygt fem procentenheter. Det beror bland annat på en stark utlåningstillväxt och att bankerna har förvärvat utländsk verksamhet.

Detta kapitel inleds med en genomgång av den svenska hushållssektorn. Därefter analyseras den svenska företagssektorn. Fastighetsbolagen behandlas i ett eget avsnitt, tillsammans med utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden. Avslutningsvis analyseras låntagarna på de utländska marknader där de svenska bankerna är aktiva.

## Den svenska hushållssektorn

I detta avsnitt analyseras betalningsförmågan i den svenska hushållssektorn. Eftersom hushållen ofta använder fastigheter som säkerhet för lån analyseras även bostadspriserna.

**Hushållens ekonomiska situation väntas vara fortsatt god trots att konjunkturen dämpas framöver.** Det förklaras av att de svenska hushållens disponibla inkomster förväntas fortsätta att öka i en relativt hög takt, framför allt till följd av ytterligare skattesänkningar men också som en följd av att inkomsterna har fortsatt att öka. Inkomsterna ökar dock i en något långsammare takt än tidigare på grund av att sysselsättningen väntas falla. Hushållens sparkvot har ökat under senare år. Framöver antas hushållens konsumtion öka i en lägre takt och sparkvoten förväntas därför ligga kvar på en hög nivå även under de kommande åren (se diagram 2:2).<sup>22</sup> Däremot har hushållens finansiella nettoförmögenhet minskat, vilket beror på de kraftigt fallande börskurserna och att hushållen har fortsatt att öka sin upplåning.

### Hushållen har fortsatt att låna i relativt hög takt det senaste året.

Den totala upplåningen ökade med 9,8 procent i september jämfört med samma månad i fjol. Upplåningen för bostadsändamål ökade med 11,3 procent jämfört med för ett år sedan (se diagram 2:3). Hushållens upplåning har ökat mer än den disponibla inkomsten och hushållens skulder i förhållande till inkomsterna, skuldkvoten, har därmed fortsatt att öka (se diagram 2:4). Sedan december 2004 har skuldkvoten stigit med nära 30 procentenheter, varav den största delen kan förklaras av att hushållens upplåning med bostäder som säkerhet har ökat. Att hushållen har fortsatt att låna i hög takt illustreras bland annat av att transaktionsvolymerna på bostadsmarknaden är fortsatt höga trots att konjunkturläget är mer osäkert.<sup>23</sup> Enligt aktörer på bolånemarknaden kan den höga upplåningen också ha berott på att många hushåll tagit upp nya lån på sin bostad för att finansiera renoveringar eller annan konsumtion. De senaste månaderna har dock nyutlåningen från bostadsinstituterna gått ner något (se diagram 2:3) vilket tyder på att hushållens upplåning håller på att dämpas.

<sup>22</sup> Se Sveriges riksbank (2008), "Penningpolitisk rapport 2008:3", oktober.

<sup>23</sup> Se försäljningsuppgifter från Mäklarstatistik, som omfattar försäljningsuppgifter från Mäklarsamfundets, Fastighetsbyråns och Svensk fastighetsförmedlings medlemmar.

### Framöver förväntas hushållens upplåning öka i en långsammare takt.

Det beror framför allt på att konjunkturen dämpas ytterligare, och att det till följd av finanskrisen råder en stor osäkerhet om framtiden. Med anledning av finanskrisen möter hushållen dessutom stramare kreditvillkor i form av lägre tillåtna belåningsgrader, och numera beviljas inte heller amorteringsfria lån till nya kunder. Osäkerheten kan också förklara varför en större andel tillfrågade hushåll i Konjunkturinstitutets senaste barometer uppger att det inte är troligt att de kommer att renovera bostaden inom det närmsta året. Det betyder att det troligtvis blir färre som tar ut nya lån på sin bostad för att finansiera renoveringar.

### Hushållens räntekostnader väntas dessutom ligga kvar på en högre nivå en tid framöver.

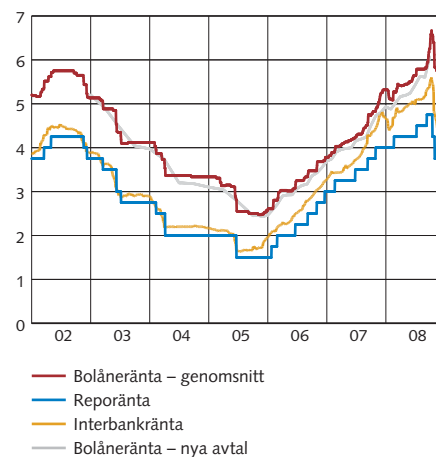
Bankernas finansieringskostnader har ökat kraftigt under hösten och dessa förs i sin tur över på kunderna (se diagram 2:5). Bankerna försöker också öka sina sedan tidigare nedpressade marginaler.<sup>24</sup> Eftersom majoriteten av de nya lånen tas till rörlig ränta är hushållen samtidigt mer känsliga för ränteförändringar (se diagram 2:6). Lån som tidigare varit bundna med en lägre, fast ränta har också till viss del bundits om till de högre räntorna.

**Hushållens skuldkvot förväntas vara i stort sett oförändrad medan räntekvoten förväntas sjunka något under 2009–2011** (se diagram 2:4). Den dämpade konjunkturen och finanskrisen späder på osäkerheten om framtiden, vilket leder till att hushållen fortsätter att låna mindre. Hittills i år har dock hushållens upplåning ökat i en högre takt än tidigare förväntat och skuldkvoten för 2008 har därmed justerats upp något. Även räntekvoten för 2008 är något uppjusterad. Reporäntan har emellertid sänkts och väntas gå ner ytterligare, vilket innebär att de räntor som hushållen möter också antas gå ner något framöver. De disponibla inkomsterna förväntas samtidigt öka i en högre takt än räntekostnaderna, vilket i kombination med att skulderna ökar i en lägre takt leder till att räntekvoten väntas bli lägre i slutet av prognosperioden.

### Finanskrisen har resulterat i högre boräntor för samtliga hushåll.

Men det är hushållen i storstadsområdena som har drabbats mest eftersom de har större lån. Effekten av finanskrisen i Sverige kan illustreras med ett räkneexempel. Tabell 2:1 nedan visar att ett genomsnittligt hushåll i riket som köpte en villa sommaren 2007 nu har ränteutgifter på 11,3 procent av hushållsinkomsten<sup>25</sup> per månad. Detta kan jämföras med knappt tio procent om boräntorna hade utvecklats mer i linje med en riskfri ränta. Detta har i genomsnitt under oktober och november gett hushållen 920 kronor per månad i ökade ränteutgifter. Beräkningen i tabellen nedan gäller endast ett hushåll

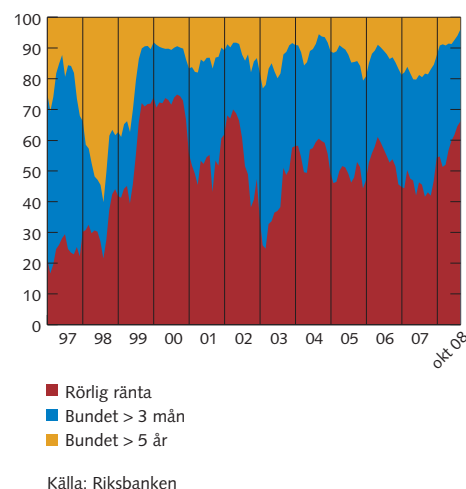
Diagram 2:5. Bolåneränta, interbankränta och reporänta  
Procent



Anm. Avser genomsnitt av tre månaders bolåneränta från Handelsbanken, Nordea, SBAB och SEB, tre månaders interbankränta samt månadsgenomsnitt för tre månaders bolåneränta för bostadsinstitutets nya utlåning.

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

Diagram 2:6. Hushållens nya lån fördelade på olika löptider  
Procent

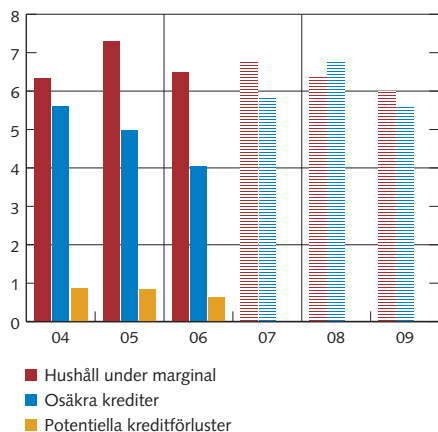


Källa: Riksbanken

<sup>24</sup> För ytterligare information om bankernas marginaler se kapitel 3 samt rutan "Utvecklingen av storbankernas ut- och inlåningsmarginaler i Sverige".

<sup>25</sup> Den genomsnittliga inkomsten för ett hushåll med en skuld som uppgår till det lånade beloppet i tabell 2:1, ur SCB:s undersökning om hushållens ekonomi (HEK).

**Diagram 2:7. Hushåll under marginal, osäkra krediter och potentiella kreditförluster**  
Procent

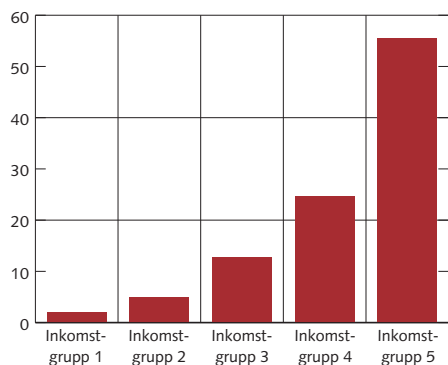


Anm. Andelen hushåll under marginal visar hur stor andel av de skuldsatta hushållen som inte klarar av att täcka sina löpande kostnader. Andelen osäkra krediter mäter hur stor andel dessa hushåll har av hushållssektorns totala skuld. Potentiella kreditförluster motsvarar de skulder, bland de hushåll som är under marginal, som inte täcks av förmögenhetsvärden.

Andelen hushåll under marginal och osäkra krediter från 2007 och framåt har beräknats från det preliminära utfallet för 2007. Potentiella kreditförluster går ej att beräkna för dessa år då datamaterialet för 2007 inte innehåller några värden för hushållens förmögenhet. De streckade staplarna visar det preliminära utfallet och framskrivningarna.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:8. Andelen skulder som hålls av skuldsatta hushåll i olika inkomstgrupper**  
Procent



Anm. Inkomstgrupp 1 består av de skuldsatta hushållen med lägst disponibel inkomst och inkomstgrupp 5 består av de skuldsatta hushållen bland hushållen med högst disponibel inkomst.

Källor: SCB och Riksbanken

som köpt en villa, men högre boräntor har också drabbat de hushåll som köpt bostadsrätter. Dessa hushåll kan även drabbas av högre månadsavgifter eftersom bostadsrättsföreningar också mött högre räntor på sin upplåning.

**Tabell 2:1. Finanskrisens effekter för hushållen i termer av högre ränteutgifter**

	Riket	Storstockholm	Storgöteborg	Stormalmö	Riket exkl. storstadsområden
Köpeskilling	1 737 000	3 214 000	2 551 000	2 591 000	1 182 000
Lånat belopp	1 563 300	2 892 600	2 295 900	2 331 900	1 063 800
Hypotetisk ränteutgift i procent av hushållsinkomsten	9,8	15,0	12,7	12,5	7,6
Faktisk ränteutgift i procent av hushållsinkomsten	11,3	17,2	14,6	14,4	8,7
<b>Ökade ränteutgifter per månad, före skatt</b>	<b>922</b>	<b>1 707</b>	<b>1 355</b>	<b>1 376</b>	<b>628</b>

Anm. Hushållet antas ha köpt en villa till medelpris juni 2007 och beviljats en belåningsgrad på 90 procent av köpeskillingen. Vid beräkningen av hushållets ränteutgifter har ett genomsnitt av listräntor använts. Hushållet antas ha bundit sitt lån med olika löptider enligt diagram 2:6 för juni 2007.

Källor: SCB och Riksbanken

**Enligt preliminära utfall av data över hushållens ekonomi<sup>26</sup> har andelen hushåll som inte förmår betala sina löpande kostnader ökat under 2007 (se diagram 2:7).**<sup>27</sup> Det är framför allt för hushåll i de två lägsta inkomstklasserna som läget har försämrats. Dessa hushåll har i stort sett inte åtnjutit några inkomstökningar alls medan ränteutgifterna har stigit. Det är dock viktigt att komma ihåg att dessa grupper står för en liten andel av hushållens totala skulder (se diagram 2:8). I genomsnitt har de disponibla inkomsterna bland de skuldsatta hushållen stigit mer än på aggregerad nivå. Eftersom de skuldsatta hushållens inkomster har ökat i högre takt än skulderna har skuldkvoten bland dessa hushåll också gått ner jämfört med ett år tidigare.

**Enligt framskrivningar och stresstester har hushållen trots allt fortfarande en god betalningsförmåga.** Andelen sårbara hushåll bedöms dessutom minska framöver. Det beror på att deras disponibla inkomst väntas fortsätta öka i en hög takt. Bankernas eventuella kreditförluster från hushållssektorn förväntas fortsätta vara låga eftersom det är hushållen med högst inkomster som står för den största delen av hushållssektorns totala skulder (se diagram 2:8). Av dessa hushåll klarar de allra flesta att betala sina lånekostnader trots räntehöjningar, ökad arbetslöshet och en värdeminskning på bostaden.

**Utifrån stresstesterna kan vi se att hushållens betalningsförmåga inte påverkas nämnvärt av ökad arbetslöshet.** Andelen osäkra kredi-

<sup>26</sup> Till detta har SCB:s årliga undersökning över hushållens ekonomi (HEK) använts. Den senaste undersökningen genomfördes 2007 och det preliminära utfallet publicerades i slutet av oktober i år. De senaste åren har det preliminära utfallet överskattat andelen hushåll under marginal och andelen osäkra krediter, det är därför troligt att dessa kan komma att revideras när det slutliga utfallet publiceras. Dessa data har skrivits fram med hjälp av senare utfall från finansräkenskaperna och nationalräkenskaperna till och med andra kvartalet 2008, samt Riksbankens prognoser för 2008 och 2009.

<sup>27</sup> Det råder dock osäkerhet härom eftersom prognosen utgår från att samtliga hushåll får högre inkomster, vilket inte alltid är fallet. Andelen sårbara hushåll kan därmed bli högre än i prognosen.

ter ökar endast från 5,8 till 6,7 procent av hushållens totala skulder, när arbetslösheten ökar med fyra procentenheter (allt annat lika). För att höja arbetslöshetsnivån i stresstestet väljs slumpmässigt de individer ut som antas bli arbetslösa. Deras inkomster ersätts sedan av arbetslöshetsersättning. Denna procedur upprepas till dess att antagen arbetslöshetsnivå har uppnåtts i populationen. Därefter undersöks åter hur stor andel av hushållen som inte förmår betala sina löpande kostnader och hur stor andel av dessa hushålls skulder som inte täcks av förmögenhetsvärden.<sup>28</sup> Ett hushåll med två inkomster, en förvärvsinkomst och en arbetslöshetsersättning, klarar i regel fortfarande sina lånebetalningar och kan täcka sina andra löpande kostnader. Man kan därför dra slutsatsen att ökad arbetslöshet troligtvis inte leder till att hushållssektorn orsakar större kreditförluster i banksektorn. Det utsluter inte att betalningsförmågan för enskilda hushåll kan försämrats. Det gäller särskilt i mindre kommuner med en dominant arbetsgivare där risken att båda kan bli arbetslösa kan vara större.

**Hushållens betalningsförmåga påverkas däremot mer av höjda bo-räntor.** Men högre räntekostnader förväntas inte medföra att hushållen orsakar bankerna större kreditförluster, eftersom det är hushåll med höga inkomster som står för den största delen av lånestocken. Därmed skulle hushållens utrymme att konsumera annat än boende påverkas. Detta innebär också att antalet hushåll som inte förmår täcka sina löpande kostnader ökar när de två stressscenarierna kombinerats, men det beror främst på de högre bo-räntorna.

**Sedan september förra året har huspriserna i Sverige stått stilla** (se diagram 2:9). I Stockholms- och Malmöregionerna har priserna på småhus sjunkit något, medan priserna på småhus i Göteborgsområdet har fortsatt att öka något. Även uppgifter från Mäklarstatistik ger en bild av en mer avkyld bostadsmarknad (se diagram 2:10). De senaste tre månaderna (augusti-oktober) har priserna på bostadsrätter sjunkit med sex procent i hela riket.

**Bostadspriserna förväntas falla framöver.** När konjunkturen försvagas och arbetslösheten stiger minskar efterfrågan på bostäder. Därtill är nu bankerna mer försiktiga vid utlåningen och beviljar inte lån med lika höga belåningsgrader. Enligt den senaste statistiken från Hemnet och SBAB:s mäklarbarometer är utbudet på bostäder högre än normalt och det rapporteras om längre försäljningstider, och det pressar också ned priserna. Samtidigt har skillnaden i pris mellan olika objekt ökat sedan förra hösten, vilket är ett vanligt fenomen på bostadsmarknaden då denna håller på att kylas av. Riksbanken bedömer att huspriserna kan komma att falla med åtminstone fem procent, men det kan bli mer om lågkonjunkturen blir djupare än förväntat. Dessutom råder det enligt Konjunkturinstitutets barometer en

Diagram 2:9. Huspriser i riket, Storstockholm, Storgöteborg och Stormalmö  
Index 1986=100

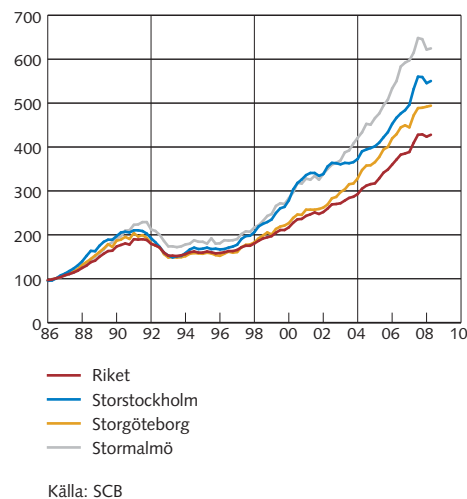
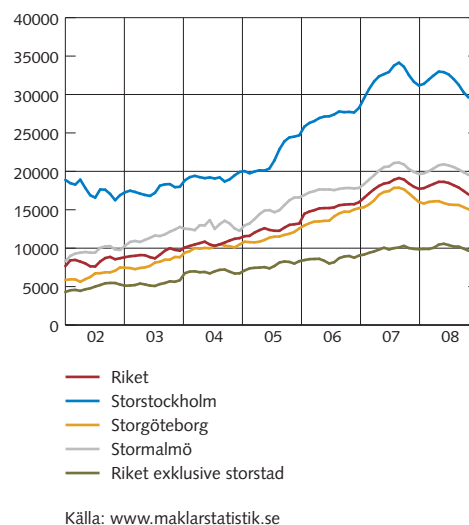
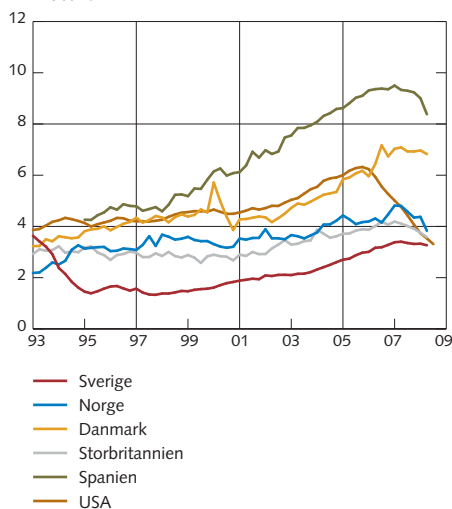


Diagram 2:10. Bostadsrättspriser  
Kronor per kvadratmeter



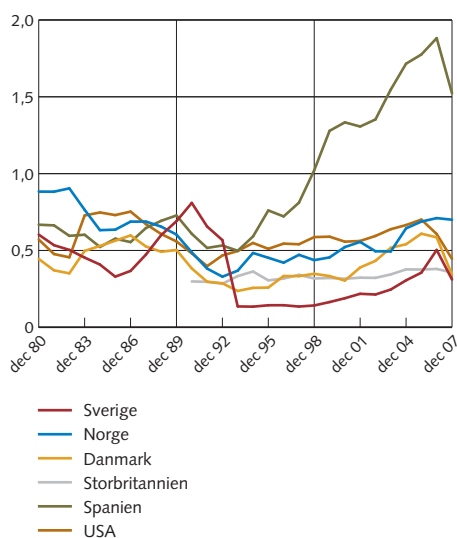
28 Hushållssektorns betalningsförmåga testas genom att arbetslöshet och ränteutgifter höjs var för sig samt i kombination med varandra. Se även artikel i Penning- och valutapolitik 2006:3 för metodbeskrivning.

**Diagram 2:11. Bostadsinvesteringar i relation till BNP, säsongrensat**  
Procent



Källor: SCB, nationella statistikbyråer och Riksbanken

**Diagram 2:12. Antal påbörjade bostäder i relation till antal invånare**  
Procent



Anm. Antalet påbörjade bostäder i Sverige under 2006 och 2007 är överskattade på grund av de så kallade Odellplattorna, det verkliga antalet påbörjade bostäder var, enligt Boverket, mycket lägre. Odellplattorna uppkom genom att byggstarten av omkring 8 000 bostäder tidigare lades till innan utgången av 2006, eftersom regeringen beslutat att slopa det statliga räntebidraget och investeringsstödet från och med den 1 januari 2007.

Källa: Reuters EcoWin

dystrare stämning än tidigare bland hushållen både vad gäller landets och deras egen ekonomi. SEB:s boprisbarometer visar samtidigt att majoriteten av de tillfrågade hushållen tror på fallande huspriser.

**Det är emellertid troligt att huspriserna faller något mindre i Sverige än i en del andra länder.** Flera faktorer talar för det. För det första har nybyggnationen i Sverige sedan början av 1990-talet legat på en mycket lägre nivå än i andra länder (se diagram 2:11 och 2:12). För det andra råder det bostadsbrist i nära hälften av landets kommuner och särskilt i storstadsområdena.<sup>29</sup> Enligt byggbolagens prognoser kommer bostadsbristen att bestå de närmaste åren eftersom nybyggnationen av lägenheter och småhus minskar kraftigt.<sup>30</sup> För det tredje köper svenska hushåll sina bostäder för att bo i, inte för att hyra ut. I Storbritannien och på Irland, där huspriserna nu fallit kraftigt, har det däremot funnits en stor marknad för så kallad buy-to-let. Det innebär att ett hus eller en lägenhet kan köpas för att hyras ut i andra hand, vilket har gett bostadsmarknaden ett spekulativt inslag som i stort sett inte finns i Sverige.

**Erfarenheter visar att huspriser ofta samvarierar mellan länder.** Eftersom bostäder inte är en vara som handlas över nationsgränser är det inte uppenbart hur prisförändringar på bostadsmarknaden i ett land kan spridas till ett annat. Det finns emellertid andra kanaler som kan förklara varför husprisernas utveckling följs åt internationellt.<sup>31</sup> Bland annat har de nationella bostadsmarknaderna sannolikt blivit mer känsliga för situationen på de internationella kapitalmarknaderna. Det betyder att störningar på kapitalmarknaderna kan drabba bolåneinstituterna i form av högre finansieringskostnader, vilket har skett under den pågående finanskrisen. Dessa högre finansieringskostnader har förts över på kunderna som därmed har mött ännu högre räntor, vilket har dämpat bostadspriserna.

**Sammanfattningsvis är hushållens betalningsförmåga god.** Stress-tester visar också att hushållen har utrymme att klara en försämrad konjunktur, stigande arbetslöshet och ett fortsatt högt ränteläge. Ett eventuellt fall i huspriserna betyder inte att hushållssektorn utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten eftersom hushållen fortfarande kan betala på sina lån. Det finns inte heller något annat som tyder på att hushållssektorn i sin helhet kommer att orsaka några större kreditföruster i banksektorn. Detta utesluter dock inte att enskilda hushåll som har lånat för mycket kan få betalningssvårigheter. Om finanskrisen pågår en längre tid finns det dessutom en risk att hushållen till följd av högre ränteutgifter måste dra in på annan konsumtion. Det påverkar den reala ekonomin i flera led; lägre privat konsumtion leder till lägre företagsinvesteringar och bostadsinvesteringar, och så vidare.

29 Boverkets Bostadsmarknadsenkät för 2008-2009.

30 Enligt Boverkets indikatorer, Sveriges byggindustrier och SCB:s Byggindex.

31 Se IMF, "World Economic Outlook", 2004.



## Den svenska företagssektorn

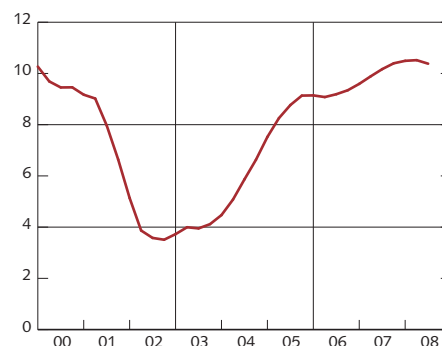
Drygt 20 procent av utlåningen i de fyra största bankerna går till svenska företag. Riksbanken analyserar utvecklingen inom företagssektorn i syfte att löpande följa hur riskerna i utlåningen utvecklas. Analysen är fokuserad på några centrala finansiella nyckeltal samt en bedömning av företagets kreditkvalitet under perioden 2009–2011.<sup>32</sup>

**Lönsamheten i de svenska börsnoterade företagen har successivt ökat de senaste åren** (se diagram 2:13). Det beror på att vinsterna har förbättrats tack vare flera år av stark konjunktur. Den starka ekonomiska utvecklingen har också medfört att antalet konkurser har fallit till historiskt låga nivåer (se diagram 2:14). Konkurserna har dock ökat något de allra senaste månaderna, vilket är naturligt mot bakgrund av den fördjupade lågkonjunkturen.<sup>33</sup> Enligt indikatorn över förväntad konkurs sannolikhet (EDF) kommer konkurserna bland företagen att fortsätta öka betydligt, från 0,2 procent till 0,5 procent inom ett år.<sup>34</sup> Trots att EDF-måttet endast är baserat på utvecklingen hos börsnoterade företag har det visat sig vara en bra indikator på hur konkurserna kan komma att utvecklas i hela företagssektorn.

**Företagens upplåning från kreditinstitut har fortsatt att öka i hög takt.** I september 2008 ökade företagens upplåning från de svenska kreditinstituten med knappt 15 procent jämfört med samma månad året innan (se diagram 2:15).<sup>35</sup> Vid sidan om vanliga banklån är obligationsmarknaden den viktigaste finansieringskällan för svenska storbolag, även om denna i dag utgör en mindre andel av företagens totala upplåning (se diagram 2:16). Som framgår av diagram 2:16 var företagens möjligheter att finansiera sig på värdepappersmarknaden fortsatt goda under andra kvartalet 2008.

**Historiskt sett har sektorns upplåning haft ett visst samband med reala fasta bruttoinvesteringar** (se diagram 2:17). Det tyder på att företagen tidigare har lånat för att finansiera sina investeringar. Sedan finanskrisen började sommaren 2007 skiljer sig dock mönstret från tidigare. Ökningstakten i fasta investeringar har dämpats avsevärt samtidigt som företagens upplåning har fortsatt öka kraftigt. Det finns många faktorer som kan ha bidragit till en sådan utveckling. Bland annat var det dyrare för de börsnoterade företagen att finansiera sig på aktiemarknaden under denna period. Samtidigt var bankernas nyutlåningsräntor förhållandevis låga och kreditvillkoren gynnsamma. Dessutom finns indikationer på att många företag utnyttjade sina

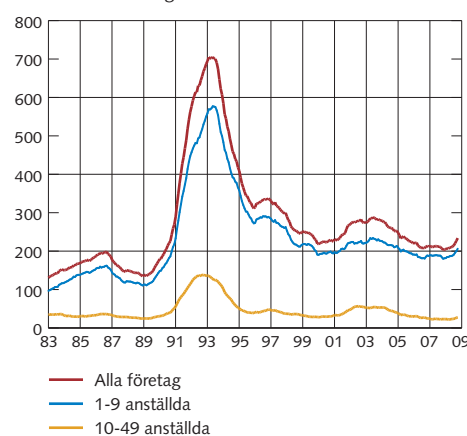
Diagram 2:13. Lönsamhet i svenska börsnoterade företag  
Procent



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

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 2:14. Antal företagskonkurser fördelat efter företagsstorlek  
Tolv månaders glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:15. Företagens upplåning från kreditinstitut  
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

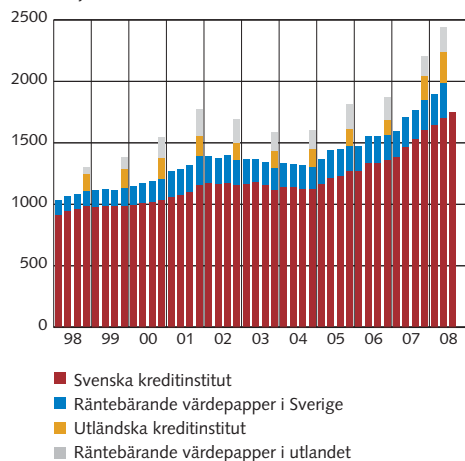
32 Analysen koncentreras till de börsnoterade icke-finansiella företagen om inget annat anges.

33 Det är främst den privata tjänstesektorn, parti- och detaljhandeln, transport- samt byggsektorn som bidrar till de ökade företagskonkurserna.

34 Kreditvärderingsinstitutet Moodys (Moody's KMV) beräknar sannolikheten för konkurs i börsnoterade företag inom ett år. EDF är ett mått på företagets kreditkvalitet och beräknas som sannolikheten för att marknadsvärdet på företagets tillgångar understiger storleken på dess skulder när dessa förfaller.

35 Avser kreditinstitutens totala utlåning till företag.

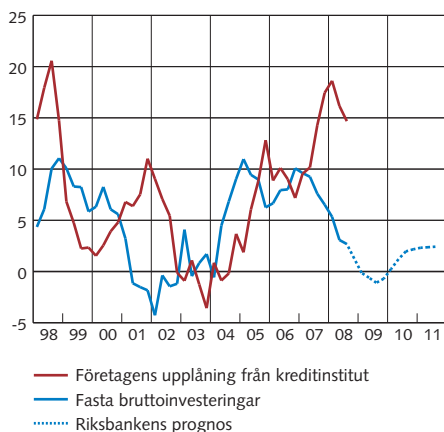
**Diagram 2:16. Företagens upplåning från kreditinstitut samt deras värdepappersfinansiering i Sverige och utlandet, kvartal samt år**  
Miljarder kronor



Anm. Statistik över företagens värdepappersfinansiering redovisas dels i slutet av varje år dels i slutet av det senaste halvåret. Företagens finansiering med räntebärande värdepapper sker dels på obligationsmarknaden genom utgivning av företagsobligationer, dels på penningmarknaden genom utgivning av företagscertifikat.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:17. Företagens upplåning från kreditinstitut och fasta bruttoinvesteringar**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

**Diagram 2:18. Skuldsättningsgrad i svenska börsnoterade bolag**  
Procent



Anm. Skuldsättningsgraden definieras som skulder i förhållande till bokfört kapital.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

tidigare överenskomna låneutrymmen hos bankerna, så kallade kreditlinor, under denna period. I september 2008 ökade företagen sin upplåning från kreditinstituten samtidigt som de minskade sin upplåning från penningmarknaden genom utgivning av företagscertifikat. Även lånefinansierade företagsförvärv som sker via riskkapitalbolag har bidragit till den ökade upplåningen.

**Företagens skulder i förhållande till deras totala tillgångar ökade snabbt under 2007 och 2008, efter att ha fallit i flera år** (se diagram 2:18). Det beror dels på den starka kredittillväxten i företagssektorn, dels på att företagen har minskat det bokförda kapitalet. Detta har framför allt skett genom att man minskat sina omsättningstillgångar och likvida medel. Anledningen är att företagen har haft stora överskott av likvida medel samtidigt som de har haft få lönsamma investeringar. Ett sätt att minska de likvida medlen är att öka utdelningarna till sina aktieägare och därigenom få ner det egna kapitalet som i sin tur innebär att det bokförda kapitalet minskar.

**Det finns dock skäl att tro att upplåningstakten kommer att dämpas framöver.** Det gäller både företagens upplåning från kreditinstitut och från marknaden. Allt eftersom investeringarna växer långsammare kommer företagens upplåningsbehov att minska de närmaste kvartalen. Dessutom har bankerna blivit betydligt mindre positiva till både den kortsiktiga och den långsiktiga utlåningen till företagen till följd av finanskrisen. Enligt Riksbankens kontakter med marknadsaktörer finns det tecken på att bankerna har stramat åt sina kreditvillkor, det vill säga tecken på en begynnande "credit crunch".<sup>36</sup> Samtidigt har räntorna stigit (se diagram 2:19). Därutöver har riskkapitalbolagen, vilka tidigare har bidragit till den ökade upplåningen, fått det svårare att finansiera både stora företagsköp och köp av medelstora företag med hjälp av lån. Även värdena på de bolag som redan finns i deras portföljer har minskat i takt med börsvärdet, och möjligheten att sälja bolag till börsen är för närvarande inte så god. Företagen kommer dessutom att få allt svårare att bära de höga upplåningsräntorna i en vikande konjunktur. Även riskkapitalbolagens investeringar förutses minska allteftersom konjunkturen försämras trots att de hittills i år har ökat.<sup>37</sup>

<sup>36</sup> Se Almi företagspartners låneindikator oktober 2008. Almis låneindikator är en kvartalsvis enkätundersökning bland 151 kontorschefer på banker runt om i landet.

<sup>37</sup> Källa: Svenska Riskkapitalföreningen, Innovationsbron och Nutek (2008), "Riskkapitalbolagens aktiviteter och finansiering i tidiga skeden, kvartal 2".

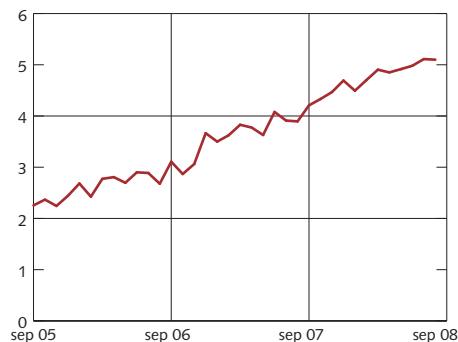
### Samtidigt har företagens upplåning från marknaden försvårats.

Möjligheten för svenska företag att med obligationer och certifikat finansiera sin löpande verksamhet har försämrats till följd av den finansiella krisen. I nuvarande marknadsläge har de stora företagen dessutom svårt att skaffa kapital på aktiemarknaden. Det har alltså blivit betydligt svårare och dyrare för företagen att finansiera sig, både via lån från bank och via marknaden. Detta innebär också att företagens finansieringskostnader för sin tidigare marknadsfinansiering ökar när lånen ska refinansieras, eller att finansieringen uteblir. Effekten kan bli att företagen måste minska sina investeringar ännu mer. Det innebär att den finansiella krisen får återverkningar på den reala ekonomin. För att underlätta kreditförsörjningen för icke-finansiella företag har Riksbanken inrättat en kreditfacilitet där bankerna kan använda företagscertifikat som säkerhet.

**Företagens finansiella ställning har börjat försämrats till följd av högre skuldsättning och stigande räntor.** Sedan 2007 har företagens möjligheter att täcka sina räntekostnader blivit något sämre vilket illustreras i en lägre räntetäckningsgrad (se diagram 2:20). Trots detta bedöms företagens intjäning ändå täcka deras räntekostnader med god marginal. Vidare har företagens kassalikviditet gradvis försämrats, vilket innebär att det finns allt mindre likvida tillgångar som företagen kan använda för att möta kortsiktiga betalningsåtaganden (se diagram 2:21). Den försämrade kassalikviditeten utgör dock ingen risk för att företagen inte skulle möta sina betalningsåtaganden så länge företagens intjäningsförmåga och lönsamhet är god.

**Företagens kreditkvalitet bedöms bli sämre allt eftersom konjunkturen viker** (se diagram 2:22).<sup>38</sup> Företagens intjäningsförmåga förväntas minska i takt med konjunkturedgången och därmed också deras lönsamhet. Risken för en fortsatt hög utlåningsränta till företagen kan dessutom innebära en risk att deras lånekostnader ökar. Detta bidrar till att företagens räntetäckningsgrad blir lägre eftersom intjäningen inte räcker för att täcka deras räntekostnader i lika hög grad som tidigare.<sup>39</sup> Därtill bedöms sannolikheten för att företag inte klarar att återbetala sina skulder inom en viss tid öka. Detta kan i sin tur leda till att antalet konkurser ökar. Om den finansiella krisen fortskrider en längre tid och den ekonomiska utvecklingen blir sämre än förväntat så finns det risk att företagens kreditkvalitet försämrats än mer.

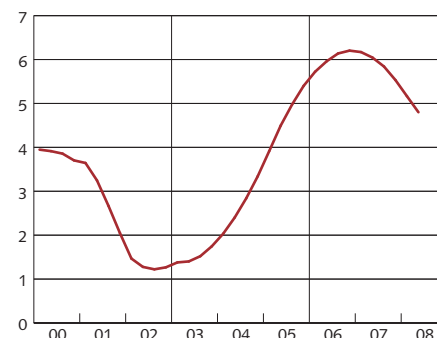
Diagram 2:19. De fyra storbankernas utlåningsränta på nya avtal tecknade av icke-finansiella företag  
Procent



Anm. Nyutlåningsräntan till företagen kommer från SCB:s finansmarknadsstatistik och är ett vägt genomsnitt av de fyra storbankernas (Handelsbankens, SEB:s, Nordeas och Swedbanks) utlåningsräntor på nya lån. Vikterna bestäms av löptiden för nyutlåningen till företagen.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:20. Räntetäckningsgrad i svenska börsnoterade företag  
Kvot



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

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 2:21. Kassalikviditet i svenska börsnoterade företag  
Procent



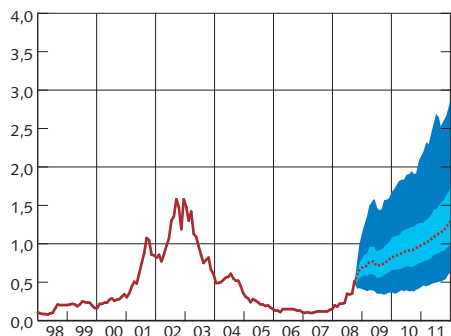
Anm. Kassalikviditet definieras som omsättningstillgångar i förhållande till kortfristiga skulder. Är kassalikviditeten 100 procent innebär det att de kortsiktiga skulderna kan betalas av omedelbart, förutsatt att omsättningstillgångarna direkt kan omvandlas till kontanter.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

<sup>38</sup> För att uppskatta hur den förväntade sannolikheten för konkurser utvecklas över tiden har Riksbanken utvecklat en modell för att göra prognoser på framtida kreditkvalitet i företagssektorn. Kreditkvaliteten representeras av förväntad konkurssannolikhet (EDF). Kreditkvaliteten relateras därefter till den makroekonomiska utvecklingen. Modellen presenterades i Finansiell stabilitet 2007:1.

<sup>39</sup> 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 kapitel 1).

Diagram 2:22. Företagens kreditkvalitet mätt med förväntade konkurs sannolikheter (EDF), historiska utfall och prognos enligt Riksbankens huvudscenario  
Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen visar de intervall som den genomsnittliga förväntade konkurs sannolikheten (EDF) med 50 respektive 95 procent sannolikhet bedöms hamna på, givet Riksbankens huvudscenario i Penningpolitisk rapport i oktober 2008:3. Intervallen speglar därmed osäkerheten kring hur EDF påverkas av förändringar i BNP, inflation och i tre månaders riskfri ränta. Intervallen tar inte hänsyn till osäkerheten i de makroekonomiska variablerna.

Källor: Moody's KMV och Riksbanken

**Långivarna kan komma att söka kompensation för den försämrade kreditkvaliteten hos sina företagskunder.** Anledningen till detta är att sämre kreditkvalitet riskerar att leda till framtida kreditförluster hos bankerna. För att kompensera för den ökade kreditrisken kan bankerna höja räntorna på nyutlåning, vilket innebär att det blir ännu dyrare för företagen att finansiera nya investeringar. Det får även återverkningar för riskkapitalbolagen eftersom det blir ännu dyrare att finansiera företagsförvärv med banklån. Aktiviteten för liknande affärer kan också dämpas då tillgången på riskvilligt kapital minskat.

**Sammanfattningsvis ökar kreditrisken inom företagssektorn de kommande tre åren vilket kan komma att påverka upplåningskostnader och få negativa effekter på investeringarna.** I samband med försämrade ekonomi generellt bedöms företagens intjäningsförmåga försämrade framöver. Försämrade intjäning i kombination med fortsatt hög utlåningsränta kan i sin tur leda till att företagen får svårare att täcka sina räntekostnader framöver. Företagen måste då förlita sig på sina likvida tillgångar för att möta kortsiktiga betalningsåtaganden. Men företagen har minskat sina likvida tillgångar i förhållande till sina kortfristiga skulder, vilket innebär att sannolikheten för att företag inte klarar att återbetala sina skulder inom en viss tid kommer att öka. Detta innebär att företagens kreditkvalitet försämrade de kommande åren, vilket i sin tur kan leda till fler konkurser. Därtill har företagens finansieringsmöjligheter på värdepappers- och aktiemarknaden försämrats. Det innebär att företagen i allt större utsträckning är hänvisade till lån via bank för sin finansiering i ett läge där räntorna har stigit och det finns tecken på en begynnande "credit crunch" som indikerar att bankerna har börjat strama åt kreditvillkoren. Detta kan ytterligare hämma företagens investeringar och därmed få negativa effekter på den reala ekonomin.

## Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsbolagen

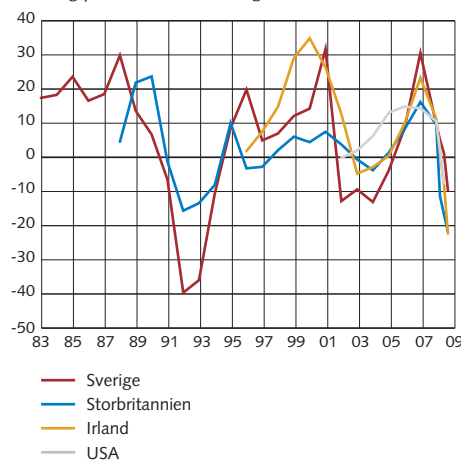
Fastighetsbolagen, det vill säga de företag som äger och förvaltar fastigheter, utgör tillsammans den enskilt största bransch som de fyra storbankerna lånar ut till. Omkring en tredjedel av de fyra storbankernas utlåning till icke-finansiella företag går till fastighetsbolagen.<sup>40</sup> En stor del av utlåningen sker med fastigheter som säkerhet och fallande priser på fastigheter innebär följaktligen att värdet på säkerheterna minskar. Ett hyresfall på fastighetsmarknaden innebär minskade intäkter för fastighetsbolagen och därmed försämrade förutsättningar för dem att betala räntor och amorteringar på sina lån hos bankerna. Fallande hyror och fallande priser på fastigheter kan därmed orsaka kreditförluster för bankerna. Detta avsnitt redogör först för utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden och går därefter igenom fastighetsbolagens skulder och kreditkvalitet.

### DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

**Priserna på kontorslokaler har fallit kraftigt internationellt och i Sverige.** Utvecklingen av fastighetspriserna i Sverige, Storbritannien, Irland och USA har följt ett liknande mönster och förklaras av den finansiella krisen och de försämrade makroekonomiska utsikterna (se diagram 2:23). De senaste årens prisutveckling, framför allt i Storbritannien, kan delvis förklaras av en närmare koppling mellan fastighets- och kapitalmarknaden.<sup>41</sup> Under finanskrisen har möjligheterna att finansiera investeringar i fastighetsmarknaden försämrats både internationellt och i Sverige. Denna försämring beror på att bankerna har skärpt villkoren för kreditgivning samt att marknaden för värdepapperiserade fastighetskrediter i det närmaste har upphört. Detta har i sin tur medfört att efterfrågan på fastigheter som investeringsobjekt minskat och priserna fallit. I Sverige har prisnedgången under det tredje kvartalet varit särskilt märkbar i Stockholms och Göteborgs citylägen med prisfall på drygt sex respektive fyra procent i nominella termer jämfört med samma period föregående år. Tar man hänsyn till inflationen har prisfallen varit ännu större (se diagram 2:24). Ytterligare ett tecken på att efterfrågan på fastigheter har avtagit är att antalet genomförda transaktioner har minskat.

**Investeringarna i den svenska kommersiella fastighetsmarknaden har minskat.** Första halvåret 2008 uppgick investeringarna, mätt som total transaktionsvolym, till knappt 50 miljarder kronor, vilket kan jämföras med drygt 70 miljarder kronor under motsvarande period föregående år samt nästan 150 miljarder kronor under hela 2007. Det är framför allt de utländska investeringarna som har minskat. Sedan slutet av 2007 har de utländska investeringarna som andel av de totala

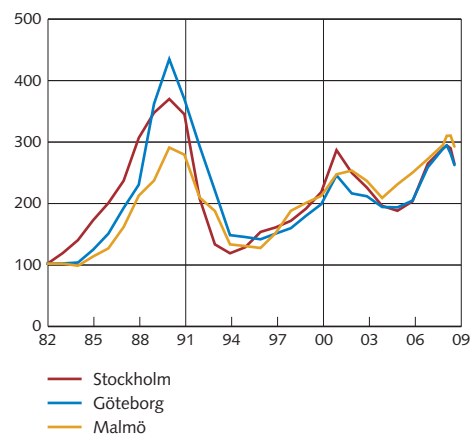
Diagram 2:23. Priser på kontorslokaler  
Årlig procentuell förändring



Anm. Avser Stockholm för Sverige. Nationell nivå för övriga.

Källor: IPD, Reuters EcoWin, MIT Center for Real Estate, Newsec och Riksbanken

Diagram 2:24. Reala priser på kontorslokaler i citylägen  
Index: 1981=100

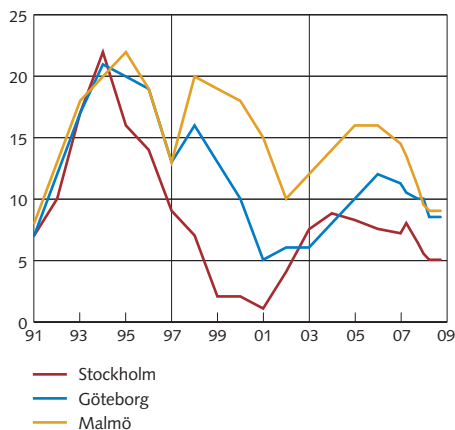


Källor: Newsec och Riksbanken

40 Detta motsvarade ett belopp på cirka 1300 miljarder kronor för det tredje kvartalet 2008.

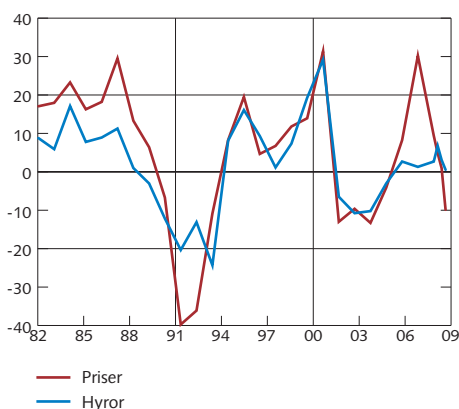
41 Denna närmare koppling beror på den värdepapperisering som skett av fastighetskrediter. Se vidare Finansiell stabilitet 2008:1.

Diagram 2:25. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen  
Procent



Källor: Newsec och Riksbanken

Diagram 2:26. Reala priser och hyror för kontorslokaler i Stockholms cityläge  
Årlig procentuell förändring



Källor: Newsec och Riksbanken

Diagram 2:27. Avkastningskrav på kontorsfastigheter i Storbritannien  
Procent



Källor: IPD och Reuters EcoWin

investeringarna minskat och under första halvåret 2008 utgjorde de endast en tredjedel av de totala investeringarna jämfört med drygt hälften under 2007.<sup>42</sup> Den globala finanskrisen har försvårat möjligheterna för de investerare som är beroende av extern finansiering. Men även kapitalstarka investerare har blivit avvaktande i väntan på att marknaderna ska stabiliseras.

**Andelen outhyrda lokaler, vakansgraden, för kontorslokaler i citylägen har varit närmast oförändrad.** Vakansgraden sjönk snabbt i centrala delar av de tre storstäderna under 2007 och början på 2008. Sedan det andra kvartalet 2008 har vakanserna däremot varit oförändrade (se diagram 2:25). De kontorslokaler som har fortsatt att vara de mest efterfrågade är moderna lokaler i centrala lägen, medan efterfrågan på sämre lokaler i mindre attraktiva lägen minskat. Att lokalerna blivit alltmer välfyllda beror på den tidigare goda konjunkturen och ökade sysselsättningen i kontorsintensiva branscher. Det är dock troligt att den försämrade konjunkturutvecklingen och avmattningen på arbetsmarknaden kommer att leda till en minskad efterfrågan på kontorslokaler framöver och därmed en ökning av vakanserna.<sup>43</sup>

**Oförändrade vakanser har medfört att hyrestillväxten har avtagit.** De nominella hyrorna ökade med knappt fem procent i Stockholm under det tredje kvartalet jämfört med samma period förra året, medan de reala hyrorna i stort sett var oförändrade (se diagram 2:26). Till följd av att vakanserna väntas öka framöver, finns också en förväntan om att ökningstakten för hyrorna kommer att fortsätta avta.

**Direktavkastningskraven på kontorslokaler har fortsatt att stiga internationellt och i Sverige.** Detta speglar den ökade osäkerheten och riskaversionen till följd av den finansiella krisen. Investerarna har följaktligen krävt ökad ersättning för sina investeringar, vilket har minskat efterfrågan på fastigheter som investeringsobjekt och därmed pressat ner priserna på fastigheterna. I Storbritannien har denna utveckling varit särskilt tydlig (se diagram 2:27). I Sverige har direktavkastningskraven på kontorslokaler stigit i framför allt Stockholm och Göteborg (se diagram 2:28). Detta gäller särskilt relativt sett sämre fastigheter i mindre attraktiva lägen. Enligt kontakter med marknadsaktörer har skillnaden mellan avkastningskraven på moderna lokaler i centrala lägen och sämre lokaler i mindre attraktiva lägen ökat.<sup>44</sup>

42 De totala investeringarna för helåret 2008 väntas dock uppgå till relativt sett höga nivåer till följd av fyra större fastighetsaffärer. Se Newsec Nordic Report Autumn 2008.

43 Jämför Riksbankens penningpolitiska rapport 2008:3.

44 Det är tänkbart att avkastningskraven har ökat mer än vad som illustreras i diagram 2:28, då dessa avkastningskrav avser moderna lokaler i citylägen, medan data avseende priserna avser även sämre fastigheter i citylägen.

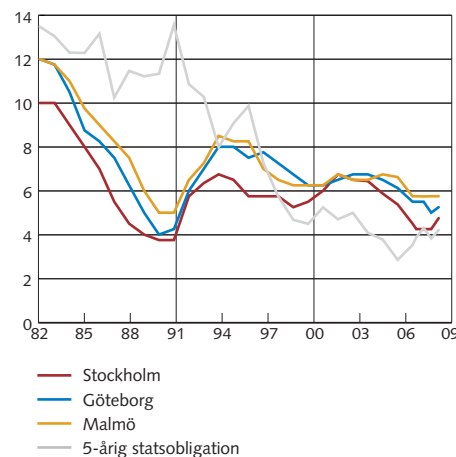
## FASTIGHETSBOLAGEN

**De svenska fastighetsbolagens upplåning hos de svenska storbankerna har fortsatt att öka.** Däremot var den årliga procentuella ökningstakten under rapportperioden långsammare än vid årsskiftet.<sup>45</sup> I merparten av de börsnoterade fastighetsbolagen, som bäst täcks av statistiken, har räntebärande skulder ökat under rapportperioden. Skuldsättningsgraden, det vill säga räntebärande skulder i förhållande till eget kapital, har därtill överlag ökat. Däremot har bolagens driftnetto, det vill säga skillnaden mellan hyresintäkter och drift- och underhållskostnader, ökat för de flesta börsnoterade fastighetsbolagen under rapportperioden. Det indikerar att merparten av fastighetsbolagen har en fortsatt god intjäning. Samtliga fastighetsbolag uppvisar dock försämrade resultat, vilket förklaras av orealiserade såväl som realiserade värdeförändringar i fastighetsbestånden.<sup>46</sup>

**De svenska fastighetsbolagens kreditkvalitet har märkbart försämrats och kan försämrats ytterligare.** De realiserade konkurserna bland fastighetsbolagen har ökat något de senaste månaderna och förväntade konkurs sannolikheter pekar på att risken för konkurs kommer att öka under det närmaste året.<sup>47</sup> Därtill försämrats fastighetsbolagens förmåga att betala räntor och amorteringar på sina banklån av en fortsatt fördjupad konjunkturnedgång, då en sådan innebär en minskad efterfrågan på lokaler och därmed minskade hyresintäkter för fastighetsbolagen. De konstaterade prisnedgångarna urholkar också värdet på de säkerheter som bankerna har fått när de har lånat ut till fastighetsförvaltande bolag. Fastighetsbolagens räntetäckning för rapportperioden var överlag god, men trots detta finns det indikationer på en minskning. Den finansiella krisen har också aktualiserat vissa fastighetsbolags beroende av marknadsfinansiering. En fortsatt avsaknad av förtroende på kapitalmarknaderna skulle därför också kunna få konsekvenser för fastighetsbolagens möjligheter att finansiera sig.

**Sammanfattningsvis finns en risk för fortsatta prisfall på fastighetsmarknaden.** Risken för fortsatta prisfall beror på försvårade möjligheter att finansiera investeringar, stigande avkastningskrav samt en minskad efterfrågan på lokaler och därmed fallande hyresnivåer. Mot bakgrund av att de två senaste cyklerna på den svenska fastighetsmarknaden pågått under cirka fyra år,<sup>48</sup> finns det dessutom ytterligare anledning att anta att den senaste tidens prisfall kan vara inledningen på en period med fortsatt fallande priser. Konjunkturnedgången och den finansiella osäkerheten innebär att utsikterna för fastighetsbolagen kommer att försämrats ytterligare. Exempelvis skulle även mindre ränteökningar kunna försämrade räntetäckningsgraden hos framför allt

Diagram 2:28. Genomsnittligt direktavkastningskrav på moderna kontorslokaler i citylägen  
Procent



Källor: Newsec och Reuters EcoWin

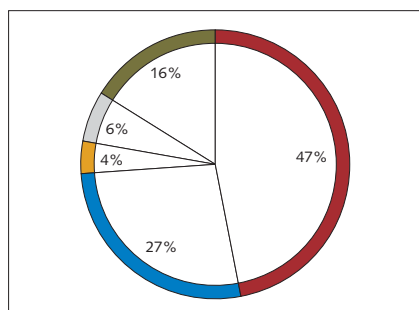
<sup>45</sup> Rapportperioden avser januari till september 2008. Jämförelser görs med motsvarande period föregående år om inget annat anges.

<sup>46</sup> Avser de 15 av totalt 18 börsnoterade fastighetsbolag som vid tidpunkten för framtagandet av Finansiell stabilitet 2008:2 hade publicerat sina delårsrapporter för perioden januari till september 2008.

<sup>47</sup> Enligt den framåtblickande indikatorn EDF (Expected Default Frequency) som speglar sannolikheten att marknadsvärdet på företagets tillgångar ska understiga värdet på deras skulder när dessa förfaller.

<sup>48</sup> Med detta menas att det har tagit cirka fyra år för fastighetspriserna att gå från en högsta till en lägsta nivå.

**Diagram 2:29. Geografisk fördelning av storbankernas utlåning, september 2008**  
Procent

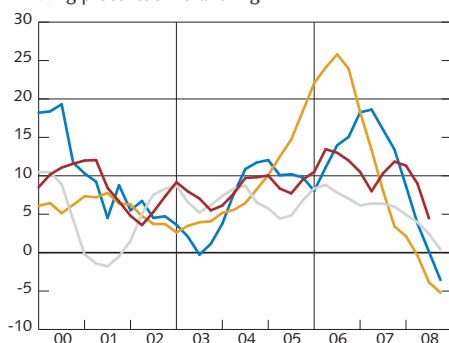


- Sverige
- Övriga Norden
- Baltiska länderna
- Tyskland
- Övriga världen

Anm. Vissa av bankerna inkluderar både kreditexponering utanför balansräkningen samt utlåning till kreditinstitut.

Källa: Riksbanken

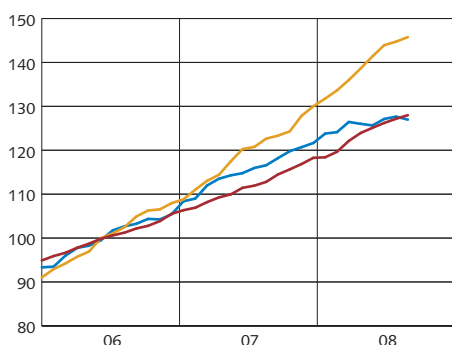
**Diagram 2:30. Huspriser i Norden**  
Årlig procentuell förändring



- Sverige
- Norge
- Danmark
- Finland

Källor: Reuters EcoWin och BIS

**Diagram 2:31. Företagens upplåning i Norden**  
Index 2006=100



- Finland
- Danmark
- Norge

Källa: Reuters EcoWin

högt skuldsatta fastighetsbolag, så att de skulle kunna få svårt att betala räntorna på sina lån hos bankerna. Därtill skulle fortsatta prisfall medföra försämrade soliditet hos fastighetsbolagen samt att fastigheternas belåningsgrader skulle överstiga önskvärda nivåer.

## De svenska bankernas låntagare i utlandet

De svenska bankerna är i hög grad aktiva utanför Sverige. Med halva utlåningen i utlandet är bankernas utländska verksamhet lika viktig som den inhemska (se diagram 2:29). Övriga Norden är den största marknaden utanför Sverige följt av Tyskland och de baltiska länderna.

### NORDEN UTOM SVERIGE

#### I samtliga nordiska länder har konjunkturutsikterna försämrats.

Avmattningen är tydligast i Danmark där BNP förväntas växa med mindre än en procent per år mellan 2008 och 2010.<sup>49</sup> Det är också där som finanskrisens effekter har varit mest påtagliga och de danska myndigheterna har vidtagit åtgärder för att rädda ett flertal banker från konkurs. Samtidigt finns inget utrymme för penningpolitiska stimulanser när den danska kronan utsätts för press. Danmarks Nationalbank har i stället varit tvungen att höja styrräntan för att försvara växelkursen som är knuten till euron (se även kapitel 1). Till följd av finanskrisen och den sämre konjunkturen fortsätter avkylningen på bostadsmarknaden i de nordiska länderna (se diagram 2:30). Sedan hösten 2007 har huspriserna i princip varit oförändrade i Finland medan de fallit något i Danmark och Norge. I Danmarks fall är försvagningen delvis relaterad till tidigare stora bostadsinvesteringar som gjort att det finns ett överskott av hus på marknaden.

#### Konjunkturavmattningen har ännu inte märkts i någon betydande grad för hushållen och företagen.

Arbetslösheten är fortsatt låg i Danmark (1,5 procent i september) och i Norge (2,5 procent under tredje kvartalet), medan den ligger på en högre nivå i Finland (5,9 procent i september). Precis som i stora delar av övriga världen har prisökningar på energi och matvaror bidragit till att försämra hushållens köpkraft. Överlag har dock hushållen tillräckliga marginaler och det är inte troligt att betalningsförmågan i hushållssektorn kommer att försämrats i någon avgörande grad. I takt med att konjunkturen dämpas kommer troligtvis hushållens upplåning, som fortfarande ökar relativt snabbt, att öka långsammare. Konjunkturavmattningen har ännu inte gjort något större avtryck i företagssektorn även om företagens upplåning börjat sakta in (se diagram 2:31). Antalet konkurser

<sup>49</sup> Danmarks Nationalbank, Monetary Review, third quarter 2008.



är alltså historiskt lågt, men framåtblickande indikatorer på framtida förväntade konkurser (EDF) tyder på en påtaglig försämring av kreditkvaliteten under det närmaste året (se diagram 2:32). Den pågående finanskrisen har dessutom generellt inneburit sämre kreditvillkor och finansieringsmöjligheter för de nordiska hushållen och företagen. Det finns en risk att konjunkturen utvecklas ännu svagare än förväntat om finanskrisen fortsätter och kreditförsörjningen i ekonomierna försämras ytterligare.

## TYSKLAND

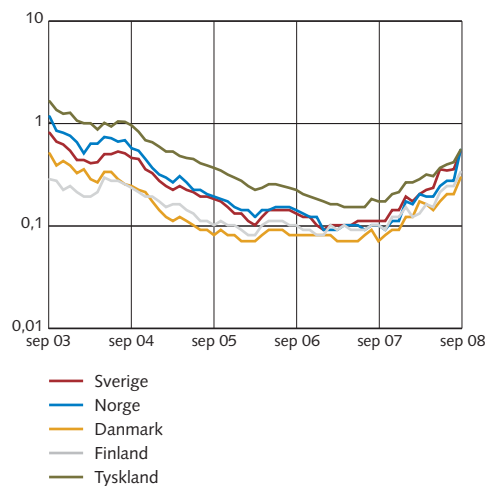
**Konjunkturutsikterna i Tyskland fortsätter att försämrans.** Enligt preliminära siffror föll BNP under både andra och tredje kvartalet. Under det andra kvartalet var orsaken främst en fallande konsumtion och lägre investeringar medan det tredje påverkades av en lägre export. Befintlig snabbstatistik och konfidensindikatorer pekar på en fortsatt svag utveckling. De tyska företagen är mycket beroende av sina exportmarknader. I takt med den svaga ekonomiska utvecklingen i omvärlden kommer sannolikt de tyska företagen att drabbas hårt. I likhet med Sverige och övriga Norden är antalet faktiska konkurser fortfarande få, men framåtblickande indikatorer tyder på att de kommer att öka under det kommande året (se diagram 2:32). Tyskland har drabbats direkt av finanskrisen och myndigheterna där har varit inblandade i en serie räddningsaktioner av tyska banker. De tyska företagens upplåningstakt är fortsatt hög, men konjunkturavmattningen och effekterna av finanskrisen talar för att den kommer att dämpas framöver. Till skillnad från i många andra länder har huspriserna och hushållens skuldsättning inte ökat i någon betydande grad under de senaste åren (se diagram 2:33). Det innebär att det finns förhållandevis få kraftigt skuldsatta hushåll. Därmed finns det skäl att tro att de tyska hushållen inte påverkas direkt av finanskrisen i samma utsträckning som hushåll i till exempel Storbritannien eller USA. Givetvis påverkas de av konjunkturedgången men deras betalningsförmåga väntas överlag vara god.

## DE BALTISKA LÄNDERNA

### Den ekonomiska tillväxten har avstannat i Estland och Lettland.

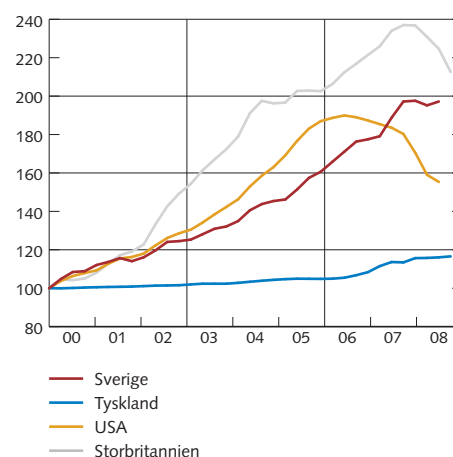
Även i Litauen har tillväxten dämpats snabbt under året men inte lika mycket som i de två grannländerna. Tillväxten är fortfarande positiv i Litauen (se diagram 2:34).<sup>50</sup> Inbromsningen i de baltiska länderna beror på att den inhemska efterfrågan har avtagit och denna utveckling förväntas fortsätta i alla tre länderna. Det speglas bland annat i att konsumenternas framtidsoptimism har fortsatt att falla under

**Diagram 2:32. Förväntade konkurssannolikheter för börsnoterade icke-finansiella företag i Norden och Tyskland**  
Procent



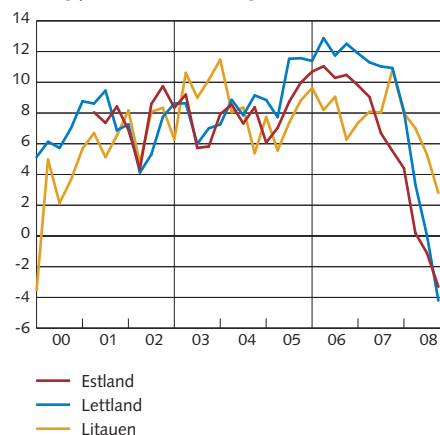
Källa: Moody's KMV

**Diagram 2:33. Huspriser i Tyskland och omvärlden**  
Index 2000=100



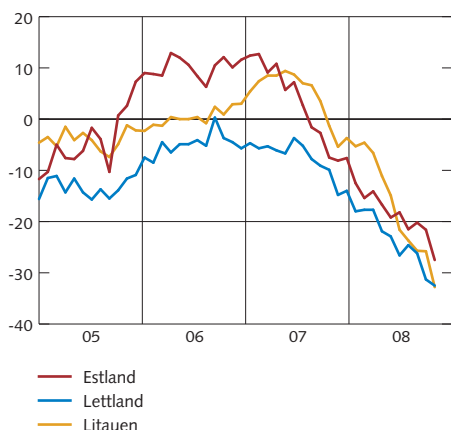
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2:34. BNP-tillväxt**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

50 BNP-siffrorna för tredje kvartalet är preliminära, s.k. "flashestimater", och därför vanligtvis mer osäkra.

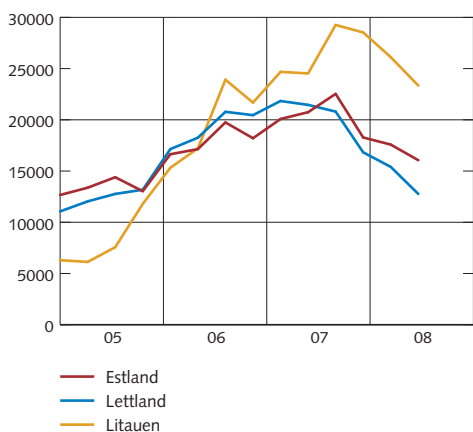
**Diagram 2:35. Konfidensindikator för konsumenter**  
Nettotal, procent

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

Källa: EU-kommissionen

**Diagram 2:36. Bytesbalans**  
Procent av BNP; summerat över fyra kvartal

Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2:37. Antalet lediga platser**

Källa: Reuters EcoWin

året (se diagram 2:35). Lägre inhemsk efterfrågan har medfört att importen nu faller eller ökar långsammare. Samtidigt ökar exporten i alla tre länderna. Det har medfört att de stora underskotten i bytesbalansen har börjat krympa (se diagram 2:36). Dessa förväntas fortsätta att minska men troligtvis kommer dock den svaga importen att betyda mer för förbättringen av bytesbalansen snarare än exporttillväxten.

**Trots att tillväxten har avtagit är arbetslösheten låg.** Arbetslösheten har endast ökat marginellt och från mycket låga nivåer. Ett tecken på att efterfrågan på arbetskraft däremot inte ökar lika mycket som tidigare är att antalet lediga platser har minskat sedan hösten 2007 (se diagram 2:37). Lönerna har stigit snabbt i alla tre länderna de senaste åren. Den senaste tiden har ökningstakten dämpats i nominella termer, men framför allt i reala (se diagram 2:38). I takt med att konjunkturen dämpas ytterligare förväntas antalet arbetslösa stiga och takten i löneökningarna minska ytterligare.

**Inflationen har börjat avta i de baltiska länderna.** Men trots det är inflationen fortfarande hög och uppgick i oktober till omkring tio procent i både Estland och Litauen. I Lettland var inflationen drygt 13 procent vid samma tidpunkt (se diagram 2:39). Allt eftersom effekterna av högre matkostnader och energipriser klingar av och efterfrågan dämpas ytterligare bedöms även inflationen fortsätta att minska ytterligare.

**Den svagare efterfrågan har inneburit att hushållens och företagens upplåning ökar i långsammare takt.** Detta märks framför allt i Estland och Lettland, men även i Litauen (se diagram 2:40 och 2:41). Kreditvillkoren har successivt stramats åt det senaste året och samtidigt har räntorna stigit till följd av finanskrisen. Detta har fått som effekt att hushållens upplåning i både Estland och Lettland i det närmaste varit oförändrad sedan början av sommaren. På företagsidan är bilden mer splittrad. Lettiska företags upplåning har inte dämpats nämnvärt det senaste halvåret. I Estland har däremot bygg- och fastighetsbolagens upplåning i stort sett upphört medan tillverkningsindustrins

upplåning fortfarande är stark. Den dämpade upplåningen speglas också i att hushållens och företagens skulder i förhållande till BNP, skuldsättningen, inte ökar lika snabbt som tidigare (se diagram 2:42). En stor del av lånen tas i utländsk valuta, framför allt i euro, vilket innebär att lånen är förknippade med valutarisk så länge länderna inte är medlemmar i valutaunionen.

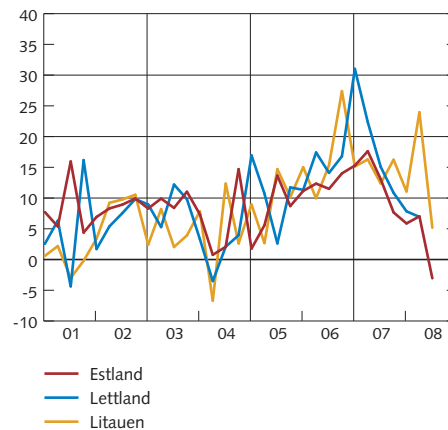
### Samtidigt som efterfrågan på lån har dämpats faller bostadspriserna.

Under andra kvartalet 2008 var de reala bostadspriserna, det vill säga bostadspriser korrekterade för inflation, drygt 20 procent lägre än vid samma period året före i både Estland och Lettland.<sup>51</sup> Det är bland de största prisfallen som noterades bland de europeiska länderna. I Litauen var däremot bostadspriserna i det närmaste oförändrade under samma period. Som en effekt av lågkonjunkturen har även antalet betalningsförseningar ökat snabbt, om än från låga nivåer (se kapitel 3). Det är främst bland byggbolagen och fastighetsbolagen som betalningsförseningarna ökar. Priserna på kommersiella fastigheter har dock inte fallit. Det beror framför allt på att jämförelsevis få kontorslokaler har byggts de senaste åren. Utbudet av kontorslokaler har därför varit förhållandevis litet samtidigt som efterfrågan att hyra har varit stor.<sup>52</sup> Men på sista tiden har hyrorna börjat falla på kontorslokaler i både Tallinn och Riga vilket så småningom kan komma att pressa ner priserna även på dessa typer av fastigheter.

### Efter flera år med stark ekonomisk tillväxt och snabbt stigande upplåning har utvecklingen vänt.

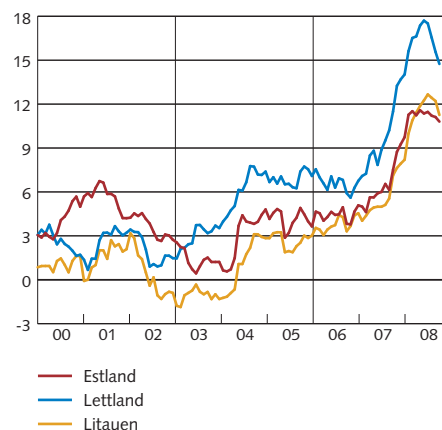
Detta är tydligast i Estland och Lettland. Ännu har inte kreditkvaliteten försämrats i någon hög grad, men med en svagare konjunktur förväntas kreditvärdigheten försämrans hos både hushåll och företag. I vilken utsträckning detta sker beror på hur djup och långvarig konjunkturedgången blir. Tillväxten i de baltiska länderna är till stor del beroende av exporten. I takt med att den globala konjunkturedgången och finanskrisen har förvärrats har exportutsikterna dämpats. Samtidigt fortsätter inhemska reallöner att öka snabbare än produktiviteten vilket, om det fortsätter, på sikt kan påverka konkurrenskraften och ytterligare försämrats utsikterna för exporten. I Litauen är konjunkturen fortfarande jämförelsevis god. Men samtidigt är de baltiska länderna starkt kopplade till varandra genom handel vilket innebär att det finns en risk att en djup konjunktursvacka i Estland och Lettland kan komma att sprida sig till Litauen. Därtill är behovet av kapitalinflöden under den närmsta framtiden alltså betydande, även om bytesbalansunderskotten troligen kommer att fortsätta att minska. Samtidigt har riskaptiten för öst- och central-europeiska tillgångar minskat under oktober och november vilket var en bidragande orsak till att lettiska staten såg sig tvungna att gå in som majoritetsägare i Parex Bank den 8 november.

**Diagram 2:38. Reallöner**  
Procentuell förändring från föregående kvartal, säsongrensad, uppräknad årstakt



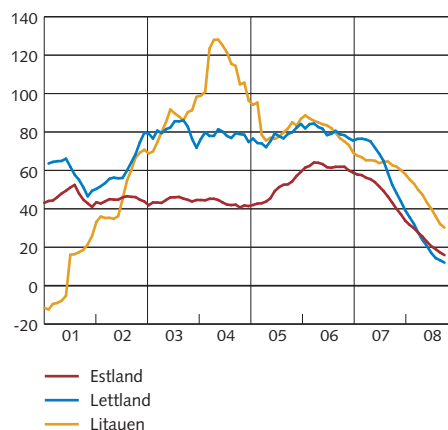
Källor: Reuters EcoWin och Riksbankens beräkningar

**Diagram 2:39. Harmoniserat index för konsumentpriser**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2:40. Hushållens upplåning i de baltiska länderna**  
Årlig procentuell förändring

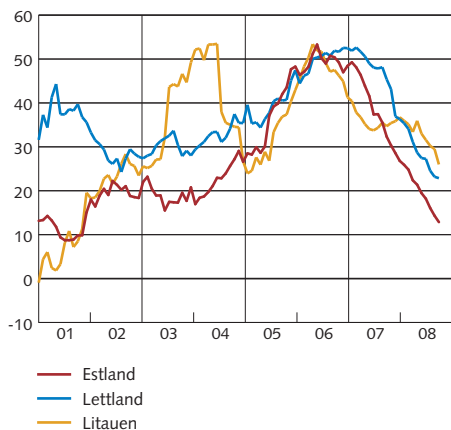


Källor: Reuters EcoWin och nationella centralbanker

51 Källa: Bank for International Settlements (BIS). Bostadspriser mäts på olika sätt i olika länder. Det gör att det är olämpligt att göra direkta jämförelser mellan länderna, i synnerhet för kortare tidsperioder.

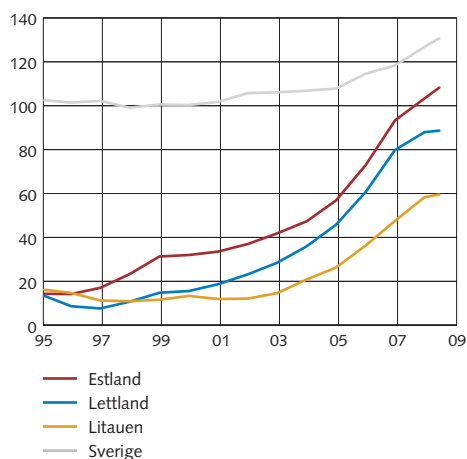
52 Newsecs Nordic Report Autumn 2008.

**Diagram 2:41. Företagens upplåning i de baltiska länderna**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Reuters EcoWin och nationella centralbanker

**Diagram 2:42. Hushållens och företagens skulder i förhållande till BNP i de baltiska länderna och i Sverige**  
Procent



Källor: Nationella centralbanker och Reuters EcoWin

## Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn

Överlag har bankernas låntagare god betalningsförmåga, men i vissa grupper är risken större för att betalningssvårigheter ska uppstå. Sannolikheten för att det ska inträffa beror på den framtida konjunkturutvecklingen och i synnerhet på hur konjunktoren samverkar med och förstärks av krisen på de finansiella marknaderna.

**En kombination av konventionell lågkonjunktur och finanskris får konsekvenser för låntagarna i Sverige.** Men även om det finns hushåll i Sverige som kan drabbas hårt har de allra flesta tillräckliga marginaler för att klara betalningarna på sina bostadslån. Det är i sammanhanget också värt att påminna om att hushållen endast stod för en marginell del av bankernas kreditförluster under den svenska bankkrisen i början av 1990-talet. Om finanskrisen pågår en längre tid finns dock en risk för att hushållen måste dra in på andra utgifter, vilket i sin tur drabbar företagssektorn. Ett sådant scenario skulle också direkt drabba företagen genom högre finansieringskostnader och svårigheter att finansiera sig. I nuläget är konkurserna i Sverige fortfarande få, men de förväntas stiga framöver. Hur mycket är svårt att bedöma, men framåtblickande indikatorer baserade på aktievärden pekar på ganska stora försämringar av kreditkvaliteten. En grupp av låntagare som kan komma att bli särskilt påverkad är fastighetsbolagen, inte minst mot bakgrund av de tidigare stora värdestegringarna på kommersiella fastigheter. Det sämre makroekonomiska läget och den allt svårare situationen på de finansiella marknaderna riskerar att leda till fortsatt fallande priser på kommersiella fastigheter. Det urholkar värdet på de säkerheter som ligger till grund för lånen samtidigt som fastighetsbolagens resultat och betalningsförmåga försämras.

**Avkylningen i Estland och Lettland har blivit både snabbare och kraftigare än vad som tidigare befarats.** Som en följd av detta förväntas kreditvärdigheten försämrans hos både hushåll och företag. I vilken utsträckning detta sker beror på hur djup och långvarig konjunkturedgången blir. Det i sin tur beror på både inhemska och externa faktorer. I egenskap av små öppna ekonomier är de baltiska länderna beroende av konjunktoren i omvärlden. Om lågkonjunktoren på exportmarknaderna skulle fördjupas och återhämtning dröja ökar risken för att anpassningen till en långsiktigt hållbar ekonomisk tillväxt blir mer utdragen. Men också utvecklingen på de finansiella marknaderna spelar en avgörande roll, speciellt mot bakgrund av de stora bytesbalansunderskotten och beroendet av kapitalinflöden. Om osäkerheten och den låga riskaptiten på öst- och centraleuropeiska tillgångar består kan den ekonomiska situationen förvärras.

### Utvecklingen i bankerna – i korthet

I en internationell jämförelse står sig de svenska storbankerna väl. De förluster som härrör från den internationella finansiella krisen har hittills varit begränsade och såväl bankernas lönsamhet som finansiella styrka är god. Samtidigt är kreditförlusterna fortfarande historiskt låga. Mot den bakgrunden bedömer Riksbanken att de svenska storbankerna har tillfredsställande buffertar i förhållande till de risker de är exponerade mot, vilket bekräftas av stresstester.

Finanskrisen har dock fått kännbara konsekvenser även för de svenska bankerna. Även om lönsamheten är god har den fortsatt att minska under resultatperioden och kreditförlusterna har börjat stiga. Finanskrisen har bidragit till denna situation på flera sätt. Exempelvis har värdet på räntebärande värdepapper minskat vilket påverkat bankernas resultat negativt. Dessutom har den fallande aktiemarknaden lett till att de värdepappersrelaterade provisionsintäkterna minskat.

Bankernas likviditetsrisker har dessutom ökat i takt med att krisen har förvärrats. Det har efter sommaren blivit betydligt svårare att finansiera sig på längre löptider och kostnaderna för bankernas inlåning och marknadsfinansiering har stigit. Samtidigt har de svenska bankerna stora refinansieringsbehov de närmaste kvartalen. För att underlätta bankernas finansieringssituation har Riksbanken och andra myndigheter vidtagit omfattande åtgärder under hösten. Bankernas motståndskraft skall ses mot bakgrund av dessa åtgärder.

Därtill påverkas bankernas låntagare av de allt sämre konjunkturutsikterna. Den ekonomiska inbromsningen i de baltiska länderna ger upphov till en ökad kreditrisk. Samtidigt har konkurs sannolikheten för de svenska företagen stigit, i synnerhet för fastighetsbolagen som även drabbats av prisfall på sina tillgångar. Detta ökar risken i bankernas utlåning, vilket bidrar till att bankerna nu börjar strama åt kreditgivningen via högre ränta och hårdare kreditvillkor. Företagens och hushållens efterfrågan på krediter kommer troligtvis att minska i och med bankernas åtstramningar. För bankerna kommer det i sin tur att innebära både försämrade möjligheter till intjäning samtidigt som kreditförlusterna förväntas öka ytterligare framöver. En ihållande kris leder sannolikt till en tydligare "credit crunch" vilket innebär att många företag och hushåll nekas lån fastän de är kreditvärdiga.

Riksbankens analys av banksektorn fokuserar på de fyra storbankerna, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Dessa banker har en avgörande betydelse för stabiliteten i det svenska finansiella systemet. Tillsammans står de för cirka tre fjärdedelar av både in- och utlåning till den svenska allmänheten. Storbankerna blir alltmer beroende av

andra marknader än den svenska och en betydande del av bankernas riskexponering finns i utlandet (se kapitel 2). Riksbanken analyserar därför hela bankkoncernerna och inte endast deras svenska verksamhet.<sup>53</sup>

Kapitlet inleds med en kort sammanfattning av hur den globala finanskrisen har påverkat de svenska storbankerna. I tur och ordning analyseras sedan de olika risker som bankerna är exponerade mot.

Först kommer en beskrivning av hur bankernas lönsamhet utvecklats vilket ger en indikation om deras affärsrisker. Sedan följer en genomgång av bankernas tillgångar där riskerna främst utgörs av kredit- och marknadsrisker. Därefter analyseras utvecklingen av det egna kapitalet vilket är centralt för bedömningen av bankernas motståndskraft. Efter det diskuteras likviditetsrisker mot bakgrund av bankernas finansieringsstruktur. Avslutningsvis redovisar Riksbanken resultatet av några av de stresstester som genomförts. De visar bankernas motståndskraft vid mindre sannolika men fullt möjliga scenarier.

## Finanskrisens effekter på de svenska bankerna

**Den finansiella krisen har skapat allvarliga problem på de marknader som de svenska bankerna är beroende av för sin finansiering och för sin hantering av risker.** Svårigheterna har drabbat banker som är kreditvärdiga. Det har exempelvis varit dyrt eller omöjligt för bankerna att erhålla finansiering på längre löptider. Bland annat har bankerna haft svårt att emittera bostadsobligationer. Samtidigt har bankerna stora refinansieringsbehov under det kommande året eftersom utestående emitterade värdepapper förfaller. Dagens finansiella kris skiljer sig därmed från tidigare kriser då kreditvärdiga banker inte berörts.

**Likviditetsriskerna har också ökat för bankerna eftersom handeln i bostadsobligationer periodvis har fungerat bristfälligt** (se kapitel 1). En stor del av bankernas likviditetsbuffertar består av bostadsobligationer. För att bankerna ska kunna omvandla dessa till likvida medel måste tillgångarna kunna säljas eller pantsättas, vilket kräver en fungerande marknad.

**Riksbanken och andra myndigheter har vidtagit ett flertal åtgärder för att underlätta bankernas finansieringssituation** (se ruta Åtgärder vidtagna av Riksbanken och andra svenska myndigheter under hösten 2008 och avsnittet Finansiering). Exempelvis har Riksgälden lånat ut de pengar de erhållit i sina extra auktioner av statsskuldväxlar med bostadsobligationer som säkerhet (så kallade omvända repor). Riksbanken har upprättat kreditfaciliteter i kronor och lån i amerikanska dollar där säkerheterna till stor del har varit bostadsobligationer. I praktiken innebär detta att bankerna har bytt för stunden illikvida bostadsobligationer mot likvida medel eller statspapper. Totalt har

<sup>53</sup> Med storbankerna avses i fortsättningen bankkoncernerna som helhet, om inget annat anges.

Riksbanken och Riksgälden tillfört likviditet på ungefär 500 miljarder kronor. Det motsvarar cirka fem procent av storbankernas totala tillgångar.

**Storbankernas resultat har påverkats negativt.** Anledningarna är flera. Den finansiella krisen har medfört att bankerna gjort förluster på vissa räntebärande tillgångar. Dessa tillgångars marknadsvärden har fallit allteftersom marknadsräntorna stigit, vilket både har slagit på resultatet och på det egna kapitalet. Även storbankernas provisionsintäkter har påverkats negativt på grund av den fallande aktiemarknaden. Dessutom har finansieringskostnaderna stigit genom ökade kostnader för både inlåning och marknadsfinansiering. Bankerna har dock till stora delar kunnat överföra denna kostnad till sina kunder i form av höjda utlåningsräntor (se ruta Utvecklingen av storbankernas ut- och inlåningsmarginaler i Sverige). Därtill har konkurser och statligt övertagande av banker i andra länder medfört ett visst reserveringsbehov i några av de svenska bankerna.

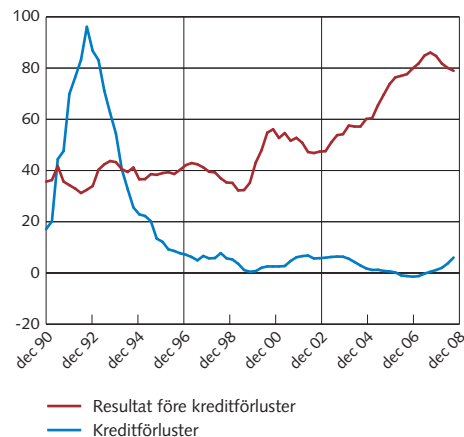
**Finansieringsriskerna har ökat påtagligt i och med att finanskrisen har tagit ny fart.** Riskaptiten kommer vara fortsatt låg bland många marknadsaktörer. Det innebär en ökad risk för bankernas marknadsfinansiering. En negativ händelse i bankernas affärsverksamhet, exempelvis kraftigt ökade kreditförluster, kan snabbt höja deras finansieringskostnad ytterligare och försämra tillgången till marknadsfinansiering.

**Vid en långvarig kris kommer bankernas kunder att påverkas i allt större utsträckning.** Då bankernas finansiering störts under en längre tid har de börjat strama åt sin kreditgivning (se kapitel 2). I och med detta finns det tecken på att vissa företag har problem att finansiera sina verksamheter. Om krisen håller i sig kan det leda till en tydligare "credit crunch" vilket innebär att många hushåll och företag som under normala omständigheter får låna hos bankerna inte blir beviljade kredit. Detta påverkar i sin tur tillväxten i utlåningen och således även bankernas intjäning.

## Lönsamhet och intjäning – affärsrisk

**Lönsamheten fortsatte att minska i storbankerna under resultatperioden.**<sup>54</sup> Mätt som räntabilitet på eget kapital uppgick den till 14 procent vilket är en minskning med nästan fyra procentenheter jämfört med för ett år sedan. Det beror främst på en lägre intäktsökning samtidigt som kostnaderna har fortsatt att öka. Ökade kreditförluster har också bidragit till lönsamhetsminskningen. Även om lönsamheten har fallit är den dock i nivå med den genomsnittliga lönsamheten under de senaste tio åren.

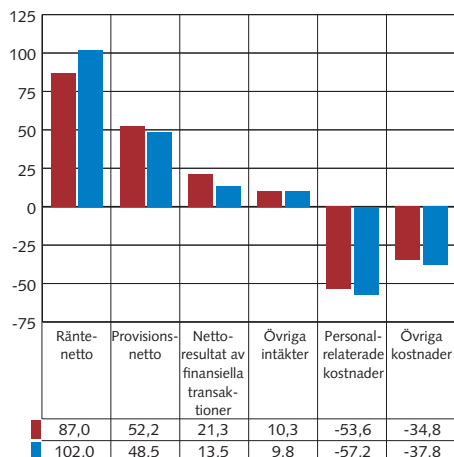
**Diagram 3:1. Resultat före kreditförluster samt kreditförluster, netto, i storbankerna**  
Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor, fasta priser, 2008-09-30



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

<sup>54</sup> Resultatperioden är de senaste fyra kvartalen fram till och med tredje kvartalet 2008. Jämförelser görs med de föregående fyra kvartalen om inget annat anges. Siffrorna är justerade för engångseffekter.

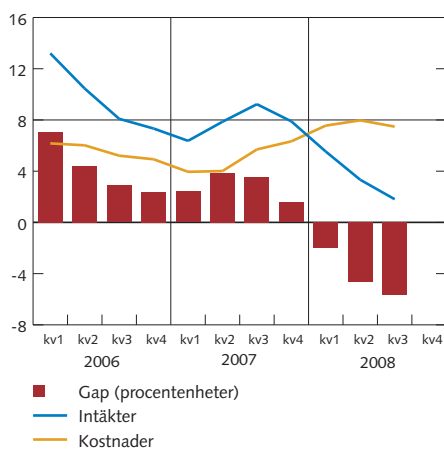
**Diagram 3:2. Intäkter och kostnader för de svenska storbankerna under resultatperioden jämfört med föregående resultatperiod**  
Miljarder kronor



■ 2006 kv4 - 2007 kv3  
■ 2007 kv4 - 2008 kv3

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:3. Utvecklingen av intäkter och kostnader samt gapet (differensen) mellan deras tillväxttakt**  
Procent samt procentenheter, rullande fyra kvartal



Anm. Gapet är lika med differensen mellan intäkts- och kostnadsökning.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Resultatet före kreditförluster minskade under resultatperioden till 79 miljarder kronor** (se diagram 3:1). Det motsvarar en minskning med fyra procent jämfört med föregående resultatperiod. Samtidigt har kreditförlusterna stigit och uppgick till sex miljarder kronor, vilket är 0,1 procent av storbankernas utlåning till allmänheten. Kreditförlustnivån är dock fortfarande låg, historiskt sett.

#### Intäkter och kostnader

Bankernas resultat påverkas av deras intäkter och kostnader. De största intäktsposterna är räntenettet, provisionsnettot och nettoresultatet av finansiella transaktioner. Den största kostnadsposten är de personalrelaterade kostnaderna (se diagram 3:2). Resultatet påverkas även av bankernas kreditförluster, som dock behandlas separat (se avsnitt Utlåning och kreditrisk).

**Kostnaderna ökade mer än vad intäkterna gjorde under resultatperioden** (se diagram 3:3). Intäkterna steg med två procent och den ökningen drevs främst av en stark tillväxt i räntenettet som är den största intäktsposten. Kostnaderna ökade med drygt sju procent under resultatperioden. Av denna ökning stod personalkostnaderna för drygt hälften. Under den lönsamma perioden de senaste åren har bankerna tillåtit ökade kostnader i verksamheter där det funnits möjlighet till hög intjäning. Kostnaderna har emellertid fortsatt att öka under en period när intäktsökningen har mattats av. Det betyder att kostnads-effektiviteten har försämrats under resultatperioden, vilket illustreras av att K/I-talet<sup>55</sup> ökade med två procentenheter till nästan 55 procent (se diagram 3:4).

**Räntenettet ökade med 17 procent under resultatperioden.** Det är främst tillväxten i utlåningsvolymen (se avsnitt Utlåning och kreditrisk) som ligger bakom den höga ökningstakten. Under flera kvartal har räntenettet ökat samtidigt som tillväxten i provisionsnettot har avtagit (se diagram 3:5). Bland annat har en del av bankernas kunder flyttat sitt fondsparande till inlåningskonton. Denna omfördelning av sparande beror till stor del på att hushållen söker sig till säkrare sparformer i krisperioder samtidigt som konkurrensen mellan bankerna om spararnas pengar lett till högre inlåningsräntor. Räntenettet i förhållande till de räntebärande tillgångarna var relativt stabilt under perioden. Bankerna har således till stor del kunnat överföra de högre finansieringskostnaderna till kunderna genom höjda utlåningsräntor.

55 K/I-talet står för bankernas kostnader i förhållande till deras intäkter.

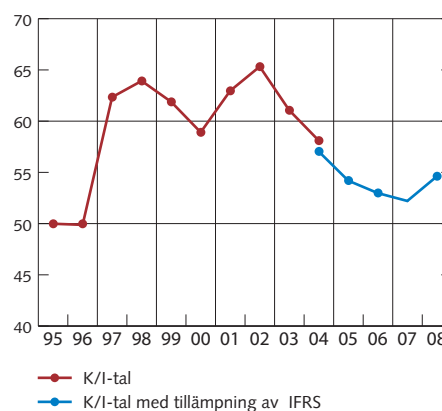


### Provisionsnettot minskade med sju procent under resultatperioden.

Framför allt minskade provisionsnettot det senaste kvartalet då det sjönk med tio procent jämfört med förra året. Minskningen under resultatperioden berodde främst på att de värdepappersrelaterade provisionerna minskade med över 13 procent. Eftersom dessa provisioner står för över hälften av provisionsnettot innebär det att provisionsnettot i stor utsträckning speglar utvecklingen på aktiemarknaden. Fallande börskurser leder alltså till minskade kapitalförvaltningsintäkter samtidigt som en lägre omsättning sätter press på courtageintäkterna (se diagram 3:6). De betalningsrelaterade provisionerna fortsatte dock att utvecklas positivt och ökade med fem procent.

**Orealiserade värdeförändringar fortsatte att bidra negativt till storbankernas resultat.** Nettoresultatet av finansiella transaktioner minskade med över en tredjedel under resultatperioden. Posten är till stor del beroende av förändringar i marknadsvärdet för vissa tillgångar på bankernas balansräkningar. Det var främst högre kreditspreadar som medförde att värdet minskade på vissa räntebärande tillgångar. De svenska storbankerna har dessutom gjort nedskrivningar direkt relaterade till finanskrisen<sup>56</sup> (se tabell 3:2).

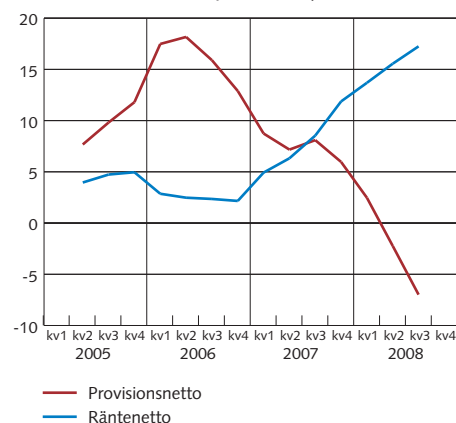
Diagram 3:4. Storbankernas kostnadseffektivitet  
Procent



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

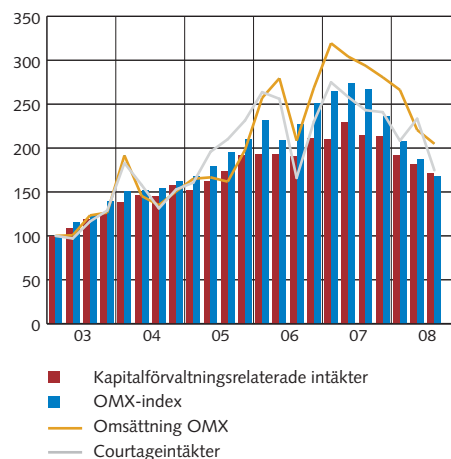
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:5. Utvecklingen av provisions- och räntenetto sedan 2005  
Tillväxttakt, rullande fyra kvartal, procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:6. Värdepappersrelaterade provisionsintäkter i storbankerna samt omsättning och börsindex  
Index: 2003 kv1=100



Källor: Bankernas resultatrapporter, Reuters EcoWin och Riksbanken

56 I de fall nedskrivningarna sker på tillgångar som bankerna klassificerat som "tillgängliga för försäljning" påverkar det inte resultatet utan endast det egna kapitalet.

**D**en finansiella krisen har inneburit att det blivit dyrare för bankerna att finansiera sig. Den här rutan beskriver hur denna högre kostnad har kunnat överföras till bankernas kunder och därför lett till ökade utlåningsräntor.

De svenska storbankerna är beroende av att låna upp pengar på de finansiella marknaderna för att finansiera sin utlåning. Det sker bland annat genom att de emitterar certifikat och säkerställda obligationer (se ruta Svenska säkerställda obligationer).

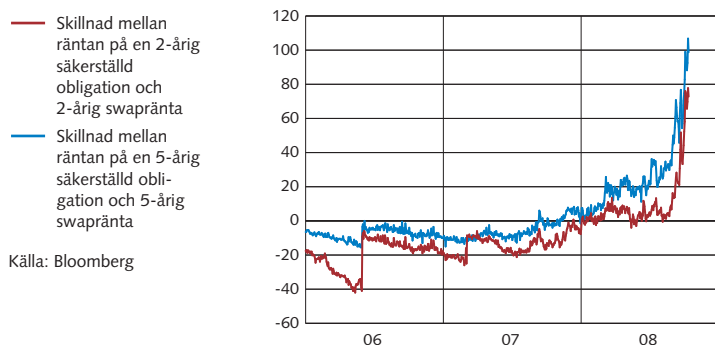
Sedan 2006 har bankernas finansieringskostnader ökat av två orsaker. För det första har de korta riskfria marknadsräntorna ökat i Sverige i linje med reporäntan. För det andra har den finansiella krisen lett till högre riskpremier (se kapitel 1). Exempelvis är detta tydligt i handeln med bankernas säkerställda obligationer. Skillnaden mellan räntan på obligationerna för de fyra storbankerna och en så kallad swapränta har ökat under 2008 (se diagram R9).<sup>57</sup> Under normala marknadsförhållanden speglar swap-

räntan bankernas finansieringskostnader väl, vilket framgår av att under 2006 och 2007 var skillnaden mellan bankernas säkerställda obligationer och swapräntan nära noll eller till och med negativ. Från slutet av december 2007 till september 2008 har skillnaden dock ökat med cirka 80 räntepunkter för en tvåårig säkerställd obligation respektive cirka 95 räntepunkter för en femårig.<sup>58</sup>

Bankerna finansierar sig emellertid inte enbart via de finansiella marknaderna utan även genom inlåning från allmänheten. Inlåning brukar framhållas som en billig finansieringskälla för bankerna då den ränta som bankerna betalar till kunderna oftast är lägre än vad det kostar att låna upp medel på marknaden. I detta avseende kan högre marknadsräntor vara positivt för bankerna. Det beror på att skillnaden mellan vad bankerna erhåller om pengarna placeras på marknaden och den ränta som bankerna betalar till kunden, den så kallade inlåningsmarginalen, då ofta är större.<sup>59</sup> Ökningen i inlåningsmarginalerna, till följd av de högre riskfria marknadsräntorna, förefaller dock ha avstannat sedan 2007. Detta kan till viss del förklaras av att konkurrensen inom området har ökat och lett till att bankerna, för att dra till sig inlåning, höjt vissa räntor för inlåning till kunderna.

Om inlåningsvolymerna ökar proportionellt mer än utlåningen, om det så kallade finansieringsgapet<sup>60</sup> minskar, behöver bankerna låna upp mindre på de finansiella marknaderna. Den kraftiga utlåningstillväxten har emellertid bidragit till att finansieringsgapet har fortsatt att öka något under 2008 för de fyra storbankerna och därmed också behovet av marknadsupplåning (se avsnitt Finansiering – likviditetsrisk).<sup>61</sup>

Diagram R9. Skillnad mellan räntan på säkerställda obligationer och swapränta  
Räntepunkter



57 Swapräntan är en ränta där man byter en serie av kassaflöden baserade på fasta (eller rörliga) räntebetalningar till kassaflöden baserade på rörliga (eller fasta) räntebetalningar. Den rörliga delen är normalt interbankräntan eller liknande.

58 Exemplet belyser inte bankernas totala finansieringskostnader.

59 Om de riskfria räntorna i stället är låga är bankernas inlåningsräntor mot allmänheten också låga eftersom bankerna får lägre ränta vid placering på marknaden. Den ränta som bankerna betalar till kunderna på många konton är emellertid väldigt låg eller till och med noll. För dessa konton innebär därför en låg marknadsränta ofta lägre marginaler eftersom bankerna inte kan sätta inlåningsräntan under noll.

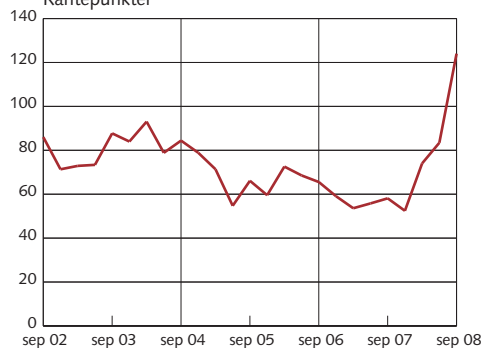
60 Finansieringsgap = (utlåning - inlåning)/utlåning.

61 Notera att ut- och inlåningsmarginalerna gäller för den svenska marknaden medan finansieringsgapet berör koncernerna. En mer exakt analys av bankernas marginaler skulle kunna göras om jämförelserna gjordes med samma legala enheter. Med det angreppssätt som presenteras i denna fördjupningsruta kan man dock ge en bra bild av storbankernas ut- och inlåningsmarginaler eftersom finansieringen ofta sköts centralt i bankerna.

Samtidigt som bankernas behov av marknadsupplåning och deras finansieringskostnader ökat har deras utlåningsräntor stigit. Från slutet av december 2007 till september 2008 har till exempel skillnaden mellan den genomsnittliga utlåningsräntan på nya bostadslån i Sverige och en tremånaders swapränta ökat med drygt 70 räntepunkter (se diagram R10).<sup>62</sup>

Mycket talar för att bankerna har lyckats föra över sina högre finansieringskostnader till kunderna, med resultatet att deras marginaler – och därmed intjäning på utlåningsverksamheten i Sverige – inte har försämrats under 2008.<sup>63</sup> Men bankerna tycks inte ha tagit ut markant högre marginaler på sin svenska utlåning än vad som motiveras av de högre finansieringskostnaderna. I detta resonemang tar vi dock inte hänsyn till att inlåningen också används för att finansiera utlåningen och därmed påverkar kostnaden. Det bör även påpekas att det förekommer skillnader i hur marginalerna utvecklas mellan de fyra storbankerna i Sverige. Vidare finns det skillnader i prissättningen på lån mellan de olika länderna bankerna är verksamma i.

**Diagram R10. Skillnad mellan räntan på storbankernas svenska hypotekslån och en tremånaders swapränta**  
Räntepunkter



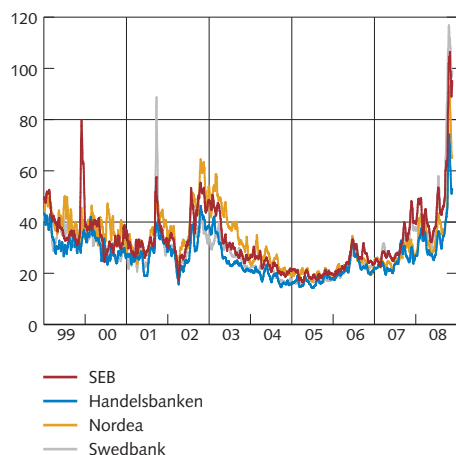
Anm. Skillnaden är genomsnittlig hypotekslåningsränta för nya lån minus en tremånaders ränteswap (T/N STINA).

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

<sup>62</sup> Gäller nyttlån för bostadslån med tremånaders räntebindningstid minus en tremånaders ränteswap (T/N STINA).

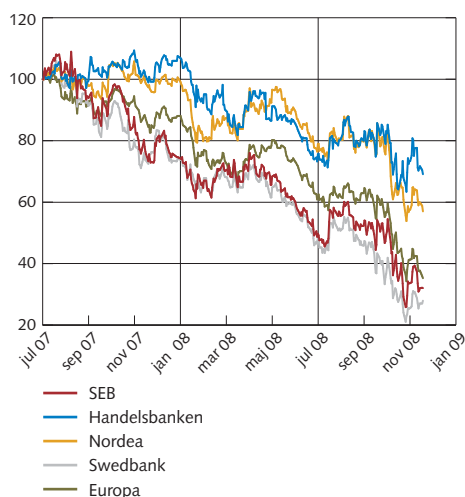
<sup>63</sup> Det bör noteras att intjäningen påverkas även av volymerna i utlåningen samt marginalerna och volymerna i inlåningen.

Diagram 3:7. Implicit volatilitet för bankaktier  
10 dagars glidande medelvärde, procent



Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 3:8. 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

### Utsikter för bankernas intjäning

#### Osäkerheten om bankernas framtida intjäning har fortsatt att öka.

Det syns bland annat i den implicita volatiliteten för bankernas aktier vilken i dag är på en högre nivå än vad den var efter IT-kraschen 2001 (se diagram 3:7).<sup>64</sup> De förväntade rörelseresultaten i storbankerna för 2009 har samtidigt reviderats ner med mellan 20 och 38 procent till följd av den finansiella krisen.<sup>65</sup>

#### De nedpressade priserna på bankaktier tyder på att investerarna ser betydande risker.

Investerarna är osäkra på bankernas finansierings- och likviditetssituation samt deras framtida resultat. Detta är framför allt en effekt av finanskrisen. De svenska storbankernas aktiekursutveckling skiljer sig i genomsnitt inte nämnvärt från utvecklingen i branschindex i Europa. Utvecklingen är däremot bättre än för den amerikanska banksektorn. Aktiekurserna för de svenska storbankerna har dock fallit betydligt mer i de två banker som är mest exponerade mot de baltiska länderna, SEB och Swedbank (se diagram 3:8). Dessa bankers resultat och kreditrisk är i större utsträckning än de andra beroende av den makroekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna. I turbulenta tider är dock överreaktioner på en identifierad risk vanliga. Swedbanks aktie handlades exempelvis i mitten av november till cirka 40 procent under värdet på det egna kapitalet per aktie.<sup>66</sup>

#### Mycket talar för att tillväxttakten i räntenettet kommer att avta och att provisionsnettot kommer att minska ännu mer.

Detta beror bland annat på att bankernas finansieringskostnad bedöms stiga, eftersom de kommer att behöva refinansiera sin marknadsupplåning till en högre ränta samtidigt som konkurrensen på inlåning gör att inlåningsräntorna stiger. Bankerna kan dock troligtvis fortsätta föra över delar av den ökade finansieringskostnaden till sina kunder i form av högre utlåningsränta. Högre räntor medför att efterfrågan på krediter från både hushåll och företag avtar. Till detta bidrar också osäkerheten om konjunkturutvecklingen (se kapitel 2). Utlåningen kommer därför sannolikt att öka i en lägre takt framöver. Effekterna på räntenettet från en minskad kreditefterfrågan kan dock balanseras något av att de företag som normalt delvis finansierar sig genom att emittera värdepapper har mycket svårare att få tillgång till marknadsfinansiering. Detta kan leda till att de i stället använder sig av outnyttjade beviljade kreditlinor från bankerna eller efterfrågar nya lån. För provisionsnettot tyder den sämre utvecklingen under slutet av resultatperioden på att det kommer att fortsätta minska framöver. Den främsta orsaken till de svaga utsikterna är den vikande aktiemarknaden.

#### Sammanfattningsvis kommer lönsamheten sannolikt att fortsätta minska för de svenska storbankerna. Skälet till det är att intäkterna

<sup>64</sup> Implicit volatilitet beskriver marknads förväntningar om den framtida volatiliteten och beräknas ur prissättningen av aktieoptioner.

<sup>65</sup> Källa: SME Direkt, 18 november 2008.

<sup>66</sup> Pro forma med nyemissionen inkluderad.

troligtvis kommer att utvecklas i en svagare takt samtidigt som det tar längre tid att reducera kostnaderna. Personalkostnaderna är den största kostnadsposten och endast SEB har aviserat att de ska göra personalnedsänkningar under 2009. Bankerna kommer dessutom att behöva delta i finansieringen av stabilitetsfonden. De uppger dock att de kommer att fokusera på att hålla nere kostnader för bland annat marknadsföring, IT, resor och utländsk expansion.<sup>67</sup> Utöver detta kommer även kreditförlusterna sannolikt att fortsätta öka den närmaste tiden (se avsnitt Utlåning och kreditrisk) vilket är negativt för lönsamheten.

### Tillgångar och kapital – kredit- och marknadsrisk

Cirka 60 procent av storbankernas tillgångar består av utlåning till allmänheten. Det är den främsta anledningen till att kreditrisken är den största tillgångsrisken i bankernas verksamhet. Bankerna har även tillgångar som är exponerade mot marknadsrisk, såsom räntebärande värdepapper, 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 och kreditrisk*

**Utlåningen ökade med 19 procent under resultatperioden.** Detta är en hög ökningstakt även i ett historiskt perspektiv. Bankernas utlåning till företag ökade med 22 procent vilket var något högre än ökningstakten i utlåningen till hushållssektorn. Utlåningen i den utländska verksamheten fortsatte att öka snabbare än utlåningen i Sverige. Förutom i de övriga nordiska länderna har de svenska storbankerna bland annat stora exponeringar i de baltiska länderna, Storbritannien och Tyskland (se tabell 3:1). Främst Swedbank och SEB har betydande andelar av sin totala utlåning i de baltiska länderna medan Nordea har knappt tre procent av sin totala utlåning i dessa länder.

**Tabell 3:1. Utlåningen i de svenska storbankerna, geografiskt uppdelad**  
Procentuell andel av total utlåning, september 2008

	Swedbank	SEB	Nordea	Handelsbanken
Sverige	73	40	25	68
Norge	2	9	17	13
Danmark	2	16	25	7
Finland	1	1	19	3
Estland	6	3	1	*
Lettland	4	2	1	*
Litauen	4	5	1	*
Tyskland	*	24	*	*
Storbritannien	*	*	*	4
Övriga världen	9	*	11	5

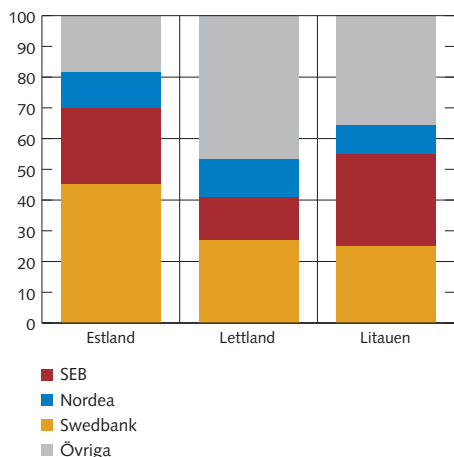
\* Ingen uppgift eller låg exponering

Anm. Inklusiv utlåning till finansiella institut och poster utanför balansräkningen. SEB:s utlåning i de nordiska länderna baseras på andelen tillgångar i december 2007.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

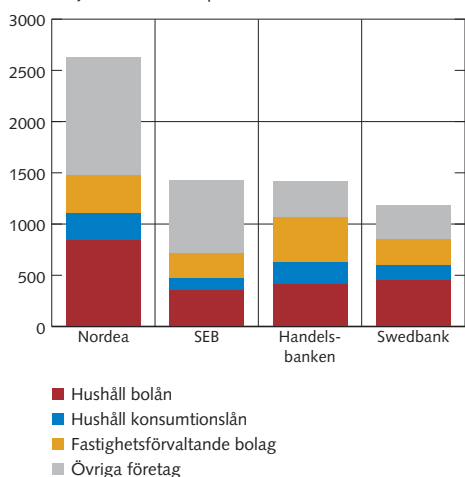
<sup>67</sup> Enligt resultatrapporterna för tredje kvartalet 2008.

Diagram 3:9. Marknadsandelar i de baltiska länderna  
Procent, september 2008



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:10. Utlåning uppdelad på segment  
Miljarder kronor, september 2008



Anm. Avser utlåning till allmänheten. Lån till offentlig sektor är exkluderade.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Tillväxttakten för de svenska bankernas utlåning i de baltiska länderna har minskat under resultatperioden.** Förutom en minskad efterfrågan från låntagarna på grund av den makroekonomiska situationen är bankerna nu mer konservativa i sin kreditgivning än tidigare. Bland annat fokuserar de mer på kundens återbetalningsförmåga och kräver att låntagaren har en större buffert än tidigare, speciellt vid lån i utländsk valuta. De har även sänkt de maximala belåningsgraderna vid bostadsfinansiering. Den genomsnittliga amorteringstiden på ett hypotekslån är strax över 20 år vilket är betydligt kortare än i Sverige. Bankerna har även en mycket restriktiv syn på utlåning till fastighetsförvaltning och byggbolag eftersom utvecklingen på fastighets- och byggmarknaden har dämpats. Men de svenska storbankerna är fortfarande marknadsledande i alla tre länderna (se diagram 3:9).

**Risken i storbankernas utlåning till företag har ökat under resultatperioden.** Dels har konkursrisken för företagskunderna ökat tydligt (se kapitel 2), dels gör den höga ökningstakten i utlåningen att exponeringen mot företag tilltar. Det är i utlåningen till företag som bankerna historiskt sett har gjort de största förlusterna. Risken för att bankerna ska förlora pengar till följd av kreditförluster vid vikande återbetalningsförmåga (eller vid en konkurs) kan balanseras av att värdet på de tillgångar som låntagaren har ställt som säkerhet täcker bankens fordran. Vid en vikande konjunktur kan dock företag få problem med återbetalningsförmågan samtidigt som värdet på deras tillgångar minskar. Att låntagarnas återbetalningsförmåga och värdet på deras tillgångar kan samvariera gäller speciellt för fastighetsbolag. Den enskilt största branschen som bankerna lånar ut till är fastighetsförvaltande bolag. Den står för mellan en fjärdedel och hälften av företagsutlåningen i var och en av bankerna (se diagram 3:10). Handelsbanken är den bank som har störst andel av utlåningen till fastighetsförvaltande bolag.<sup>68</sup>

**Den fortsatta risken för ett betydande prisfall på kommersiella fastigheter medför en ökad kreditrisk.** Ett prisfall behöver dock inte initialt påverka fastighetsbolagens återbetalningsförmåga. Så länge ett fastighetsbolag inte gör en försäljning påverkar inte ett prisfall dess kassaflöde, utan endast resultatet i form av en orealiserad negativ värdeförändring. Det behövs emellertid inte ett stort prisfall för att utplåna många fastighetsbolags resultat.<sup>69</sup> Om resultatet blir negativt reduceras det egna kapitalet vilket i sin tur kan påverka både möjligheten att få finansiering och villkoren för den.

**Storbankernas kreditförluster har fortsatt att öka men är fortsatt låga.** De totala kreditförlusterna uppgick till sex miljarder kronor under resultatperioden, vilket motsvarar 0,1 procent av utlåningen.

<sup>68</sup> En femtedel av utlåningen till fastighetsförvaltande bolag i Handelsbanken sker till bostadsrättsföreningar.

<sup>69</sup> Eftersom fastigheterna marknadsvärderas och den orealiserade värdeförändringen påverkar resultatet.

De ökade kreditförlusterna handlar främst om att bankerna gör avsättningar, så kallade reserveringar, för befarade förluster. Det var alltså inte enskilda konstaterade kreditförluster, exempelvis inträffade konkurser, som stod för majoriteten av kreditförlusterna under resultatperioden. De befarade förlusterna består både av reserveringar för enskilda engagemang och för grupper av likartade krediter, så kallade gruppvisa reserver. De gruppvisa reserverna ökade främst under det senaste kvartalet och kan ses som en ökad buffert för kommande kreditförluster. En annan orsak till ökningen av kreditförlusterna är att återvinningar och återföringar av tidigare reserveringar och konstaterade kreditförluster minskat (se diagram 3:11).

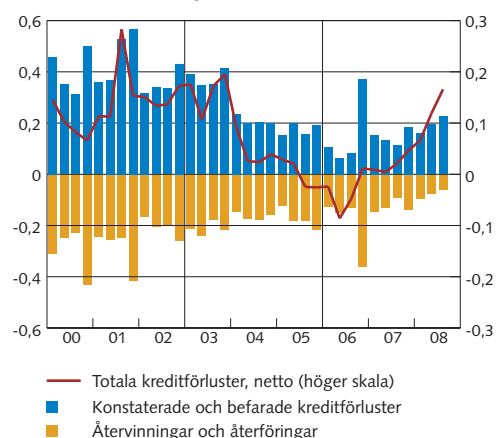
**Andelen osäkra fordringar av storbankernas utlåning har successivt ökat sedan slutet av 2007.** I slutet av denna resultatperiod uppgick de till 0,5 procent av utlåningen.<sup>70</sup> Det är framför allt i de baltiska länderna som bankernas osäkra fordringar har ökat kraftigt det senaste året. De oreglerade fordringarna<sup>71</sup> i Estland och Lettland har i stort sett tredubblats sedan årsskiftet.

**Sammantaget är bedömningen att kreditförlusterna kommer att öka ytterligare från dagens nivåer.** Bankerna riskerar framför allt en ökning av kreditförlusterna i företagssektorn. Företagens lönsamhet och finansiella ställning bedöms fortsätta försämrats allt eftersom konjunkturen viker. De förväntade konkurs sannolikheterna har ökat och stärker detta resonemang (se kapitel 2). Bankerna har även reviderat upp de förväntade kreditförlusterna för delar av den utländska utlåningen. Bland annat förväntas kreditförlusterna i de baltiska länderna, som i dag utgör cirka 60 procent av Swedbanks och SEB:s totala kreditförluster, mer än fördubblas under det kommande året.<sup>72</sup> Den finansiella krisen kan även få en indirekt effekt på bankernas kreditförluster om den ytterligare förstärker lågkonjunkturen. Samtidigt blir finansieringen dyrare och möjligheterna för många företag att erhålla finansiering har minskat.

#### Marknadsrisk

**Storbankernas marknadsrisk har fortsatt att öka.** Finanskrisen har medfört att den främsta marknadsrisken, ränterisken, har ökat. I en av bankerna, Swedbank, är dock valutarisken den största marknadsrisken på grund av bankens utländska exponering. Generellt är dock marknadsriskerna förhållandevis små i de svenska storbankerna (enligt gällande kapitaltäckningskrav). Kapitalkravet förknippat med marknadsrisk stod endast för mellan 2,4 och 6,9 procent av det totala

**Diagram 3:11. Storbankernas kreditförluster per kvartal**  
Procent av utlåning till allmänheten



Anm. Annualiserade kvartal.

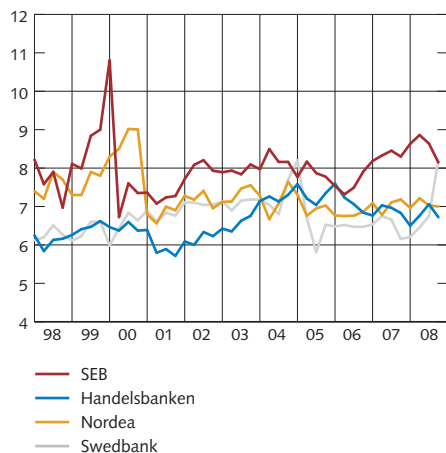
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

<sup>70</sup> Osäkra fordringar är de fordringar där potentiella förluster har identifierats vilka ger upphov till reserveringar av krediterna. Med osäkra fordringar avses här bruttovolymen, det vill säga före ackumulerade reserveringar.

<sup>71</sup> En oreglerad fordran är en kredit som har förfallit men ej har reglerats. Normalt sett räknas den först som en oreglerad fordran när den ej har betalats på 60 dagar.

<sup>72</sup> Enligt bankernas egna prognoser.

Diagram 3:12. Primärkapitalrelationer  
Procent



Anm. Sedan första kvartalet 2007 rapporterar bankerna enligt Basel II övergångsregler. Swedbanks offentliggjorda nyemission (den 27 oktober) medför att primärkapitalrelationen enligt övergångsregler pro forma stärks från 6,8 till 8,2 procent.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

kapitalkravet<sup>73</sup> vid utgången av tredje kvartalet 2008. De svenska storbankernas rapporterade nedskrivningar av räntebärande värdepapper de senaste fem kvartalen uppgår till 11,7 miljarder kronor (se tabell 3:2). Detta kan jämföras med kapitalkravet förknippat med marknadsrisk som innebär att de fyra storbankerna totalt måste ha en buffert på 11,5 miljarder kronor. Således överstiger de svenska bankernas nedskrivningar de senaste fem kvartalen de buffertar som bankerna sammantaget måste ha under ett år. Eftersom de svenska bankerna har haft relativt små nedskrivningar jämfört med banker i övriga Europa och i USA väcker det frågan om inte kapitalkravet för marknadsrisk är för lågt.

Tabell 3:2. De svenska storbankernas nedskrivningar av räntebärande värdepapper sedan finanskrisens början

	Nedskrivningar (mdr SEK)	% av eget kapital	% av periodens resultat
Handelsbanken	3,3	4,6	25,6
Nordea	1,0	0,6	3,1
SEB	6,9	9,1	59,0
Swedbank	0,5	0,7	3,4

Anm. Siffrorna i tabellen är innan SEB omklassificerade sina tillgångar. Bankernas totala nedskrivningar och kreditförluster, på grund av deras exponeringar mot Lehman Brothers, uppgår till minst 700 miljoner kronor och är inte medräknade.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

### Eget kapital

Tillsammans med bankernas intjäningsförmåga utgör deras kapital en buffert mot oväntade förluster. Bankernas primärkapitalrelation är det viktigaste finansiella nyckeltalet vid bedömning av kapitalstyrkan. Nyckeltalet ställer primärkapitalet<sup>74</sup> i relation till de riskvägda tillgångarna.

**Bankernas primärkapitalrelationer uppgick i genomsnitt till 7,7 procent vid utgången av september.** Den genomsnittliga nivån, rapporterad enligt Basel II övergångsregler, var något högre än för ett år sedan (se diagram 3:12). En jämförelse över tiden samt mellan bankerna kan dock bli lite missvisande (se tabell 3:3). Bankerna rapporterar sedan första kvartalet 2007 enligt de nya kapitaltäckningsreglerna (Basel II). För de svenska storbankerna innebär det en reduktion av kapitalkraven främst på grund av deras relativt stora andel utlåning till hushåll. Fram till 2010 tillämpas dock övergångsregler vilket innebär att bankerna endast stegvis får tillgodogöra sig de minskade kapitalkraven.

73 Enligt Basel II exklusive tillkommande övergångsregler.

74 Primärkapital är en del av bankernas kapitalbas. Den består något förenklat av eget kapital inklusive obeskattade reserver med avdrag för goodwill. Med Finansinspektionens godkännande kan även vissa former av förlagslån inkluderas.



**Tabell 3:3. Primärkapitalrelationer enligt Basel II, övergångsregler samt Basel I, 2008-09-30**

	Basel II	Övergångsregler	Basel I
SEB	9,9%	8,1%	7,3%
Nordea	7,9%	7,0%	-
Swedbank	10,5%	8,2%	-
SHB	10,0%	6,7%	6,0%

Anm. Siffrorna för Swedbank är pro forma, nyemissionen inräknad.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

### Finanskrisen har medfört en ökad fokus på bankernas kapitalstyrka.

Förutom det legala minimikravet bankerna måste uppfylla<sup>75</sup> krävs en viss kapitalstyrka för att få delta i det svenska garantiprogrammet.<sup>76</sup> Utöver detta kan kreditvärderingsinstitut, aktieägare och investerare ställa ytterligare kapitalkrav på bankerna. Om dessa aktörer anser att kapitalstyrkan är för låg kan det bland annat yttra sig i högre finansieringskostnader samt sjunkande aktiekurs för den berörda banken. För att justera upp primärkapitalrelationen kan bankerna antingen tillföra mer kapital eller minska de riskvägda tillgångarna. De svenska bankerna har inte, till skillnad från ett flertal internationella banker, gjort negativa resultat som medfört att kapitalet har minskat och som i sin tur skulle ha medfört krav på kapitaltillförsel. Det innebär dock inte att det inte finns sådana krav ändå. Exempelvis har Swedbank offentliggjort en garanterad nyemission med ett kapitaltillskott på 12,4 miljarder kronor vilket ökar primärkapitalrelationen (pro forma) från 6,8 procent till 8,2 procent. Under rådande omständigheter är det inte uteslutet att även andra svenska banker ser sig tvungna att tillföra mer kapital på grund av krav från marknadsaktörer. Det finns dock inga uppgifter om att de svenska bankerna kommer att minska utdelningsandelen för att kunna bygga upp kapitalet i en snabbare takt. Vissa större europeiska banker har sålt av tillgångar för att öka sin kapitalstyrka men detta har inte varit fallet i de svenska storbankerna. De svenska storbankerna kommer däremot sannolikt att minska tillväxten av de riskvägda tillgångarna bland annat i form av en lägre utlåningstakt vilket i sin tur kommer att förstärka den pågående kreditåtstramningen.

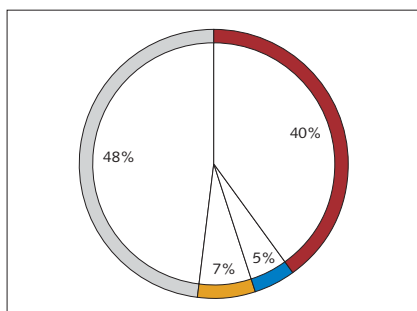
### Finansiering – likviditetsrisk

En av banksystemets viktigaste funktioner är att omvandla kortfristig in- och upplåning till långfristig utlåning. Därmed är bankernas finansiering och tillika skulder att betrakta som likvida och deras tillgångar i form av utlåning som illikvida. Denna skillnad mellan skulder och tillgångar innebär att bankerna har en likviditetsrisk. Under finanskrisen har bankernas möjlighet till upplåning med längre löptider försvårats. Det har medfört att upplåningen har blivit mer kortfristig än normalt. Som en följd av kortare löptider måste finansieringen

<sup>75</sup> Det legala kravet är åtta procent för kapitaltäckningsrelationen och fyra procent för primärkapitalrelationen.

<sup>76</sup> Minimnivån för att få delta i garantiprogrammet är nio procent för kapitaltäckningsrelationen och sex procent för primärkapitalrelationen.

**Diagram 3:13. Bankernas finansieringskällor**  
Procent av total finansiering

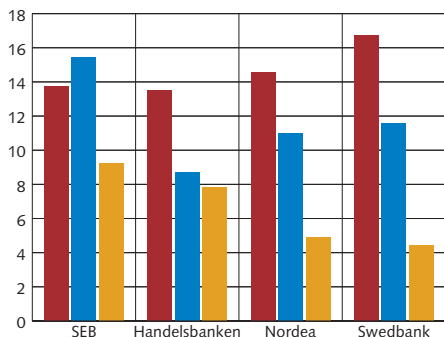


- Emitterade värdepapper
- Likviditetstillförsel från Riksbanken och Riksgälden
- Upplåning interbank, netto
- Inlåning från allmänheten

Anm. Posten "Likviditetstillförsel från Riksbanken och Riksgälden" innehåller de fyra storbankernas del i de utlånade beloppen i Riksbankens auktioner av kronor och dollar, Riksgäldens omvända repor som sker i samband med deras extraauktioner av statskuldväxlar och de värdepapper som bankerna emitterat med statsgaranti. Likviditetstillförseln antas ersätta en viss del av bankernas finansiering. Emitterade värdepapper har därför minskats med motsvarande belopp i diagrammet.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:14. Förfall av utestående obligationer.**  
Procent av emitterade värdepapper



- 2009
- 2010
- 2011

Anm. Siffrorna i diagrammet tar inte hänsyn till återköp av egna emitterade värdepapper.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Bloomberg

förnyas oftare. Kombinationen av att finansieringen måste omsättas oftare och den senaste tidens osäkerhet kring tillgången på framtida finansiering har ökat likviditetsrisken ytterligare.

**Av bankernas totala finansiering är knappt hälften inlåning från allmänheten.** Marknadsfinansieringen står för den resterande delen och utgörs främst av emitterade värdepapper, obligationer för den långfristiga marknadsupplåningen och certifikat för den kortfristiga. Upplåning på interbankmarknaden, som i första hand används för likviditetsutjämning, är också en del av den kortfristiga marknadsupplåningen.

**Svenska bankers beroende av marknadsfinansiering fortsätter att öka.** Bland annat finansieras svenska bankers utlåning med bostäder som säkerhet till största delen via säkerställda obligationer och certifikat. Som en följd av svårigheterna att finansiera sig på längre sikt har den genomsnittliga löptiden för bankernas marknadsfinansiering minskat. Banker som har en stor del marknadsfinansiering med kort löptid löper generellt större risk för likviditetsproblem. Under hösten har en del av den normala marknadsfinansieringen ersatts med krediter från Riksbanken och omvända repor från Riksgälden (se diagram 3:13).

**Riksbanken och Riksgälden har agerat för att underlätta bankernas ansträngda likviditetssituation.** Svårigheterna för bankerna att få finansiering påverkar även kreditförsörjningen för företag och hushåll. För att underlätta kreditförsörjningen har Riksbanken ökat tillgången på krediter med löptider på tre och sex månader för bankerna. Därtill har Riksgälden emitterat stadsskuldväxlar utöver ordinarie emissioner, och pengarna de fått in har de sedan lånat ut med bostadsobligationer som säkerhet (omvända repor). Därmed underlättas bankernas finansiering. Det statliga garantiprogrammet för medelfristig upplåning har också bidragit till att förbättra finansieringssituationen.

**Om den besvärliga situationen för marknadsfinansieringen består kommer bankernas beroende av finansiering från olika myndigheter öka.** Den stora globala osäkerhet som råder på marknaden kring motparters bakomliggande säkerheter och likviditetssituation har medfört en ovilja bland investerare att låna ut pengar för att finansiera banker. Som en konsekvens av detta har upplåning på längre löptider blivit ovanligt dyr och periodvis omöjlig att genomföra. Av bankernas emitterade obligationer förfaller en stor del inom de närmaste tre åren och omkring 15 procent förfaller inom det närmaste året (se diagram 3:14). Om tillgången till marknadsfinansiering fortsätter att vara besvärlig innebär det sannolikt att ytterligare insatser från myndigheter kommer att behövas.

### Inlåning har historiskt varit en mer stabil finansieringskälla för bankerna än marknadsfinansiering men kan påverkas i orostider.

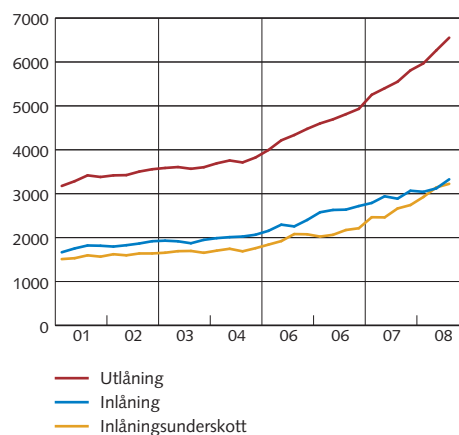
Oro över att en bank inte kan uppfylla sina åtaganden kan medföra fler och större uttag från allmänheten än vanligt. Vissa av storbankerna uppger att onormalt stora uttag har gjorts under hösten. För att minska allmänhetens oro för sitt banksparande har den svenska insättningsgarantin höjts från 250 000 till 500 000 kronor och omfattar nu alla typer av inlåningskonton, vilket sannolikt minskar risken för ytterligare uttag. Regeringens garantiprogram innebär dessutom att staten kan träda in om banken inte kan betala sina långivare, samtidigt som Riksbanken är beredd att tillföra den likviditet som behövs. Skulle solvensproblem uppstå i en bank kan staten ingripa. Även om det finns tecken på att konkurrensen om allmänhetens inlåning bland bankerna ökat med högre inlåningsräntor som följd, är inlåningen från allmänheten fortfarande den billigaste finansieringskällan. Bankernas inlåning från allmänheten fortsätter att öka liksom utlåningen (se diagram 3:15). Men utlåningen ökar mer än inlåningen. Det innebär att den genomsnittliga finansieringskostnaden för bankerna ökar som en följd av ökat beroende av finansiering via marknaden (se ruta Utveckling av storbankernas ut- och inlåningsmarginaler i Sverige).

### Spridningsrisk

Oron på de finansiella marknaderna under den senaste tiden har aktualiserat frågan om eventuella spridningsrisker i den svenska banksektorn. Storbankerna spelar en central roll i det finansiella systemet och 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 i en bank sprider sig till andra banker. Bankerna kan aktivt påverka direkta spridningsrisker genom att styra sina motpartsgränser och säkerheter. Spridningen kan också ske indirekt, om en banks likviditetsbrist väcker farhågor om finansieringsproblem i andra, liknande institut.

**Den direkta spridningsrisken inom och till det svenska banksystemet uppskattas ha varit måttlig under perioden.** Riksbanken testar de direkta spridningsriskerna genom att anta att en av storbankerna faller 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>77</sup> Förlusten dras sedan från bankens primärkapital.<sup>78</sup> Under första halvåret 2008 hade ingen storbank någon exponering som, givet antagandena i testet, orsakade att dess primärkapital underskred det lagstadgade kravet om 4 procent (se diagram 3:16). Testerna bygger på data över

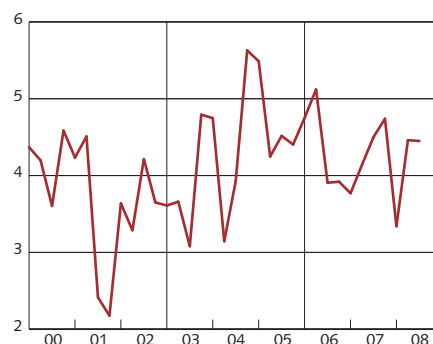
Diagram 3:15. Bankernas in- och utlåning  
Miljarder kronor



Anm. Inlåningsunderskott = utlåning – inlåning.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

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



Källa: Riksbanken

<sup>77</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>78</sup> Om förlusten orsakar en bank att ställa in betalningarna kan detta leda till ytterligare spridningsrisk. Risken för sådana andravgäffeffekter ökar drastiskt om bankerna har drabbats av en liknande chock.

bankernas motpartsexponeringar som Riksbanken samlar in vid varje kvartalsslut. Dessa data ger en ögonblicksbild av exponeringar mot storbankernas 15 största motparter.<sup>79</sup>

**De indirekta spridningsriskerna har minskat till följd av de statliga garantierna.** 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 är ovilliga att finansiera banken. Den finansiella krisen som inleddes sommaren 2007 och de likviditetsproblem som den har medfört har i hög grad präglats av sådana farhågor, vilket även påverkat den svenska marknaden. För att förbättra förtroendet på finansmarknaderna har många europeiska länder, inklusive Sverige, infört omfattande stabilitetsplaner som innehåller statliga garantier för bankernas skulder. Dessutom har Riksbanken gett särskilt likviditetsstöd till några banker (se ruta Riksbanken ger likviditetsstöd till Kaupthing och Carnegie).

---

<sup>79</sup> En mer utförlig beskrivning av Riksbankens motpartsdata finns i rutan Riksbankens motpartsdata.

**S**verige har ett relativt koncentrerat bank-system med ett fåtal stora aktörer. Detta medför att bankerna har exponeringar mot varandra som kan orsaka att problem i en av bankerna sprids till de övriga. För att kunna analysera denna direkta spridningsrisk har Riksbanken sedan juni 1999 samlat in data på kvartalsbasis över storbankernas 15 största motpartsexponeringar. Denna rapportering har varit värdefull under det senaste året eftersom den har möjliggjort jämförelser av bankernas exponeringar över tiden, och för att det funnits möjlighet att snabbt kunna få in nya data.

Dessa data täcker både exponeringar i och utanför bankernas balansräkningar. Bankerna rapporterar både sin bruttoexponering och eventuella riskreducerande instrument för att möjliggöra en analys av den mest riskfyllda delen av exponeringen.

De viktigaste delarna i motpartsdatan är:

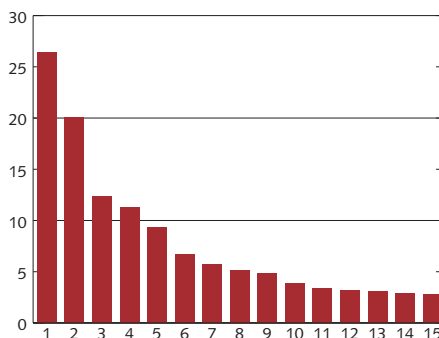
- All utlåning utan säkerhet, till exempel deposits, dagslån samt åtaganden utanför balansräkningen.
- Värdepapper: bruttoposition anges som marknadsvärdet på värdepappersinnehav per motpart. Nettositionen tar hänsyn till eventuella riskreducerande instrument (exempelvis CDS).
- Derivatinstrument: bruttoposition anges avseende alla derivat med positivt marknadsvärde. Nettositionen är bruttopositionen med avdrag för exempelvis eventuella nettningsavtal.

Diagram R11 visar storleksfördelningen av bankernas största exponeringar i förhållande till primärkapitalet. Storleken på exponering är asymmetrisk och typiskt sett har storbanken en eller ett par mycket stora exponeringar. Dessa utgörs ofta av deposits eller dagslån till någon av de andra storbankerna och kan enligt Riksbankens tester vara så stora att de orsakar direkta problem för banken i händelse av betalningsinställelse (se diagram 3:16).

Summan av nettoexponeringarna utgör grunden för att rangordna de 15 största motpartsexponeringarna. Motpartsdatan täcker också valutaavvecklingsexponeringar. Denna post är relativt liten för de svenska bankerna då mellan 65 och 85 procent av alla valutaavvecklingar går genom avvecklingssystemet CLS.<sup>80</sup>

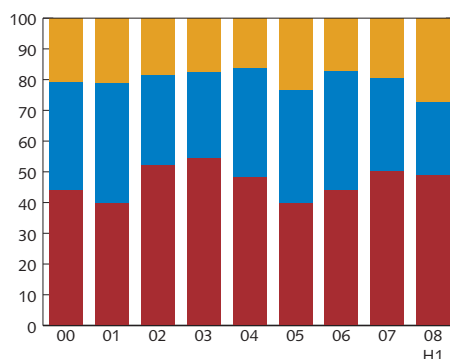
Den största posten är utlåning utan säkerhet, framför allt i form av deposits som i genomsnitt utgör hälften av den totala exponeringen (se diagram R12). Bruttoexponeringen för värdepapper är näst störst och är drygt 30 procent. Eftersom bankerna i hög utsträckning använder riskreducerande instrument för sina värdepappers-

Diagram R11. Exponeringarnas storlek i förhållande till primärkapital  
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram R12. Typ av exponering som andel av totala exponeringen  
Procent



■ Övrig utlåning utan säkerhet  
■ Värdepapper brutto  
■ Derivat brutto  
Källa: Riksbanken

exponeringar uppgår den nettositionen endast till cirka 30 procent av bruttoexponeringen (det vill säga de har en nettnings effekt på i snitt 70 procent). Bruttoexponeringen för derivat utgör cirka 20 procent av den totala exponeringen. Nettnings effekten för derivat är betydligt lägre än för värdepapper, i snitt 21 procent.

<sup>80</sup> Continuous Linked Settlement. CLS erbjuder ett system för avveckling av valutatransaktioner som markant reducerar de risker som detta annars kan innebära.

**F**ör att värna den finansiella stabiliteten och säkerställa de finansiella marknadernas funktionssätt gav Riksbanken under hösten särskilt likviditetsstöd till Kaupthing Bank Sverige AB och Carnegie Investment Bank AB. Mot bakgrund av oron på de finansiella marknaderna bedömde Riksbanken att en betalningsinställelse i någon av bankerna kunde utgöra en risk för en allvarlig störning i det finansiella systemet och att förtroendet för betalningssystemet kunde undergrävas.

### *Kaupthing*

Under 2008 utsattes den isländska banksektorn för stora påfrestningar, däribland den största kommersiella banken Kaupthing. I samband med problemen i moderbolaget drabbades också den svenska Kaupthingkoncernen av likviditetsproblem under hösten. I början av oktober vände sig Kaupthing Bank Sverige AB till Riksbanken med en begäran om likviditetsstöd om upp till fem miljarder kronor. Detta beviljades av Riksbanken den 8 oktober. Lånet skulle användas till att betala både insättare i Internetbanken Kaupthing Edge Sverige, som var en filial till det isländska moderbolaget, och insättare och andra fordringsägare i Kaupthing Bank Sverige AB. Inlåningen i Kaupthing Edge Sverige uppgick till drygt två miljarder kronor. Kaupthing Bank Sverige AB hade vid tidpunkten en utlåning om cirka tio miljarder kronor och inlåning från allmänheten om tre miljarder kronor.

Den 9 oktober försattes moderbolaget Kaupthing Bank hf under särskild förvaltning av de isländska myndigheterna. Samma dag meddelades att Kaupthing Edge Sverige skulle avvecklas. Samtliga insatta medel i Kaupthing Edge Sverige har sedermera utbetalats. Två av de andra svenska dotterbolagen, Kaupthing Finans AB och Kaupthing Pension Consulting AB, såldes under november.

### *Carnegie*

Carnegiekoncernen har varit en av de största aktörerna inom nordisk aktiehandel. Den 30 september 2008 uppgick Carnegies balansomslutning till cirka 33 miljarder kronor och det förvaltade kapitalet uppgick till cirka 122 miljarder kronor. Carnegiekoncernen hade då drygt fyra tusen kunder i Sverige och en inlåning på cirka 2,5 miljarder kronor. Holdingbolaget D Carnegie & Co AB hade två helägda svenska dotterbolag: Max Matthiessen Holding AB, som förmedlar försäkrings- och sparlösningar, och Carnegie Investment Bank AB som bedriver verksamhet inom värdepappershandel, investment banking, tillgångsförvaltning och private banking.

Under hösten försvårades Carnegie Investment Bank AB:s möjligheter att finansiera sig i takt med att det blev allt svårare att belåna värdepapper och säkerhetskraven för transaktioner på börser ökade. Under oktober blev finansieringssituationen så ansträngd att banken riskerade att inte kunna fullgöra sina betalningar. Carnegie Investment Bank AB ansökte därför om särskilt likviditetsstöd från Riksbanken, och blev den 27 oktober beviljad en kredit om en miljard kronor. Den 28 oktober utökades krediten till att avse högst fem miljarder kronor. Som säkerhet för krediten tog Riksbanken bland annat aktierna i banken och Max Matthiessen Holding AB.

Den 10 november beslutade Finansinspektionen att återkalla Carnegie Investment Bank AB:s banktillstånd. Mot bakgrund av den nya stödlagen beslutades att Riksgälden skulle ta över rollen som långgivare och därmed även den pant som låg till grund för Riksbankens kredit. I enlighet med pantavtalet mellan Riksgälden och D Carnegie & Co AB realiserade Riksgälden panten och övertog äganderätten till aktierna i Carnegie Investment Bank AB och i Max Matthiessen AB. I ljuset av att Riksgälden hade tagit kontrollen över Carnegie Investment Bank AB ändrade Finansinspektionen sitt beslut om indraget tillstånd till en varning.

## Stresstest av storbankernas motståndskraft

Den pågående finansiella krisen har visat på vikten av god riskhantering. Stresstester utgör ett viktigt verktyg i detta arbete. Genom att på olika sätt utsätta banksystemet för stress är det möjligt att ha en uppfattning om motståndskraften mot negativa händelser. I de stresstester som Riksbanken genomför fokuseras främst på bankernas kredit- och intjäningsrisk. Den pågående finansiella krisen har emellertid inneburit en enorm stress för det globala banksystemet i ett helt annat avseende eftersom likviditeten i stort sett har försvunnit från marknaderna. Detta är något som är svårt att gardera sig för inom ramen för normal riskkontroll, och omfattningen av krisen har varit svår att förutse.

I följande avsnitt presenteras några av de stresstester som Riksbanken har utfört. Stresstesterna fokuserar, liksom tidigare, på kredit- och intjäningsrisk och fångar således inte direkt bristande likviditet. Även om bankernas likviditetssituation inte stresstestas så fångas den dock delvis genom dess effekter på intjäningen. Därtill testas effekten av den ansträngda likviditetssituationen, i form av högre finansieringskostnader. Utgångspunkten för scenarierna är rådande situation där bankerna redan är utsatta för höga finansieringskostnader. Det här innebär att resultaten ger en vägledning om hur bankerna klarar olika scenarier givet deras situation i dag.

I det första scenariot testas hur en kraftigt försämrad kreditvärdighet hos de baltiska låntagarna påverkar de banker som har stora exponeringar i dessa länder. I det andra scenariot studeras hur en konjunkturnedgång påverkar storbankerna. Riksbanken har utfört dessa tester i flera tidigare rapporter och i denna rapport jämförs resultaten med de två föregående. I det tredje scenariot testas hur en omfattande recession i Sverige, de baltiska länderna och omvärlden skulle påverka bankerna. Slutligen görs ett enkelt test för att undersöka hur bankerna påverkas av högre finansieringskostnader, vilket aktualiserats av den pågående finanskrisen.

Riksbankens metod för att mäta bankernas motståndskraft ("kreditrisktäckning") är baserad på en allmänt tillgänglig portföljmodell och på offentlig information från bankernas resultatrapporter.<sup>81</sup> Eftersom ett antal förenklande antaganden används i modellen ska testresultaten ses som indikativa. Den information som ligger till grund för beräkningarna är en approximativ bild av den verkliga portföljen. Därför är det mer relevant att studera jämförelser av resultaten över tiden än de absoluta nivåerna.

<sup>81</sup> För en mer detaljerad beskrivning se artikeln "Att mäta kreditrisk med extern information", *Finansiell stabilitet* 2006:1.

*Kreditrisk, kapital och intjäning*

Avgörande för bankernas motståndskraft är i vilken mån de har tillräckligt med kapital för att möta betydande risker. Den i särklass enskilt största tillgångsrisk i bankerna är kreditrisk. Därför fokuseras det i stresstesterna framför allt på bankernas motståndskraft mot försämringar i låntagarnas kreditvärdighet. Riskkapitalbehovet speglar det kapital som behövs för att klara eventuella förluster som kan uppstå utöver de som är förväntade.<sup>82</sup>

I testerna ställs bankens primärkapital i relation till riskkapitalbehovet. På så sätt får man bankens kreditrisktäckning.<sup>83</sup> 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, operativa 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 för andra risker och för oväntade negativa händelser. Ju större bufferten är desto större motståndskraft har banken.

Beräkningarna utgår från bankernas utlåningsportföljer vid halvårsskiftet 2007, december 2007 samt halvårsskiftet 2008 och portföljerna antas vara oförändrade under scenariernas tre år.

SCENARIO 1: FÖRSÄMRAD KREDITVÄRDIGHET I  
DE BALTISKA LÄNDERNA

**I det första scenariot testas hur 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>84</sup> Resultatet före skatt antas halveras första året. Det minskar med ytterligare 25 procentenheter nästa år, för att under tredje året utebli helt. Det tredje året speglar en mycket extrem situation med höga konkurssannolikheter och helt utebliven intjäning från verksamheten i de baltiska länderna. Kreditvärdigheten för övriga låntagare i bankernas utlåningsportföljer antas vara oförändrad. Detsamma gäller

<sup>82</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. Att ha en kreditrisktäckning på 100 procent betyder alltså att primärkapitalet täcker kapitalbehovet för 99,97 procent av alla möjliga utfall i förlustfördelningen. I Riksbankens analys beräknas riskkapitalbehovet på 99,9 procents nivå.

<sup>83</sup> Kreditrisktäckning = primärkapital / riskkapitalbehov.

<sup>84</sup> Konkurssannolikheten anger sannolikheten att en exponering kommer att falla inom ett års sikt. Högre konkurssannolikheter leder till ökade förväntade förluster och ökat riskkapitalbehov.



för intjäningen från den övriga verksamheten. Scenariot appliceras på de två banker som har en betydande utlåning i de baltiska länderna, Swedbank och SEB.<sup>85</sup>

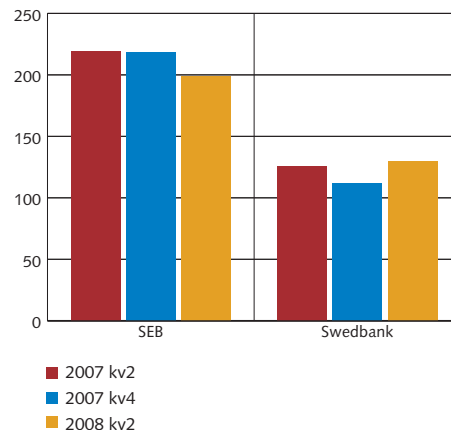
**I jämförelse med föregående två rapporter tyder testet på att både SEB och Swedbank klarar en extremt negativ utveckling i de baltiska länderna.** Resultatet (vinsten) under de tre åren i scenariot baseras på resultatet för de fyra kvartalen mellan juni 2007 till och med juni 2008. För SEB:s del har resultatet minskat, vilket bidrar till en sämre kreditrisktäckning.<sup>86</sup> För Swedbank har ett kapitaltillskott i form av en nyemission stärkt deras primärkapital vilket leder till en bättre kreditrisktäckning.<sup>87</sup> I diagram 3:17 jämförs resultaten för det senaste halvårsskiftet med resultaten i de två föregående stabilitetsrapporterna. Staplarna visar kreditrisktäckningen för det sista, mest extrema, året i scenariot.

#### SCENARIO 2: FÖRSÄMRAD KREDITKVALITET TILL FÖLJD AV EN KONJUNKTURNEDGÅNG

**I det andra scenariot studeras hur en konjunkturedgång och därmed försämrad kreditkvalitet påverkar storbankerna.** Testet visar hur bankerna står emot en konjunkturvändning där BNP-tillväxten försämras med 4,5 procentenheter, vilket är betydligt mer än vad som förväntas framöver. Kreditvärdigheten hos samtliga låntagare i bankernas portföljer antas försämras under tre år. Första året ökar sannolikheten för betalningsinställelse till en procent, under andra året till två procent och slutligen under tredje, och värsta året till ungefär tre procent.<sup>88</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 sådan kraftig nedgång i konjunkturen.** Under samtliga år i scenariot har de fyra bankerna en kreditrisktäckning över 100 procent och klarar därmed en kraftig ökning av sannolikheterna för betalningsinställelse. För Swedbank har kapitaltillskottet medfört att kreditrisktäckningen har förbättrats. Kreditrisktäckningen för de övriga bankerna minskar emellertid och därmed är deras motståndskraft mot ytterligare negativa händelser mindre. Orsaken är främst ett lägre resultat i utgångsläget för majoriteten av bankerna.

Diagram 3:17. SEB och Swedbanks kreditrisktäckning år 3 enligt scenariot om försämrad kreditvärdighet i de baltiska länderna  
Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

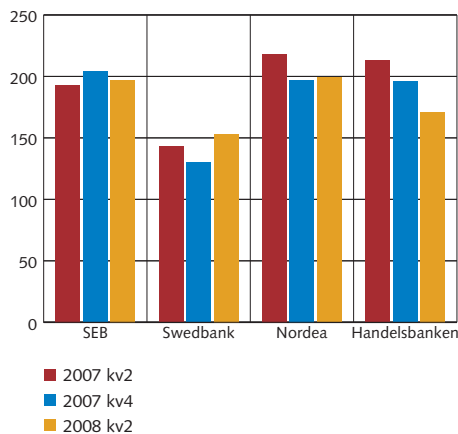
<sup>85</sup> Även Nordea har verksamhet i de baltiska länderna. Men eftersom deras utlåning där utgör en betydligt mindre del av deras portföljer har de exkluderats ur scenariot.

<sup>86</sup> Dock har SEB:s omklassificering av räntebärande värdepappersportföljer tillgodoräknats i stresstestet. Detta innebär en ökning av primärkapitalet på 1,8 miljarder kronor.

<sup>87</sup> Swedbanks nyemission är planerad först till januari 2009 men i scenariot är emissionen inräknad i deras kapitalbas från och med andra kvartalet 2008.

<sup>88</sup> Betalningsinställelsorna i portföljen är "through-the-cycle"-mått vilket innebär att de beräknas som ett genomsnitt över de senaste fem åren.

Diagram 3:18. Kreditrisktäckning år 3 enligt scenariot om konjunkturnedgång  
Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Riksbanken har gjort samma test i flera tidigare stabilitetsrapporter. I diagram 3:18 jämförs utfallet av kreditrisktäckningen med utfallet i de två föregående rapporterna. Staplarna visar nivån för det sista, mest extrema, året i scenariot.

#### SCENARIO 3: MAKROEKONOMISKT STRESSTEST – GLOBAL RECESSION

**För att ytterligare testa bankernas motståndskraft testas ett omfattande globalt krisscenario.** Scenariot är i linje med den svenska krisen i början av 1990-talet. Då föll den ekonomiska tillväxten kraftigt och var negativ under ett par år. Arbetslösheten steg betydligt och uppgick i december 1993 till cirka 13 procent. Samtidigt sjönk fastighetspriserna med upp till 50 procent. Detta fick stora konsekvenser för de svenska storbankerna. Bara under 1992 gjorde de sammantaget reserveringar som uppgick till ungefär sex procent av den totala utlåningen. I stresstestet nedan presenteras vilka effekterna kan bli på bankernas reserveringsbehov och motståndskraft om Sverige skulle drabbas av en liknande situation i dag.

I ett första steg (a) antas att svenska fastighetsbolag drabbas på liknande sätt som under fastighetskrisen på 90-talet. För att replikera detta scenario antas fastighetsbolagens kreditvärdighet försämrats och deras konkurssannolikhet öka till sex procent. Därtill antas fastighetspriserna sjunka. Även övriga svenska låntagare drabbas av det försämrade ekonomiska läget. För att replikera detta antas konkurssannolikheterna för svenska företag och hushåll sammantaget stiga till tre procent.

I ett andra steg (b) sker dessutom en kraftig försämring i de baltiska länderna. Överlag antas effekten av recessionen vara större i dessa länder. Sannolikheten för att de baltiska fastighetsbolagen går i konkurs antas vara 20 procent, medan konkurssannolikheten för övriga företag och hushåll sammanlagt antas vara 10 procent. Slutligen, i ett tredje steg (c), drabbas också övriga delar av världen där de svenska bankerna är verksamma.

**Resultatet av stresstestet visar att de fyra storbankerna klarar ett sådant omfattande krisscenario, sammantaget såväl som individuellt.** De sammantagna förväntade förlusterna uppgår i scenariot till drygt 77 miljarder kronor, vilket motsvarar cirka 1,2 procent av den totala utlåningen (se tabell 3:4). Det kan ställas i relation till de 79 miljarder kronor som bankerna har tjänat under det senaste året. De förväntade förlusterna täcks i detta fall av intjäningen. Om inte intjäningen hade varit tillräcklig för att täcka de förväntade förlusterna hade bankerna varit tvungna att ta från sitt primärkapital.

Hur mycket av primärkapitalet som bankerna kan utnyttja till att täcka förluster beror på den risk som finns i banken. Att primärkapitalet inte underskrider detta riskkapital är viktigt för bankens kreditbetyg.<sup>89</sup> I detta scenario finns en buffert, det vill säga skillnaden mellan primärkapital och riskkapitalbehov enligt scenariot, på ytterligare ca 80 miljarder kronor. Detta innebär att bankerna kan förlora i princip hela sin intjänning men ändå klara att täcka sina förluster.

**Tabell 3:4. Resultatet av ett kombinerat stresstest**

Basscenario	a) Sverige	b) Baltiska länderna	c) Övriga världen*
Utlåning, mdkr	3 095	318	3 031
Andel av exponeringen som antas falla	0,6% fastighetsbolag	2,6% fastighetsbolag	
Probability of default, PD	0,4% övriga företag & hushåll	2% övriga företag & hushåll	0,5% samtliga låntagare
Förlustgrad vid fallissemang, Loss Given Default	20%	60%	40%
Reserveringsbehov, mdkr Expected Loss, EL	2,5	4	6
Reserveringsbehov som andel av utlåning, procent	0,08%	1,26%	0,20%

\* framför allt övriga Norden

Stressscenario	a) Sverige	b) Baltiska länderna	c) Övriga världen*
Utlåning, mdkr	3 095	318	3 031
Andel av exponeringen som antas falla	6% fastighetsbolag	20% fastighetsbolag	6% fastighetsbolag
Probability of default, PD	3% övriga företag & hushåll	10% övriga företag & hushåll	3% övriga företag & hushåll
Förlustgrad vid fallissemang Loss Given Default	20%	60%	40%
Reserveringsbehov, mdkr Expected Loss, EL	22	22	33
Reserveringsbehov som andel av utlåning, procent	0,7%	12% fastighetsbolag 6% övriga företag & hushåll	1,1%

\* framför allt övriga Norden

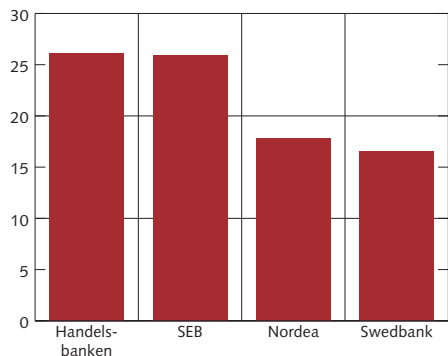
Föväntade förluster mdkr	a) Sverige	b) Baltiska länderna	c) Övriga världen*
a) Sverige	a) 22		
b) Baltiska länderna	a)+b) 44	b) 22	
c) Övriga världen	a)+c) 55	b)+c) 55	c) 33

**Kombinerat scenario, a)+b)+c) 77**

\* framför allt övriga Norden

<sup>89</sup> För definition av riskkapital se inledning av avsnittet om stresstester.

Diagram 3:19. Ökade finansieringskostnader i en 3-månaders likviditetskris som andel av andra kvartalets resultat  
Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

### Finansiering

I följande test 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 marknadsräntorna 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.

#### SCENARIO 4: ÖKADE FINANSIERINGSKOSTNADER I TRE MÅNADER

**Resultaten visar att högre finansieringskostnader än i dagsläget blir kännbara för bankerna, dock inte på ett kritiskt sätt.** 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 ytterligare 80 räntepunkter 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 kunna kompensera sig genom högre utlåningsräntor.<sup>90</sup> Den resulterande kostnadsökningen motsvarar i snitt 20 procent av andra kvartalets resultat 2008 för bankerna (se diagram 3:19).

### Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna

**Motståndskraften i de svenska storbankerna har minskat sedan bedömningen i den föregående rapporten.** De svenska storbankernas motståndskraft mot negativa oförutsedda händelser är dock fortfarande god. Det är främst en effekt av att bankerna är finansiellt starka och har en god lönsamhet. De stresstester Riksbanken har genomfört bekräftar den bilden. Det Riksbanken stresstestar är bankernas förmåga att absorbera förluster och om dessa är stora nog att hota deras solvens. Riksbankens bedömning och tester visar att denna förmåga är god hos de svenska storbankerna. Dock står inte bankerna opåverkade efter ett extremt scenario. Det kan till exempel skapa en oro bland bankens kunder och investerare som kan få stora följd effekter för bankernas intjäningsförmåga.

<sup>90</sup> Bankerna har uppgett att de kunnat överföra majoriteten av den senaste tidens ökade finansieringskostnader på kunderna (se avsnitt Intäkter och kostnader).

**Likviditetsrisken är fortsatt stor för bankerna men den mildras delvis av myndigheternas stödinsatser.** Eftersom bankerna har minskat den genomsnittliga löptiden för sin finansiering behöver de omsätta sin upplåning oftare vilket ökar likviditetsrisken. Fortsätter marknaderna för bankernas emitterade värdepapper att fungera bristfälligt så medverkar det till en ökad likviditetsrisk. Det beror dels på att dessa värdepapper ingår i bankernas likviditetsportföljer, dels på att en relativt stor del av bankernas utestående emitterade värdepapper måste refinansieras under det närmaste året. Risker har även ökat för att en enskild oväntad negativ händelse även påverkar kostnaden för eller tillgången till finansiering.

**Kreditrisken har ökat för storbankerna.** Dels har konkursrisken för storbankernas företagskunder, i synnerhet fastighetsbolagen, ökat, dels gör den höga ökningstakten i utlåningen att exponeringen mot företag tilltar. Samtidigt har riskerna i de baltiska länderna ökat och kreditförlusterna förväntas stiga under den kommande resultatperioden.

**Finanskrisen har förstärkt nedgången i konjunkturen och detta kommer att ge ytterligare negativa effekter på bankernas resultat.** Det är troligt att lönsamheten kommer att minska då intäkterna påverkas negativt samtidigt som kostnaderna inte dämpas i samma takt. Att intäkterna påverkas negativt beror på dels lägre tillväxt i räntenettet, dels ett minskat provisionsnetto och dels ytterligare nedskrivningar av räntebärande värdepapper.



### Den finansiella infrastrukturen – i korthet

En säker finansiell infrastruktur är extra viktigt i tider av finansiell turbulens då viljan och benägenheten att ta risker minskar. Den svenska finansiella infrastrukturen har fungerat väl under höstens finanskris och högre volymer i några av systemen har inte påverkat funktionaliteten.

Det pågår nu ett antal viktiga förändringar i den finansiella infrastrukturen i Sverige. En sådan förändring är att Riksbankens nya tekniska system för stora betalningar kommer att tas i bruk i början av 2009. Därtill sker förändringar i såväl clearing som avveckling av transaktioner på den svenska värdepappersmarknaden. Exempelvis har Euroclear har köpt den svenska centrala värdepappersförvararen, VPC AB.

Dessa förändringar ökar integrationen mellan den svenska finansiella infrastrukturen och de europeiska marknaderna. Detta leder till högre effektivitet, men ökar också beroendena mellan systemen. För att motverka att dessa beroenden ökar risken att likviditetsstörningar sprids mellan system är det viktigt att såväl marknadsaktörer som myndigheter i sin övervakning förstår och tar hänsyn till dem.

Den finansiella infrastrukturen består av system där betalningar och transaktioner med värdepapper hanteras. En väl fungerande finansiell infrastruktur är avgörande för den finansiella stabiliteten. Om infrastrukturen inte fungerar riskerar problem hos en aktör eller inom en enskild delmarknad att sprida sig vidare. Riksbankens övervakning av den finansiella infrastrukturens stabilitet handlar därför om att identifiera strukturella svagheter som kan orsaka spridningsrisker.

Riksbanken fokuserar sitt övervakningsarbete på de kritiska systemen, det vill säga RIX som är Riksbankens eget system för stora betalningar, VPC som är den centrala värdepappersförvararen, NASDAQ OMX Derivatives Markets (NASDAQ OMX DM) som agerar central motpart i derivatclearingen och BGC som är den centrala aktören vid förmedlingen av massbetalningar mellan bankerna. Dessutom deltar Riksbanken i övervakningen av de internationella systemen CLS, som hanterar clearing och avveckling av valutatransaktioner, och SWIFT som används för att sända meddelanden på världens finansmarknader.

I det här kapitlet sammanfattas kort hur den svenska finansiella infrastrukturen har fungerat under den pågående finanskrisen. Därefter beskrivs de förändringar som kommer att ske framöver i och med att det nya RIX-systemet produktionsätts, Euroclears köp av VPC och införandet av centrala motpartstjänster för aktietransaktioner på de nordiska börser som ägs av NASDAQ OMX. I den återstående delen av kapitlet analyseras hur likviditetsstörningar kan spridas i den finansiella infrastrukturen.

## Den svenska finansiella infrastrukturen under finanskrisen

**Den svenska finansiella infrastrukturen har fungerat väl under höstens finanskris.** Finanskrisen har under hösten medfört ett större antal transaktioner i NASDAQ OMX DM och CLS. Däremot har transaktionernas genomsnittliga värde varit oförändrat i de båda systemen. I VPC har volymerna endast varit något högre än under normala omständigheter. I Riksbankens betalningssystem RIX har volymerna varit konstanta. Det ökade antalet transaktioner har dock inte påverkat funktionaliteten i systemen i någon större utsträckning, utan transaktionsflödena har gått igenom systemen som de brukar.

### **När osäkerheten på de finansiella marknaderna är stor minskar viljan att ta risker och en säker finansiell infrastruktur blir desto viktigare.**

Det pågår löpande ett arbete för att minska riskerna i den finansiella infrastrukturen. Arbetet under senare år har gett resultat på så sätt att systemen har fungerat i stort sett utan störningar och med bibehållen säkerhet under den finansiella krisen. Exempelvis har banker dragit fördel av den säkra avvecklingen av valutatransaktioner som erbjuds av CLS. Krisen har dock tydliggjort att arbete kvarstår för att göra hanteringen av transaktioner säker, i synnerhet i tider med hög osäkerhet. Bland annat har marknaden för olika sorters OTC-handlade derivat vuxit både vad gäller antalet nya produkter och värdet på omsättningen. Den finansiella infrastrukturen för att hantera dessa transaktioner har emellertid inte utvecklats lika snabbt. Som resultat hanteras inte alltid avvecklingsriskerna förknippade med dessa derivat på ett adekvat sätt, vilket under hösten har bidragit till marknadsdeltagarnas ovilja att handla med dessa produkter. Arbetet med att lösa detta problem inleddes redan 2005. Under andra halvan av 2008 har myndigheter och marknadsdeltagare arbetat vidare med frågan om att införa en central motpart (CCP) för OTC-derivat.



## Varför kan trögheter uppstå i betalningssystem i tider av finansiell oro?

**B**anker genomför i regel dagligen stora betalningar i en centralbanks betalningssystem. Det sker genom att bankerna i början av dagen tillför likviditet till systemet genom att pantsätta värdepapper för att få tillgång till centralbankens intradagskredit.<sup>91</sup> Bankerna skickar sedan löpande in sina betalningsorder till systemet. Bankernas betalningar hanteras i systemet i realtid en efter en, det vill säga på bruttobasis. På enklaste sätt slutförs betalningar i den ordning som de har införts i systemet. Hur snabbt betalningarna genomförs beror dock på hur mycket likviditet bankerna tillför betalningssystemet. Om en bank tillför mycket likviditet avvecklas dess betalningar snabbt. Om en bank däremot tillför lite likviditet till systemet kan betalningarna sättas i en kö till dess att likviditet tillförs i form av att banken tar emot en inkommande betalning.

Bankerna gör hela tiden en avvägning mellan att tillföra mycket likviditet till systemet och att förlita sig på likviditet från inkommande betalningar. Att tillföra mycket likviditet innebär en kostnad för bankerna. Denna kostnad beror bland annat på sammansättningen i bankernas portföljer och därmed vilka möjligheter de har att lämna in säkerheter. En bank som tillför

mycket likviditet kan dock vara säker på att dess betalningar kommer att avvecklas tidigt, och att likviditeten räcker till. Däremot kan andra banker under dagen dra nytta av att en bank tillför mycket likviditet utan någon kompensation. Det innebär dessutom att det finns en risk att banken inte får tillbaka den förväntade likviditeten om en motpart låter bli att betala. En bank som i stället tillför lite likviditet har lägre likviditetskostnad men riskerar att behöva skaffa mer likviditet med kort varsel.

I tider av likviditetsbrist blir det mindre fördelaktigt att tillföra likviditet. Då är kostnaden högre och bankerna blir ofta mer försiktiga med att bidra med likviditet till andra. Bankerna kan därför välja att tillföra mindre likviditet och i stället vänta på inkommande betalningar. Till följd av detta ligger betalningar i kö och det tar längre tid för en dags betalningar att genomföras i systemet. När det dessutom råder brist på förtroende mellan bankerna ökar deras incitament att vara restriktiva med likviditet eftersom de ser en risk för att en motpart kan fallera och då kan hamna i ett läge där de saknar likviditet vid slutet av dagen. Under den pågående krisen har Riksbankens betalningssystem överlag fungerat utan störningar, och dessa problem har inte uppstått.

<sup>91</sup> Likviditet definieras i detta sammanhang som tillgång till omsättningsbara medel för att möta åtaganden. Likviditetsbegreppet måste även omfatta medel som är tillgängliga under olika tidshorisonter. I detta kapitel fokuseras på intradagslikviditet det vill säga den likviditet som instituten har tillgänglig för att möta sina åtaganden under dagen i betalningssystemet.

## Det nya tekniska systemet för stora betalningar i svenska kronor

**Riksbanken kommer att ersätta det nuvarande systemet för stora betalningar i svenska kronor (en del av RIX) med ett modernare tekniskt system.** Riksbanken tillhandahåller RIX-systemet, som möjliggör för bankerna att genomföra betalningar i svenska kronor till varandra. RIX-systemet är ett så kallat Real Time Gross Settlement-system (RTGS), vilket innebär att betalningarna avvecklas i realtid på brutto-basis. I systemet, som är navet i det svenska betalningssystemet, avvecklades i genomsnitt under 2007 transaktioner motsvarande 496 miljarder kronor per dag. I och med att kraven på funktionalitet i betalningssystemet har förändrats och den tekniska utvecklingen har gått framåt beslutade Riksbanken för ett antal år sedan att ersätta det gamla egenutvecklade systemet med ett nytt. Riksbanken kommer, liksom tidigare, att ansvara för driften av systemet.

**Nya funktioner i systemet bidrar till mer effektiv likviditetshantering och därmed lägre risk för deltagarna.** I det nya systemet finns totalt sex olika avvecklingsfunktioner. Några är avsedda för vissa typer av betalningar såsom BGC-, VPC- och CLS-betalningar och andra för betalningar mellan banker. Detta tillåter bankerna att styra sin likviditetsanvändning bättre. Vissa funktioner samlar dessutom de transaktioner som tar ut varandra och avvecklar dem tillsammans. På så sätt kan behovet av likviditet minskas. Dessutom finns det möjlighet för bankerna att prioritera betalningar och att reservera likviditet för vissa betalningar. Eftersom betalningar har blivit alltmer tidskritiska bedöms dessa tjänster bli efterfrågade. Det nya systemet bedöms öka effektiviteten i betalningssystemet samtidigt som förutsättningarna för säker avveckling av stora betalningar är oförändrade.

**Det nya systemet kommer att produktionssättas i början av 2009.** Denna senareläggning av startdatumet från det som tidigare var planerat, 6 oktober 2008, beslutades av Riksbanken i samråd med RIX-deltagarna. Beslutet togs mot bakgrund av de turbulenta marknadsförhållanden som rådde. Att sätta ett nytt tekniskt system i drift är alltid förknippat med en ökad risk för störningar.

## Förändringar på den svenska värdepappersmarknaden

**Euroclear har köpt VPC AB som är Sveriges centrala värdepappersförvarare (CSD) och har en central roll i hanteringen av värdepapper.** Svenska värdepapper existerar i dag endast som elektroniska registreringar och VPC AB tillhandahåller ett system för hantering och registrering av dessa. Systemet omfattar också konton över vilka man avvecklar alla transaktioner med svenska värdepapper. Dessutom håller

VPC AB ett register över ägare till värdepapper, vilket gör det möjligt att erbjuda tjänster i samband med företagshändelser som exempelvis utdelningar och fondemissioner.

**Euroclearkoncernen tillhandahåller tjänster för avveckling av värdepapper i Storbritannien, Irland, Nederländerna, Belgien, Frankrike och nu även i Sverige och Finland.** I Euroclearkoncernen drivs varje nationell värdepappersförvarare som en separat legal enhet, vilket innebär att eventuella nationella legala krav kring värdepappershanteringen tillgodoses. Euroclearkoncernen äger VPC som ett dotterbolag. Köpet omfattar även VPC:s dotterbolag, APK, vilket erbjuder CSD-tjänster i Finland. Euroclear är medlemsägt. Ägarspridningen hos Euroclear är dock stor, vilket innebär att ingen enskild ägare eller liten grupp av ägare har majoritetsmakt i företaget. Koncernen håller på att införa ett gemensamt system som kan avveckla alla transaktioner och även utföra övriga tjänster som i dag erbjuds av de nationella värdepappersförvararna. Den svenska marknaden kommer att flyttas över till detta system om tre till fyra år. De gränsöverskridande transaktionerna ska i det gemensamma systemet kunna avvecklas lika smidigt som nationella transaktioner avvecklas i dag.

**De delar av Euroclears verksamhet som är gemensamma övervakas i internationellt samarbete under ledning av Belgiens centralbank och den belgiska finansinspektionen.** Riksbanken kommer att ingå i samarbetet. De delar som fortfarande är nationella i sin omfattning övervakas av respektive lands centralbank.

**Motivet bakom försäljningen av VPC var att öka effektiviteten på den svenska värdepappersmarknaden.** Det sker genom att den svenska marknaden får del av de stordriftsfördelar som finns inom såväl registerföring som avvecklingsverksamheten inom en större koncern. Därtill har Euroclear redan investerat i ett nytt gemensamt system, vilket den svenska marknaden kan dra nytta av. Effektiviteten ökar också genom att svenska marknadsdeltagare får möjlighet att avveckla värdepapperstransaktioner från ett flertal marknader genom Euroclear. De kommer därmed att ha tillgång till fler marknader samtidigt som det blir lättare för andra att få tillgång till den svenska marknaden.

**En annan viktig förändring på den svenska värdepappersmarknaden är Nasdaq OMX:s beslut att erbjuda en central motpartstjänst för transaktioner med aktier på sina nordiska börser.**<sup>92</sup> Tjänsten kommer att introduceras på frivillig basis i januari 2009, och innebär att en central motpart kommer att erbjuda nettning<sup>93</sup> av transaktionsflöden och samtidigt hantera motpartsriskerna i aktiehandeln.<sup>94</sup> Då handel

92 Införandet av en central motpartstjänst är villkorat godkännande från berörda myndigheter.

93 Med nettning avses att man kvittar transaktioner mot varandra så att transaktionerna helt eller delvis tar ut varandra.

94 Se Sveriges riksbank (2002), "Central motpartsclearing i värdepappersmarknader", Finansiell stabilitet 2002:2.

med aktier sker anonymt på OMX Nordiska Börs Stockholm är den riskhanteringen ett värdefullt tillägg. För att uppmuntra deltagarna att nyttja tjänsten kommer Nasdaq OMX att erbjuda rabatt på handelskostnader till affärer som ska clearas via den centrala motparten. Vid halvåret 2009 förväntas den centrala motpartsclearingen täcka alla transaktioner.

**Nasdaq OMX har ingått ett intentionsavtal med European Multi-lateral Clearing Facility (EMCF) för leverans av den centrala motpartstjänsten och avser att köpa 22 procent av EMCF:s aktier.**

EMCF, som är ett dotterbolag till Fortis Bank, erbjuder redan centrala motpartstjänster för transaktioner i svenska aktier då den clearar de transaktioner som sker på handelsplatserna CHI-X och Nasdaq OMX Europe.<sup>95</sup> Från och med januari 2009 kommer den också att erbjuda central motpartsclearing i Sverige. När dessa tjänster är fullt utvecklade kommer transaktionerna från de nordiska börserna att hanteras separat från EMCF:s andra transaktioner. Detta innebär att de inte kommer att nettas med transaktioner från övriga börser och att riskhanteringen blir avskild. I slutet av 2009 kommer Nasdaq OMX även att införa det handelssystem som används i USA och i Nasdaq OMX Europe på de nordiska och baltiska marknaderna. Detta innebär en harmonisering av handelssystemen som dessutom ger möjlighet för deltagare på de nordiska börserna att handla med alla de aktier som kan handlas på Nasdaq OMX Europe.

**Euroclears köp av VPC och introduktionen av centrala motpartstjänster till den svenska aktiemarknaden ökar integrationen mellan den svenska finansiella infrastrukturen och de europeiska marknaderna.** Detta medför ökad effektivisering av hanteringen av transaktioner i svenska värdepapper. Samtidigt ökar dock beroendet mellan den svenska marknaden och de europeiska marknaderna. Hur det kan påverka risken för spridningen av likviditetsstörningar diskuteras i nästa avsnitt.

## Kanaler för spridning av likviditetsstörningar

Nedan beskrivs hur likviditetsstörningar kan uppstå inom ett avvecklingssystem och hur dessa påverkar systemets deltagare. Därefter förklaras hur likviditetsstörningar kan spridas från ett system till ett annat och hur det ser ut på den svenska marknaden.<sup>96</sup> Slutligen presenteras viktiga åtgärder för att motverka potentiella smittorisker. Avsnittet bygger till stora delar på den analys som publicerats i en rapport från BIS Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), "The Interdependencies of payment and settlement systems" i juni 2008.

<sup>95</sup> Se Sveriges riksbank (2008), "Finansiell stabilitet 2008:1, kapitel 4.

<sup>96</sup> Se Committee on Payment and Settlement Systems (2008), "The interdependencies of payment and settlement systems", BIS.

## ÖKADE BEROENDEN OCH RISKEN FÖR LIKVIDITETSSTÖRNINGAR

**Likviditetsstörningar kan uppstå inom ett avvecklingssystem eftersom banker ofta är beroende av inkommande betalningar för likviditet.** Under en och samma dag har bankerna stora åtaganden i form av betalningar som avvecklas i betalningssystem. För att täcka dessa åtaganden har bankerna likviditet i form av värdepapper som är belåningsbara hos centralbanken samt inkommande betalningar. De senare är av stor betydelse eftersom de bruttobetalningsflöden som strömmar genom betalningssystemen är avsevärt större än bankernas nettolikviditetsutflöde. Den förväntade inkommande likviditeten kan utebli om en motpart inte fullgör sina åtaganden eller om en operativ störning inträffar.

**Bankerna och avvecklingssystemen har rutiner och planer för att mildra effekterna av likviditetsstörningar.** Exempelvis erbjuds ofta i systemen lån av värdepapper som ett sätt att underlätta för deltagarna att genomföra sina transaktioner. Därtill har bankerna likviditetsbuffertar för att hantera uteblivna betalningar och även en beredskap för att snabbt tillföra mer likviditet till systemen. Trots detta kan det uppstå en betydande likviditetsbrist om en större mängd inkommande betalningar uteblir. I ett sådant läge kan en dominoeffekt uppstå eftersom deltagare i systemet är beroende av likviditetsöverföringar från varandra. Sådana likviditetsstockningar kan bli så pass stora att betalningssystemet helt stannar upp och inga transaktioner kan avvecklas vilket till slut kan leda till att låsta positioner uppstår, så kallad gridlock.

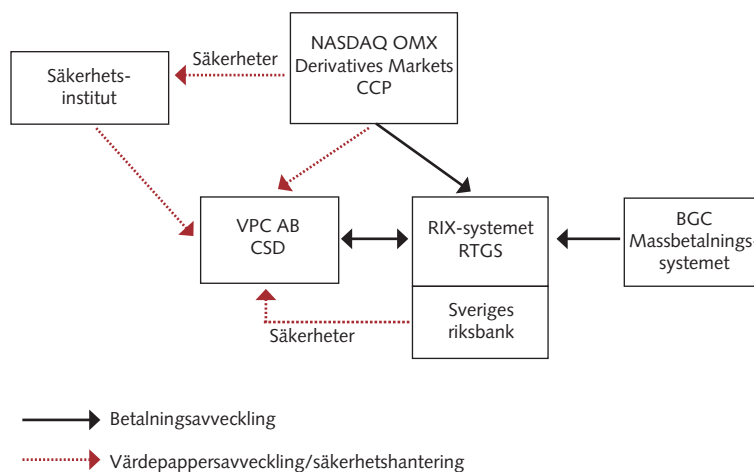
**Ett beroende mellan olika system innebär en ökad risk för spridning av likviditetsstörningar.** Likviditeten i ett avvecklingssystem kommer ofta direkt från ett annat avvecklingssystem. Exempelvis sker ofta avvecklingen av betalningar från olika system över konton i centralbanken som ett sätt att minimera kreditrisken i respektive system. För att detta ska vara möjligt har clearing- och avvecklingssystem byggt länkar till centralbankens betalningssystem. Detta innebär ett beroende mellan systemen och att likviditetsstörningar därmed kan spridas mellan olika system. Tack vare dessa beroenden har kreditrisken i systemen minskat även om likviditetsriskerna har ökat.

**Konsolidering på bankmarknaden och globaliseringen av bankernas verksamhet innebär att vissa banker blir deltagare i ett flertal system.** Om en bank exempelvis är en viktig deltagare i två system kan en likviditetsstörning spridas mellan systemen om banken drabbas av stora uteblivna betalningar i det ena systemet. Om allting fungerar bra kan banken låna upp motsvarande belopp under dagen. Men om detta inte är möjligt kan det leda till att banken inte kan tillföra nödvändig likviditet till det andra systemet. På detta sätt kan en likviditetsstörning i ett system leda till likviditetsbrist hos en viktig aktör, och i ett annat system. Till slut kan låsta positioner uppstå.

#### BEROENDEN PÅ DEN SVENSKA MARKNADEN

**Det finns starka beroendeförhållanden mellan de system som utgör den svenska finansiella infrastrukturen.** Diagram 4:1 nedan visar likviditetsflöden, värdepappersavveckling och hantering av säkerheter i det svenska finansiella systemet. I Sverige minimeras kreditrisken i massbetalningssystemet BGC, systemet som clearar derivat NASDAQ OMX DM samt i den centrala värdepappersförvararen VPC genom att respektive betalningar avvecklas på konton i centralbanken. Detta innebär att de tre systemen är direkt beroende av RIX-systemet för likviditet. På motsvarande sätt är såväl RIX-systemet som NASDAQ OMX DM beroende av en välfungerande central värdepappersförvarare för att stödja säkerhetshanteringen. Detta ömsesidiga beroende mellan betalningssystem och värdepappersavvecklingssystem är inte unikt för Sverige utan är likartat i många andra länder.

Diagram 4:1. Beroendeförhållanden mellan de svenska systemen



**De fyra storbankerna i Sverige är viktiga deltagare i alla svenska system och är även viktiga deltagare på andra nordiska och baltiska marknader.** Samtidigt har exempelvis Danske Bank en viktig ställning i de svenska systemen. Om en bank saknar likviditet helt eller försenar sina betalningar blir det kännbart för andra deltagare inom samma system och det finns stor risk att störningen sprider sig till andra system. Utöver de stora banker som är aktiva på ett flertal nordiska marknader finns det även länkar som binder samman infrastrukturen. De nordiska marknaderna har en gemensam derivatbörs och central motpart: NASDAQ OMX DM. Med införandet av centrala motpartstjänster kommer de nordiska marknaderna även att ha samma centrala motpart för aktietransaktioner. De svenska, danska och norska centralbankerna har dessutom byggt kanaler för överföring av centralbankslikviditet mellan länderna.<sup>97</sup> Detta ger bankerna ökad flexibilitet i likviditetsplaneringen men innebär samtidigt att betalningssystemen i viss mån kan vara beroende av varandra.

#### ÅTGÄRDER FÖR ATT MINSKA SPRIDNINGSRISKER

**Kraven på god likviditetshandling har ökat i takt med strukturella förändringar i den finansiella infrastrukturen.** Ökad integration och andra strukturella förändringar har lett till att allt högre krav ställs på bankernas förmåga att hantera och planera för korta likviditetshorisonter. Rapporten från CPSS understryker att finansiella institut och infrastrukturer bör inleda sin planering av risk- och likviditetshandling med en bred syn på marknaden och bygga upp en förståelse för källor till likviditetsstörningar. Analysen finner att beroendet mellan olika system gör att risken för likviditetsbortfall blir svårare att genomskåda och sannolikheten att en bank kan missbedöma sitt eget likviditetsbehov ökar.

**Då beroendeförhållandena är kända kan systemen och bankerna utveckla lämplig riskhantering för att minimera spridningsriskerna.** Bankerna gör dagliga prognoser som tar hänsyn till variationer i såväl sina egna som kundernas betalningsströmmar och kompletterar dessa med en likviditetsbuffert för oförutsedda händelser. Därutöver utreder systemägarna spridningsrisker och riskhantering som en naturlig del av varje samarbete med andra system. Detta arbete kräver internationella standarder för risk- och likviditetshandling. I Sverige används RIX-systemet för att tillföra likviditet i VPC vid starten av varje bankdag. En störning i RIX operativa system skulle därför kunna stoppa värdepappersavvecklingen under bankdagen. Riksbanken och VPC har därför kommit överens om att VPC kan bevilja intradagskrediter även när RIX operativa system inte fungerar och därmed skapa

<sup>97</sup> Likviditeten kan överföras mellan de nordiska betalningssystemen med hjälp av den så kallade Scandinavian Cash Pool. Den tillåter medlemmar i betalningssystemen i Sverige, Norge och Danmark att använda säkerheter från ett land för att få intradagskredit i ett annat lands betalningssystem. Till exempel använder banker denna tjänst för att omvandla svenska värdepapper till likviditet i till exempel danska kronor.

likviditet för att börja dagen. Smittoriskerna mellan dessa två system kan därmed hanteras. På liknande sätt kan systemägarna verkställa riskhantering som motverkar de spridningsriskerna som beroendeförhållandena medför.

**I CPSS-rapporten uppmanas centralbanker att utgå från en överblick av de existerande beroendeförhållandena för att kunna bedriva övervakning av systemen.** Anledningen till detta är att spridningsriskerna omfattar mer än ett system och inget system har incitament att hantera problemet isolerat. Det är därför myndigheternas roll att försöka påverka incitamenten. Att bankerna ska förstå de likviditetsriskerna som uppstår vid deltagande i betalnings- och avvecklingssystemen tillhör de principer för likviditetshantering som Baselkommittén har utarbetat. Dessutom ska bankerna i sin likviditetsplanering ta hänsyn till behovet av likviditet för transaktioner under dagen. Likviditetsplaneringen ska försäkra att bankerna kan fullgöra sina förpliktelser i betalningssystemet såväl under normala förhållanden som i kristillstånd. Riksbanken stödjer en ökning av myndigheternas fokus på hanteringen av likviditetsriskerna intradag förknippade med betalnings- och transaktionsflöden.<sup>98</sup>

**Genom bestämmelser om vilka tillgångar som är godtagbara som säkerheter för intradagskrediter kan Riksbanken påverka tillförseln av intradagslikviditet.** Riksbanken accepterar en diversifierad grupp av såväl inhemska som utländska tillgångar delvis för att minimera sitt eget beroende av den lokala värdepappersförvararen som sköter pantsättningen. Dessutom underlättar detta för bankerna att skaffa sig reservlikviditet. Utöver värdepapper från olika länder och i olika valutor kan bankerna även använda tillgodohavanden i danska och norska kronor eller euro som säkerhet.

<sup>98</sup> Se Basel Committee on Banking Supervision (september 2008), "Principles for sound liquidity risk management and supervision", BIS.



## ■ DEL 2. ARTIKEL



# ■ Från lokal till global – dagens finanskris sedd i ljuset av gårdagens

## Inledning

Den internationella finanskris som för närvarande pågår har lett till ett intensivt arbete med krishantering hos både marknadsaktörer och myndigheter. I detta arbete är det viktigt att försöka identifiera vad som har gått fel och varför. Likaså om krisen bemöts med relevanta krislösningar som återställer förtroendet, minimerar samhällets kostnader och minskar risken för moral hazard.<sup>99</sup> Såväl myndigheter som marknadsaktörer har mycket att lära av det som nu sker.

Trots att krisen fortfarande pågår är det viktigt att påbörja denna diskussion. Syftet med denna artikel är att försöka förstå den aktuella krisen med hjälp av erfarenheter från den svenska bankkrisen i början av 1990-talet.

Artikeln börjar med en jämförelse mellan vad som sker nu och vad som hände i Sverige i början av 1990-talet. Här belyses hur underliggande svagheter har byggts upp, hur dessa svagheter så småningom har manifesterats och hur krisen därefter har spridits. Med detta som utgångspunkt diskuteras därefter krishantering såväl teoretiskt som praktiskt. Artikeln avslutas med ett avsnitt om lärdomar och det framåtblickande arbetet.

## Krisens förlopp, i dag och på 1990-talet

I detta avsnitt beskrivs i korthet de underliggande svagheter som möjliggjorde den nuvarande krisen, de utlösande faktorerna och hur krisen kunde sprida och fördjupas. I en jämförelse med Sverige på 1990-talet framkommer flera likheter, men också betydande skillnader.

### UNDERLIGGANDE SVAGHETER

Såväl den nuvarande som den svenska 90-talskrisen har sitt ursprung i en överoptimistisk långivning med anknytning till fastigheter. I det aktuella fallet uppstod en amerikansk bostadsbubbla mellan 2001 och 2006. Låga räntor och stigande bostadspriser lockade många amerikaner att ge sig in på bostadsmarknaden. Låga priser på risk och god tillgång på kapital gjorde det möjligt att förse dessa människor med lån. Signifikativt var att antalet subprime-lån, det vill säga bolån till amerikanska hushåll med dålig eller okänd kreditvärdighet, ökade kraftigt.<sup>100</sup> Denna ökning var delvis politiskt betingad eftersom regelverket ändrades i mitten av 1990-talet i syfte att lätta upp kreditkraven för dessa låntagare.

Utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden sammanföll också med stora förändringar på finansmarknaderna, vilket

<sup>99</sup> Moral hazard kan exempelvis uppstå om aktörerna på finansmarknaden ändrar sitt beteende och tar större risker därför att de räknar med att staten kommer att skydda dem mot förluster.

<sup>100</sup> Subprime-lån utgjorde ca 15 procent av den totala bolånemarknaden 2006, vilket motsvarade 1 300 miljarder dollar enligt Inside Mortgage Finance. Siffrorna kan variera lite beroende på vad som definieras som subprime. Problemen har i huvudsak varit koncentrerade till den del av subprime-lånen som hade rörliga boräntor, ca hälften av lånen.

ytterligare bidrog till att öka tillgången på lån. Mest framträdande var utvecklingen på kreditmarknaden med finansiella innovationer som värdepapperisering, strukturerade produkter (sammansatta av värdepapperiserade lån och andra tillgångar) och kreditderivat. Dessa innovationer gjorde det enklare och billigare att handla med kreditrisk. Detta är i grunden bra då det kan innebära såväl högre avkastning som bättre diversifiering samt en effektivare kapitalanvändning. Det fanns dock flera svagheter i hur detta kom att användas.

Ett problem var att värdepapperiseringen till en del handlade om rent regelarbitrage. Genom att värdepapperisera tillgångar i juridiskt fristående investeringsbolag behövde bankerna enligt kapitaltäckningsreglerna inte hålla extra kapital för dessa på sina balansräkningar. Metoderna ökade mängden kreditrisk på marknaden i förhållande till mängden eget kapital, och en stor andel av kreditriskerna hamnade utanför banksystemet. Det hade inte utgjort något problem om riskerna varit rätt prissatta och hamnat hos kapitalstarka placerare (med eget kapital). Men så var inte alltid fallet. I stället skapades hävstångseffekter som har förstärkt krisen.

En annan underliggande svaghet var att dessa metoder gjorde det svårt att se var riskerna slutligen hamnade. Avståndet ökade mellan den som utgjorde risken (låntagaren) och den som tog på sig en del av denna risk (t.ex. köparen av en strukturerad produkt). En sådan situation ställer höga krav på genomlysning. Dålig genomlysning kan skapa incitamentsproblem hos vissa aktörer, exempelvis hos de som utfärdar lånen och säljer dem vidare, att göra en noggrann kreditbedömning. Det innebär också en risk för att alla produkter dras över en kam när undermåliga krediter uppdagas i vissa av dem. Att kreditprövningen blev så bristfällig berodde även på att riskerna med subprime-lån grovt underskattades. De förväntade låga förlusterna, speciellt i kombination med kreditförstärkande metoder, såsom kreditförsäkringar, möjliggjorde i sin tur höga kreditbetyg av kreditvärderingsinstituten. Dessa betyg hade en central roll för prissättningen då nya specialdesignade finansinstrument i allmänhet inte är föremål för någon regelbunden handel. Alltför få placerare ägnade tid åt att undersöka de underliggande riskerna och modellerna, eller de antaganden och data som låg bakom produkterna, utan nöjde sig med att konstatera ett högt kreditbetyg från ett etablerat kreditvärderingsinstitut.

Detta förlopp var inte helt olikt förspelet till den svenska bankkrisen i början av 1990-talet. Utvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden innan krisen sammanföll med stora avregleringar i den finansiella sektorn. Detta frigjorde utlåningsutrymme hos bankerna samtidigt som låntagarna hade uppdämda lånebehov. Tillsammans ledde det till snabbt ökad utlåning som kanaliserades till investeringar i bostäder och kommersiella fastigheter. De svenska finansbolagen, ofta ägda av eller nära anknutna till bankerna, spelade i vissa avseenden den roll som investeringsbolagen spelat i dag. Det var de som till stor del finansierade expansionen på bygg- och fastighetsmarknaden genom att ge ut så kallade marknadsbevis på penningmarknaden.

Och i likhet med många av dagens investeringsbolag var de en konsekvens av regelarbitrage. Genom finansbolagen kunde bankerna gå runt kreditrestriktionerna innan avregleringarna successivt genomfördes. Bankerna hade inte heller under regleringsperioden haft anledning att bygga upp långtgående system för kreditprövning och förlitade sig i hög grad på säkerheternas, främst fastigheternas, värdeutveckling.

En grundläggande skillnad mellan den svenska 90-talskrisen och dagens kris finns i själva modellen för bankernas låneverksamhet. Medan de svenska bankerna behöll sina lämnade krediter till förfall, bygger dagens bankverksamhet, framför allt i USA men också i andra länder, i mycket större utsträckning på modellen "låna och sälj" ("originate to distribute"). Den innebär att bankernas lån ompaketeras och säljs vidare i form av värdepapper. Till följd av det är bankerna mer sårbara för störningar på de marknader där produkterna säljs och av vilka de är beroende för att finna likviditet. Men även de svenska bankernas beroende av marknadsfinansiering har ökat i och med att insättningarna har minskat i relation till den totala finansieringen.

#### UTLÖSANDE FAKTORER

Vad gäller de utlösande faktorerna är likheterna också tydliga. Den utlösande faktorn till den nuvarande krisen var fallande priser på bostadsmarknaden i USA. Denna utveckling hade sin bakgrund i en generellt försämrad konjunktur och stigande räntor. Subprime-låntagare drabbades speciellt hårt eftersom deras låneränta ofta var rabatterad under de första åren men ökade från 2005 samtidigt som fastigheternas värde sjönk. Betalningsproblem hos låntagarna ledde snabbt till kreditförluster. Under våren 2007 började det stå klart att kreditförlusterna skulle bli långt större än vad som hade förväntats.

Flera hedgefonder med exponeringar mot subprime-lån, bland annat fonder skapade av UBS och Bear Stearns, gjorde under våren och sommaren 2007 stora förluster. När finansierarna ville dra sig ur blev fonderna tvungna att sälja sina tillgångar. Men eftersom kreditvärderingsinstituten hade börjat sänka kreditbetygen, och betygen varit tongivande för hur instrumenten värderades, tappade finansmarknaderna mer eller mindre förtroendet för allt som kunde tänkas innehålla subprime-lån. Priserna föll drastiskt och tämligen snart blev marknaderna för flera av dessa produkter illikvida – det fanns inte längre några köpare.

Den svenska krisen på 1990-talet utlöstes också av en konjunkturavmattning. Denna ledde till fler konkurser än förväntat och en snabbt stigande arbetslöshet. Fastighetspriserna vände kraftigt nedåt, främst för kommersiella fastigheter. Många låntagare fick problem att fullgöra sina betalningar samtidigt som säkerheternas värde försvagades. Detta ökade osäkerheten kring finansbolagen och ledde snart till en finansieringskris där många finansbolag hade svårt att omsätta sina marknadsbevis. Ett stort antal finansbolag, däribland flera relativt stora, gick omkull.

## SPRIDNING OCH FÖRDJUPNING

Den nuvarande krisen spred sig till bankerna genom att deras investeringsbolag hade investerat i amerikanska bolån. När det fanns skäl att misstänka att subprime-lån ingick i deras tillgångar föll efterfrågan på deras utgivna värdepapper kraftigt. Problemen tilltog också eftersom det utvecklades en generell skepsis mot ratinginstitutens förmåga att betygsätta alla strukturerade produkter, även för de som inte innehöll subprime-lån. När investeringsbolagens tillgångar inte längre var likvida tvingades moderbankerna snart att uppfylla olika likviditetsgarantier man lämnat i samband med att bolagen upprättats. Garantierna var ibland av formell natur, till exempel att banken förbundit sig att lösa in certifikaten om inte investeringsbolaget gör det. Exempelvis fick två tyska banker, IKB och Sachsen Landesbank, stora problem sommaren 2007 då deras investeringsbolag ville använda bankernas kreditlöften eftersom de gjort stora förluster. Men garantin kan också vara av informell natur, till exempel för att skydda bankens goda renommé. Bear Stearns sköt exempelvis till mycket stora belopp till en av sina hedgefonder under sommaren 2007 utan att vara juridiskt förpliktigad att göra detta. Problemen utanför bank-systemet visade sig alltså snabbt bli reella problem även för bankerna.

I detta läge spred sig misstänksamheten genom banksystemet och bankerna började efterfråga säkra och likvida placeringar. Banker som hade investeringsbolag ville ha en likvid buffert för att klara sina eventuella garantiåtaganden. Och banker utan investeringsbolag ville inte ta risken att låna ut till ett institut som kunde tänkas få problem. Misstron drabbade alla banker eftersom det var osäkert var i bank-systemet kreditriskerna verkligen fanns. Följaktligen steg räntan på interbankmarknaderna kraftigt. Oviljan att låna ut pengar slog hårt mot de institut som var beroende av att finansiera sig på marknaden, bland annat mot Northern Rock som i september 2007 tvingades söka nödkredit hos Bank of England.

Banker och andra aktörer har med tiden tvingats låna allt större volymer till allt kortare löptider. Sjunkande marknadspriser på tillgångar har lett till stora nedskrivningar, vilket tvingat ägare att skjuta till kapital och institut att minska sina balansräkningar. Det senare har spätt på prisfallet och lett till nya nedskrivningar. Banker har också fått ta över stora kreditvolymer från marknaden när investerare i mindre utsträckning vill finansiera kreditportföljer där riskerna är svåra att värdera. Detta har medfört att andelen lån i bankernas balansräkningar har vuxit, och därmed också behovet av kapital och likviditetsbuffertar. Den försämrade utvecklingen förvärrades av att många strukturerade produkter var försäkrade av speciella bolag som försäkrar obligationer, så kallade monolines.<sup>101</sup> När en betydande del av de underliggande tillgångarna föll i värde ökade risken för att försäkringsbolagen skulle tvingas infria sina åtaganden. När kredit-

101 En informationsruta om monolines finns i Finansiell stabilitet 2008:1.

betygen för flera monolines sänktes under 2008 ledde det till ytterligare osäkerhet om värdet på olika tillgångar i det finansiella systemet.

Krisen har under hösten 2008 förvärrats och drabbat stora delar av det finansiella systemet. De stora amerikanska statligt understödda bolåneinstituten och de stora investmentbankerna, som var centrala i handeln med kreditrisker, har drabbats hårt. Spridningseffekterna av Lehman Brothers ansökan om konkursskydd i september orsakade ytterligare osäkerhet i det globala finansiella systemet. Under hösten har krisen på allvar drabbat även Europa, speciellt de länder vars banker är kraftigt beroende av marknadsfinansiering eller exponerade mot den amerikanska marknaden eller andra vikande fastighetsmarknader. Men även länder med banksystem som är obetydligt exponerade mot problemtillgångarna, exempelvis Sverige, har kommit att påverkas tydligt av de dåligt fungerande internationella marknaderna.

Det finns några likheter med den svenska bankkrisens spridning och fördjupning. De flesta finansbolagen, där problem först uppstod, var juridiskt fristående från de svenska bankerna. Men många bland allmänheten, kunder och andra aktörer, förknippade flera av finansbolagen med vissa banker. Därför såg sig många banker nödsakade att stödja dessa "närstående" bolag med exempelvis likviditet, eftersom problem hos dem riskerade att återfalla på bankens rykte.

Det finns även likheter när det gäller kreditförsäkringar. När kreditförlusterna steg kraftigt kunde det stora försäkringsföretaget Svenska Kredit inte fullgöra sina åtaganden och gick följaktligen i konkurs. Det spädde i sin tur på problemen för bankerna. Kreditförlusterna<sup>102</sup> växte sig så kraftiga i vissa banker att deras kapitaltäckningsnivå sjönk under lagstadgade åtta procent. Eftersom det inte alltid fanns tillräckligt stöd från aktieägarna blev staten tvungen att ingripa. Den försämrade situationen i sin tur gjorde utländska investerare oroliga och de skar ned sin kreditgivning till alla svenska banker, vilket ledde till ytterligare problem.

#### SKILLNADER MELLAN KRISERNA ÄR STÖRRE ÄN LIKHETERNA

Även om det här har framkommit flera likheter mellan kriserna finns det på ett övergripande plan viktiga skillnader mellan dem. En grundläggande sådan är att den nuvarande krisen är spridd på ett stort antal olika marknader, tillgångstyper, institut och inte minst länder. Denna komplexitet och spridning har lett till större förtroendeförluster än under den svenska bankkrisen. Dels för att genomlysningen i dag är sämre, dels för att det är frågan om att även hantera andra kategorier av institut såsom investmentbanker, försäkringsbolag och bostadsgarantiinstitut. En annan fundamental skillnad är att marknaderna på sina håll har slutat att fungera. Under krisen på 1990-talet fungerade alltid de internationella marknaderna och den lokala svenska mark-

102 Genomgående i den svenska bankkrisen var att förlusterna till stor del kom från en fastighetsrelaterad långgivning – främst till fastighetsförvaltande och fastighetsbyggande bolag. Förlusterna på krediter till industri- och tjänstesektorerna var begränsade men ökade på grund av lågkonjunkturen. Förlusterna på lån till privatpersoner var beloppsmässigt små, ca 10 procent av de totala förlusterna, trots att dessa lån svarade för en mycket större andel av den totala lånevolymen.

naden fungerade överlag. Problemet för staten var i praktiken att återupprätta motparternas förtroende för de svenska bankerna. Idag fungerar inte olika interbankmarknader, marknader för strukturerade produkter och säkerställda obligationer samt valutaswapmarknader. Det gör den nuvarande krisen betydligt svårare att analysera och förutsäga. Det innebär också att den har olika karaktär i olika länder. Den akuta fasen av krisen som Sverige för närvarande upplever har få beröringspunkter med den på 1990-talet. De svenska bankerna har inte gjort stora kreditförluster eller varit exponerade mot de problemfyllda tillgångarna. Däremot påverkas de av problemen på de internationella marknaderna som gör att de inte längre kan finansiera sig utomlands och minskar därför sina exponeringar i syfte att bygga upp likviditetsbuffertar.

### Krishantering – i teorin och i praktiken

Hur ska man hantera en finansiell kris? Tidigare kriser, sätten de hanterats på och utgången i de olika fallen ger viss vägledning. Riksbankens syn på krishantering är naturligtvis präglad av erfarenheterna från den svenska bankkrisen på 1990-talet. Svaret på frågan beror givetvis också på krisens karaktär. Ingen kris är identisk med någon annan, vilket medför krav på en grad av frihet i krishanteringen.

För att uppnå större transparens och förutsägbarhet kan man dock argumentera för att lösningsalternativen bör ligga inom ett i förväg presenterat ramverk. Ett sådant kan begränsa oönskade beteenden genom att konsekvenser tydliggörs. Dessutom ökar förutsättningarna för att nå lösningar som inte gynnar eller missgynnar vissa institut eller andra marknadsaktörer. Det är en fördel om ett sådant ramverk för krishantering finns i förväg. Om det i stället måste införas under en pågående kris är alternativet inledningsvis begränsade, vilket riskerar att förlänga krisens förlopp. Det är också önskvärt om sådana ramverk är harmoniserade mellan länder för att upprätthålla jämlika konkurrensförhållanden och hindra att förtroendeförluster sprider sig.

I detta avsnitt diskuteras inledningsvis övergripande vad erfarenheter och forskning lärt oss om vad som bör ingå i ett sådant ramverk. Därefter redogörs i mer detalj för hur olika lösningsförslag kan se ut. I avsnittet kommer det löpande att relateras till den krishantering som sker i dag och den som skedde i Sverige i början av 1990-talet.

#### ÖVERGRIPANDE PRINCIPER FÖR KRISHANTERING

Det övergripande målet i hanteringen av en finansiell kris är att få det finansiella systemet att fungera igen. Det är alltså systemet och dess funktionssätt som ska värnas och inte de enskilda instituten och deras ägare.

Det finns inga internationellt fastställda principer för krislösningar, men erfarenheterna från många kriser, däribland den svenska, visar att följande principer främjar goda lösningar:



- En förutsättning för att myndigheter ska ingripa är att det finns risk för en systemkris.<sup>103</sup> Antingen genom att vissa marknader fungerar dåligt eller genom att problem i enstaka institut riskerar att spridas. Om myndigheterna ingriper i fall utan systemriskkaraktär stör man marknadskrafterna och riskerar onödiga kostnader för staten.
- Ingripanden ska ske så tidigt och snabbt som möjligt. Avsikten med detta är att minska den turbulens som uppstår i samband med akuta kriser och som riskerar att sprida sig till andra institut och marknader. Ju längre tid en lösning tar i anspråk, desto större blir kapitalförstöringen i ekonomin samt spridningsriskerna.
- Vid ingripanden ska myndigheterna vara koordinerade och ha tydliga roller. Erfarenheterna visar att i de fall myndigheter agerat eller uttalat sig motstridigt mot varandra har problemsituationen förvärrats. Bland annat minskar allmänhetens förtroende för att myndigheterna har kontroll över situationen. Det är också en stor fördel om de politiska partierna åtminstone i stort är eniga om vilka åtgärder som behöver tillgripas. Politiskt väl förankrade lösningar har större möjlighet att vinna förtroende, speciellt om regelverk för hantering av banker i kris saknas.
- Största möjliga öppenhet ska råda både om de uppkomna problemen och om lösningarna. Givetvis kan känsliga förhållanden behöva hållas hemliga under korta perioder, exempelvis medan en lösning söks, men på sikt är öppenhet bättre än rykten.
- De valda lösningarna ska minimera risken för moral hazard-beteende i dag och i framtiden. Detta sker exempelvis genom att (i) där så är lämpligt låta probleminstituten träda i likvidation eller säljas; (ii) låta tidigare aktieägare lida förluster i de fall staten måste rädda banker med kapital; eller (iii) använda straffräntor och andra villkor som avstyr överutnyttjande av hjälpinsatser.
- Varje krislösning bör utformas så att den innebär lägsta möjliga kostnad för samhället ("skattebetalarna"). Som kostnad måste då räknas inte bara finansiella kostnader utan även sidoeffekter på samhällsekonomin. Om staten har kostnader för en krislösning ska den också ha del i den vinst som kan uppkomma i framtiden om den rekonstruerade banken har framgång.

Ovan nämnda principer har i de flesta fall, men inte alltid, uppfyllts under den nuvarande krisen. Det finns exempel på att myndigheter i vissa länder inte lämnat koordinerade besked, att krislösningar dragit ut på tiden och att intransparenta lösningar har tillämpats. Även i den svenska krisen på 1990-talet följdes principerna i stor utsträckning, men inte alltid; till exempel innebar krishanteringen i det initiala skedet inte att staten fick en del i framtida värdeökningar.

<sup>103</sup> Det finns även andra skäl, till exempel för att minska kostnaderna för insättningsgarantin eller för att värna konsumentskyddet.

## METODER FÖR KRISLÖSNINGAR

Man kan skilja på generella krislösningar som syftar till att hjälpa hela eller delar av det finansiella systemet och på krislösningar som inriktar sig på hanteringen av enskilda probleminstitut.

**Generella krislösningar**

När hela eller stora delar av banksystemet samtidigt drabbas, till exempel av ohanterligt stora kreditförluster eller en allmän förtroendekris, är statens ingripande oftast oundvikligt. Samtidigt är krishanteringen vid större kriser ofta reaktiv. Myndigheter och andra aktörer måste hela tiden lösa de mest akuta problemen på marknader och bland institut. Det finns dock en hel del proaktiva lösningar, till exempel att förstärka insättningsgarantin, tillfälligt stoppa vissa marknadsaktiviteter eller införa större krispaket. Nedan redogörs för olika typer av åtgärder som finns att tillgå beroende på situationen.

*Likviditetsfrämjande åtgärder*

Vid störningar på interbankmarknaden kan en åtgärd vara att ge likviditetstillskott till banksystemet, till exempel genom de stående faciliteterna. Centralbanker kan även hålla auktioner på likviditet med olika löptider och mot säkerheter av god kvalitet, men som blivit mindre likvida på marknaden. Det är dock inte säkert att dessa åtgärder får avsedd effekt om förtroendeförlusterna vuxit sig för stora mellan institut. Så länge som det finns tveksamheter om tillgångars värde och det egna kapitalet bland banker är risken stor att de väljer att sitta kvar på likviditeten var för sig och bara lånar ut över natten i betalningssystemet. Under den nuvarande krisen har centralbanker fortsatt hålla likviditetsauktioner dels i större volymer, dels genom att godta fler tillgångar som säkerheter. Det har dock mestadels bara lindrat de enskilda institutens likviditetsproblem och inte de övergripande problemen i det finansiella systemet.<sup>104</sup> Flera centralbanker, däribland Riksbanken, har även tillsammans med Federal Reserve inrättat tillfälliga, ömsesidiga valutaarrangemang (swapfaciliteter) för att hantera den ansträngda situationen på marknaderna för kortfristig upplåning i dollar.

*Insättningsgarantisystem*

För att minska allmänhetens oro och därmed sannolikheten för uttagningsanstormningar är det viktigt att det finns ett system för insättningsgaranti som är förtroendeingivande. Det förutsätter att systemet är enkelt att förstå, omfattar de flesta insättare och deras insättningar, har rutiner för att betala ut medel snabbt och har trovärdig finansiering. Under den nuvarande krisen har flera länder förstärkt sin insättningsgaranti genom att dels höja beloppen, dels utvidga mängden konton som täcks. I några länder, bland andra Tyskland och Österrike, har regeringarna gått ut och garanterat bankinsättningar till fullo. I

<sup>104</sup> Centralbankernas åtgärder finns beskrivna i en ruta på sidan 37. Även i Sverige har liknande åtgärder genomförts under hösten 2008, se ruta på sidan 40.

Danmark enades regeringen och bankerna i oktober om ett garanti-paket som ska skydda spararna full ut. Bankerna betalar en premie till staten för detta skydd. Inom EU har finansministrarna enats om att kraftigt höja miniminivån på insättningsgarantierna.

#### *Ändra spelreglerna på marknaden*

Inom denna kategori av lösningar ryms en uppsjö av alternativ, från att ändra redovisningsregler eller värderingsprinciper i regelverk till att ge myndigheterna rätt att nationalisera institut. Under den nuvarande krisen har vissa redovisningsregler redan ändrats och nationalisering genomförts i vissa länder såsom Storbritannien, Island och Sverige. En lärdom av den svenska bankkrisen, men även av andra länders kriser, är att transparens och en försiktig värdering av bankernas tillgångar är bra. Undviker bankerna att bokföra tillgångar till de verkliga värdena och erkänna de uppkomna förlusterna, skapas en osäkerhet som minskar investerarnas intresse och fördröjer en kommande normalisering av priserna. I Sverige valde man en striktare väg för värderingarna under krisen på 1990-talet, vilket kortsiktigt förvärrade krisen men också ledde till att priserna nådde botten förhållandevis snabbt och marknaden kunde börja fungera igen.

#### *Krispaket*

Vid större problem är ofta lösningen att införa ett omfattande krispaket där olika delar avser ta hand om olika delproblem. Under den nuvarande krisen har ansvariga myndigheter runt om i världen vidtagit eller planerar att vidta åtgärder för att stabilisera de globala finansmarknaderna, bland annat USA, Japan och ett stort antal EU-länder, däribland Sverige.

Det amerikanska krispaketet på sammanlagt 700 miljarder dollar hade initialt som uttalad uppgift att köpa upp och flytta ut dåliga tillgångar från bankernas balansräkningar. Successivt har man dock övergivit denna idé och istället prioriterat att kapitalisera bankerna genom köp av preferensaktier, vilka ger staten förtur till framtida vinstutdelningar. Storbritanniens krispaket innebär utlåning av statspapper mot bostadslånepapper, garantier för interbanklångivningen och 50 miljarder pund i nytt aktiekapital (mot preferensaktier eller liknande om det utnyttjas) till kreditinstitut.

I oktober enades EU-länderna om ett gemensamt åtgärdsprogram för att hantera den finansiella oron. Paketet inbegriper att skapa nationella institutioner och möjligheter att hantera problembanker samt specifika garantier för att säkra bankernas finansiering med skuldebrev. Genom att EU-länderna uppnått en i stort sett harmoniserad lösning minskar risken att problemen söker sig till landet med det svagaste skyddet. Dessutom slås det fast att varje land ska ta ansvar för problemen i det egna landet. En stor majoritet av EU:s medlemsstater har aviserat att de avser att genomföra paketet. I de flesta länder kommer möjligheten att erhålla garantier att stå öppen under sex till tolv månader och en erhållen garanti gäller sedan lika länge som det

garanterade papperet, det vill säga upp till fem år. Skulle kreditinstitut få solvensproblem kan staten gå in med andra garantier eller med kapitaltillskott, i första hand mot preferensaktier för att säkra staten en del i värdeökningen om banken kommer ur problemen.

En av de mest drastiska åtgärder en stat kan göra vid en finansiell kris är att införa en generell bankgaranti som garanterar återbetalning av alla fordringar på banksektorn utom aktieinnehav. En mildare variant är att staten på liknande sätt inför en generell likviditetsgaranti som garanterar att instituten får tillgång till erforderlig likviditet. Under den svenska krisen infördes 1992 en allmän statlig garanti för fordringar på samtliga svenskägda banker samt några kreditinstitut. I samband med detta inrättades Bankstödsnämnden som övergripande myndighet för krislösningar. En annan åtgärd som vidtogs då var likviditetsstöd i form av insättningar från Riksbanken i utländsk valuta i bankerna. Under den nuvarande krisen har några länder infört bankgarantier som ligger nära de generella, bland annat Irland (se ruta Internationella myndigheters åtgärder).

Det svenska åtgärds paketet under den nuvarande krisen följer överenskommelsen i EU. Kreditinstitutens kortsiktiga likviditetssituation hanteras genom åtgärder som Riksbanken och Riksgälden redan har vidtagit och kommer att vidta. Dessutom införs dels ett garantiprogram för att stödja bankernas medelfristiga finansiering, dels en stabilitetsfond som byggs upp av avgifter från instituten. Stabilitetsfonden införs för att hantera eventuella framtida solvensproblem i ett svenskt institut utan att belasta skattebetalarna. Garantiprogrammet är frivilligt för solventa svenska kreditinstitut. Garantin kan avse i princip alla typer av nyttgivna obligationer, bankcertifikat och andra skuldförbindelser (till exempel säkerställda obligationer) som har en löptid under tre månader eller över tre år.<sup>105</sup> Efterställda, komplexa och strukturerade produkter undantas men det finns ingen restriktion vad gäller valuta. Om garantierna inte räcker utan en bank behöver kapitalstöd kan detta ges mot preferensaktier. Om det är av synnerlig betydelse från allmän synpunkt ska staten under vissa förutsättningar ha rätt att lösa in en ägares aktier i ett kreditinstitut.

### Krislösningar för enskilda institut

När det gäller ingripanden i enskilda finansiella institut i kris finns ett antal alternativ till hands och valet beror på den individuella situationen och den nationella lagstiftningen. Ett institut kan ha:

- tillfälliga problem men bedöms klara av alla sina förpliktelser såsom kapitaltäckningskrav;
- mer omfattande problem och temporärt svårt att uppfylla vissa förpliktelser, men ändå bedömas som långsiktigt livskraftigt; eller
- allvarliga problem, svårt att uppfylla förpliktelser och inte ens efter rekonstruktionsåtgärder bedömas som livskraftigt.

<sup>105</sup> För säkerställda obligationer gäller en löptid som överstiger 90 dagar men inte fem år.

Hanteringen av institutet bör bero på vilken kategori av problem det rör sig om samt även på institutets betydelse för det finansiella systemet. I det följande beskrivs olika alternativ. Utöver vad som nämnts ovan avgör marknadssituationen om och när de kan tillämpas.

### *Marknadslösningar*

Att låta marknadskrafterna råda bör alltid vara förstahandsalternativet, men för solventa finansiella institut med tillfälliga likviditetsproblem finns möjlighet för centralbanken att medverka till att avhjälpa problemet. Om problemen beror på en felaktig misstro mot institutet kan myndigheterna tillföra korrekt information till marknaden. Centralbanker kan bevilja likviditet från fasta utlåningsfaciliteter eller, om så behövs, medge temporär kredit på särskilda villkor, så kallad nödkredit. Ett alternativt sätt är att ställa ut garantier som medför att institutet kan låna på marknaden. I princip ska ett ingripande bara ske för att överbygga likviditetsproblem som uppstått till följd av att marknaden inte allokerar likviditet optimalt – vilket förutsätter att institutet är livskraftigt. Om nödkredit ges till institut som även behöver mer kapital bör insatsen vara en del av ett trovärdigt och hållbart rekonstruktionspaket. Under den svenska bankkrisen gav Riksbanken nödkredit till Gotabanken för att möjliggöra en ordnad avveckling inom ramverket för bankstödet. Under den nuvarande krisen har nödkrediter beviljats i specifika fall. I Storbritannien fick Northern Rock nödkredit under hösten 2007 för att hållas vid liv under den pågående uttagsanstormningen. I USA fick Bear Stearns nödkredit i mars 2008 för att vinna tid att finna en privat lösning. Riksbanken beviljade Kaupthing Bank Sverige AB och Carnegie Investment Bank nödkrediter i oktober 2008 och Roskilde Bank fick garantier av Danmarks centralbank i juli 2008.

Även då ett institut har mer omfattande problem bör i första hand en marknadslösning sökas, exempelvis genom att bankens ägare står för omstrukturering och rekapitalisering eller att en annan bank köper problembanken. Sådana privata lösningar minskar risken för marknadsoro och belastar inte skattebetalarna. Utsikterna för att uppnå privata lösningar beror givetvis på situationen. Bland annat måste det finnas kapitalstarka ägare, andra finansiella institut eller placerare som ser en ekonomisk fördel med lösningen, vilket medför att probleminstitutet måste bedömas som överlevnadsdugligt. En pådrivande faktor kan vara om alternativen till en privat lösning upplevs som oattraktiva. Under den svenska bankkrisen på 1990-talet förekom några få fall av privata lösningar, bland annat valde ägarna i SEB att själva skjuta till kapital genom en nyemission i stället för att använda den statliga "bankakuten". Under den nuvarande krisen har det förekommit desto fler privata lösningar. Exempelvis köpte Bank of America bolåneinstitutet Countrywide och investmentbanken Merrill Lynch i USA. Investmentbankerna Goldman Sachs och Morgan Stanley valde att ombilda sig till vanliga affärsbanker för att förbättra sin situation under de rådande marknadsförhållandena. I Storbritannien köpte Lloyds upp HBOS utan statligt stöd.

Om en privat lösning inte kan uppnås och institutet inte bedöms vara viktigt för den finansiella stabiliteten bör det tillåtas gå i konkurs/likvidation. Under den svenska bankkrisen lät myndigheterna ett stort antal finansbolag gå i konkurs, men endast en bank nämligen Gota-bankens holdingbolag. Under den pågående krisen valde myndigheterna i USA att inte hjälpa investmentbanken Lehman Brothers. När ingen privat lösning kunde nås ansökte Lehman Brothers om konkurs-skydd enligt det som kallas Chapter 11.<sup>106</sup>

#### *Underlättade privata lösningar*

På grund av osäkerheten om problembankers värde kan staten behöva "underlätta" ett uppköp eller en fusion, exempelvis genom att tillskjuta lite kapital eller garantera vissa av bankens tillgångar. Om denna lösning är mindre kostsam för samhället än andra alternativ (till exempel en konkurs eller nationalisering) bör den alltid väljas. I den svenska bankkrisen tillämpades denna metod i ett fall. Sparbankernas Bank erhöll statliga lån och garantier mot att den åtog sig att ta över ägaransvaret för Första Sparbanken. I den nuvarande krisen var JP Morgans köp av Bear Stearns underlättat av Federal Reserve genom lånegarantier. I Storbritannien underlättades Abbey Nationals köp av Bradford & Bingleys kontorsnät och inlåningsverksamhet av att staten utlöste insättningsgarantin och överförde hela inlåningsstocken i kontanter till köparen. Utsikterna för att uppnå en sådan lösning beror också på situationen. Om marknaden är för instabil eller tillgångarna för osäkra kan även en statligt assisterad lösning vara omöjlig att nå eller bli för kostsam för staten. Det senare inträffade i Storbritannien under hanteringen av Northern Rock.

#### *"Bridge bank"-lösningar*

Ett alternativ till privata lösningar är att skapa en "bridge bank". Detta är ett företag under nytt namn, vanligen ägt av staten, som tar över problembankens tillgångar och skulder. Syftet är att fortsätta driva banken samtidigt som man söker en lösning genom att sälja av delar av den eller i bästa fall hela banken. En fördel med metoden är att myndigheterna får mer tid till att ordna upp och sälja banken, vilket kan bli billigare för staten än exempelvis en konkurs eller underlättad privat lösning. Metoden är vanligt förekommande i USA, där man ofta använder pengar från insättningsgarantin i processen. Exempelvis tog myndigheterna över banken IndyMac och öppnade i stället IndyMac Federal Bank inom loppet av en helg sommaren 2008. Lagen som möjliggör detta gäller dock bara affärsbanker; den kunde således inte tillämpas på exempelvis Bear Stearns. Metoden användes även i augusti 2008 av de danska myndigheterna när de omvandlade Roskilde Bank till en ny bank med stöd av Det Private Bankselskab.

<sup>106</sup> En lagparagraf som skyddar företaget mot dess fordringsägare under en period under vilken företaget kan rekonstrueras eller avvecklas under ordnade former.

### *Stöd till öppen bank*

Staten kan ge stöd till öppen bank, vilket innebär att staten och eventuellt andra parter ger solvensstöd till en bank som fortsätter att fungera i eget namn. En sådan lösning väljs ofta för att alternativen är begränsade eller för att staten redan är storägare i banken. Det är därför speciellt viktigt att detaljerna i lösningen utformas så att de inte skapar moral hazard.<sup>107</sup> I den svenska bankkrisen tillämpades metoden i form av kapitalstöd till Nordbanken (där staten var storägare) och i form av kapitaltäckningsgarantier till Föreningsbanken. I det senare fallet fick Föreningsbanken betala en avgift för garantin och staten hade erhållit preferensaktier om den hade utnyttjats. Under den nuvarande krisen har lösningen tillämpats vid flera tillfällen. Den tyska banken IKB räddades av att den störste ägaren, den statliga banken Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), tillförde stora belopp under 2007. I USA räddades försäkringsbolaget AIG i september 2008 genom ett federalt lån i utbyte mot aktier. De amerikanska bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac fick statliga garantier under 2008. Storleken på dessa amerikanska företag närmast uteslöt privata lösningar, för att inte nämna konkurser, och då återstod bara stöd eller nationalisering. Under hösten 2008 gick Benelux-ländernas regeringar in med stöd till banken Fortis mot ägarandelar i ett första steg, sedermera valde länderna olika lösningar.

### *"Bra bank/Dålig bank"-lösningar*

Banker som har mer omfattande problem kan delas upp i en "bra bank" respektive en "dålig bank". Den "bra" delen av banken får behålla de värdefulla tillgångarna, medan de problemfyllda tillgångarna (såsom dåliga krediter) förs över till en nyskapad avvecklingsenhet (en AMC), den "dåliga" banken. De dåliga tillgångarna ges ett marknadsvärde och avvecklingsenheten kapitaliseras (ofta av staten) och inriktar sig sedan på att sälja av tillgångarna, ofta över lite längre tid för att invänta att priserna stabiliseras. En fördel med denna metod är att den bra delen av banken slipper belastas med hanteringen av dåliga tillgångar och kan börja fungera igen. Däremot belastas bankernas balansräkning i de fall tillgångarna inte redan skrivits ned till försiktiga marknadsvärden. Genom att samla de dåliga tillgångarna kan man ta in expertis för att på bästa sätt förädla värdena i dem innan de säljs. I den svenska bankkrisen tillämpades denna metod på Gotabanken och Nordbanken. Bankernas dåliga lån och tillhörande säkerheter flyttades till varsin AMC som ägdes av staten, Retriva respektive Securum. Retriva och Securum var vanliga bolag, ej banker, och arbetade på kommersiella villkor med att förädla och avyttra tillgångarna. I slutändan täcktes alla kostnaderna för staten. Den goda delen av Gotabanken såldes till den goda delen av Nordbanken som i dag är en del av Nordea. Under den rådande krisen har metoden däremot används sparsamt. Innan ansökan om konkursskydd försökte

<sup>107</sup> Alltför gynnsamma lösningar för tidigare ägare och bankledning gör att de och andra frestas att i framtiden agera på ett osunt riskfyllt sätt.

exempelvis Lehman Brothers själva åstadkomma en uppdelning i en bra del respektive en dålig del. Även en del amerikanska monolines har försökt dela upp sig på detta vis, det vill säga med ett separat bolag för de problemfyllda strukturerade produkterna och ett annat för de traditionella kommunala obligationerna som de försäkrat. De amerikanska och spanska myndigheternas planer att köpa upp dåliga tillgångar från sina banksystem påminner dock om idén, men i långt större skala och det återstår att se om värdena på tillgångarna blir konservativt satta.<sup>108</sup>

#### *Nationalisering*

Staten kan nationalisera ett institut. Det innebär att staten tar över banken helt efter att ha bedömt att inga andra lämpliga alternativ finns, inräknat att banken av olika skäl inte bör likvideras, i alla fall inte omedelbart. I Storbritannien nationaliserades Northern Rock i februari 2008. Det gjordes efter att inga tillfredsställande privata lösningar kunde åstadkommas. I september 2008 nationaliseras även alla delar av Bradford & Bingley som inte ingick i affären med Abbey National. Nederländerna valde att nationalisera Fortis nederländska dotterbolag i oktober 2008. Island har nationaliserat sina största banker.<sup>109</sup> I den svenska bankkrisen åternationaliserades Nordbanken som just innan krisen varit delvis privatiserad. Nyligen tog Riksgälden över Carnegies dotterbolag efter att banken hamnat i problem.

#### *Offentlig administration*

Ibland finns det skäl att inte rädda ett institut men ändå anledning att säkerställa att avvecklingen sker under ordnade former. Tyvärr är det generella konkursregelverket i de flesta länder inte särskilt lämpligt att tillämpa på banker. Reglerna är helt enkelt inte anpassade för att ta tillvara samhällets intresse av stabilitet i det finansiella systemet. Ett sätt att lösa detta är att föra över institutet i någon form av offentlig förvaltning där avvecklingen sker kontrollerat. Storbritannien har infört lagstiftning under den nuvarande krisen som innehåller element av detta. För närvarande är Bradford & Bingley delvis under offentlig administration så till vida att en ordnad avveckling av institutet kan bli aktuell om den brittiska staten inte lyckas sälja de delar som återstår. Någon motsvarighet till offentlig administration var inte möjlig under den svenska krisen, eftersom detta legala instrument saknats. Den lagstiftning för att stabilisera finanssektorn som antogs av riksdagen i oktober 2008 ger möjlighet till offentlig administration av banker med mycket låg eller obefintlig kapitaltäckning. Däremot saknas alltså lagstöd för vissa tvingande myndighetsåtgärder av en bank som faller under lagens kapitaltäckningskrav men som alltså ligger över nivån för tvångsinlösen av aktiekapitalet. Finansinspektionen kan visserligen välja att dra in tillståndet att bedriva bankrörelse, men en sådan åtgärd kan endast vidtas utifrån kriterier som är explicit fastställda i lag.

<sup>108</sup> De amerikanska myndigheterna har sedermera övergivit dessa planer till förmån för kapitalinjektioner i bankerna.

<sup>109</sup> Island har fört över bankerna till statlig förvaltning och i vissa fall samtidigt tagit en ägarandel.



Möjligheten till en snabb och ordnad krishantering bygger också på att myndigheten hinner gripa in när det fortfarande finns ett positivt kapital. Här finns dock inte någon särskild möjlighet för myndigheten annat än att förlita sig på en frivillig överenskommelse med fordringsägare om en nedsättning av fordringarna. Detta begränsar handlingsfriheten och fördröjer en lösning.

## Lärdomar

Av det som åskådliggjorts genom den nuvarande krisen och av det vi vet från den svenska bankkrisen framkommer tydligt ett antal lärdomar. Övergripande och speciellt framträdande är framför allt tre av dessa:

- I så gott som alla kriser har ogenomtänkt kreditgivning och andra grundläggande misstag, från både banker och myndigheter, möjliggjort att svagheter uppkommit i det finansiella systemet. Av detta följer att det är viktigt att internationella minimiregler såsom Basel Core Principles, för riskhantering och tillsyn, upprätthålls och dessutom förbättras framöver. Kreditgivning måste alltid i första hand baseras på återbetalningsförmåga, inte på säkerhetens värde.
- Alla former av ekonomiska och finansiella obalanser måste åtgärdas innan de vuxit sig så stora att de (eller återställandet av balans) får negativa följder långt utanför det område inom vilket obalansen finns. Myndigheter och privata aktörer måste därför lära sig att identifiera farliga obalanser och utveckla metoder för att korrigera dem i tid.
- Om myndigheternas regleringar eller brist på regleringar orsakar felaktiga incitament eller ger upphov till regelarbiterage och framväxt av skuggsystem måste dessa identifieras och åtgärdas innan de leder till öppna problem.

Mer specifikt kan man utifrån händelserna under den nuvarande krisen konstatera följande:

- Icke trovärdiga garantisystem för insättare fungerar inte som krisverktyg, möjligen som konsumentskydd. För att utgöra en hörnsten i det finansiella stabilitetsarbetet måste de omfatta de flesta insättare och samtliga av deras insättningar. Det är också viktigt med förberedda rutiner så att insättare kan få ut sina medel snabbt. Dessutom måste det finnas klara regler för garantifondens bakomliggande finansiering, såsom kreditlöften från regeringen. Möjligheter till alternativ användning av garantifonden, exempelvis i underlättande privata lösningar, bör också övervägas.

- Centralbankernas nödkreditinstrument (ELA) kan vara för snävt och för stigmatiserande. Andra institut än affärsbanker kan behöva likviditetsstöd i någon form för att undgå spridningseffekter till banksystemet. Stigmatiseringsproblemet, det vill säga att den som utnyttjar stödet kan bli utpekad som en svag bank, gäller även centralbankernas stående utlåningsfaciliteter. I flera fall har det inträffat att banker inte vill använda de stående faciliteterna trots attraktiva villkor. Ett exempel på stigmatiseringsproblemet är att tillkännagivandet att Northern Rock erhållit ELA orsakade en uttagningsanstormning.
- Finanskriser blir alltmer gränsöverskridande, både nationellt mellan marknader och internationellt mellan länder. Det ställer krav på gränsöverskridande lösningar och på harmoniserade regler för krishantering. En faktor som ytterligare förstärker detta är att valet av krishantering i ett land mycket snabbt kan påverka den finansiella stabiliteten i andra länder.
- Likviditetshanteringen i banker och i andra finansiella institut måste ges ökad betoning. Det har blivit tydligt under den nuvarande krisen att minskad likviditet på vissa marknader skapar finansieringsproblem hos flera banker. Till skillnad från kapitaltäckningsreglerna som är inriktade på solvensen finns inget harmoniserat regelverk för likviditet utöver övergripande principer.
- Riskerna med åtaganden utanför balansräkningen, antingen mot investeringsbolag eller mot andra aktörer, har inte beaktats tillräckligt. Det gäller speciellt det som händer under finansiell oro då motparterna i högre grad än annars kräver att åtagandena infrias.
- Det finns klara incitamentsproblem i "originate and distribute"-modellen, det vill säga i processen att värdepapperisera bolån och sälja dem vidare. Exempelvis minskar bankernas motiv till en noggrann kreditprövning om kreditrisken inte kommer att ligga kvar i balansräkningen.
- När marknaden och prismekanismen sätts ur spel får det konsekvenser för hur olika tillgångar värderas, vilket aktualiserat frågan om hur illikvida instrument ska bedömas i en krissituation.

## Det framåtblickande arbetet

Under ett krisförlopp och i efterdyningarna av en kris ställs ofta långtgående krav på starkare reglering. Många gånger är det befogat, men det finns alltid en risk för överreaktion. Det är inte alltid så att mer reglering behövs, snarare kan fallet vara att en mer effektiv och harmoniserad reglering bör ersätta den gamla. Riksbankens åsikt är att all finansiell reglering måste bygga på en solid grund av samhälls-ekonomisk analys. Två villkor måste vara uppfyllda för att reglering ska vara befogad: dels att det går att påvisa ett marknadsmisslyckande av något slag, dels att nyttan med regleringen överstiger den samhällsekonomiska kostnaden av att införa den.<sup>110</sup>

För närvarande diskuteras i olika internationella kommittéer en stor mängd åtgärder för att skärpa och förfina reglering och tillsyn. Alla regleringssträvanden på dessa områden måste analyseras så att de inte kostar mer än de smakar. Exempelvis får inte förslag att skapa "rätt" incitament i värdepapperiseringsprocesser få konsekvenserna att fenomenet som sådant upphör. Riksbanken finner det vidare olämpligt med långtgående regleringar av kreditvärderingsinstituten eftersom staten då tar på sig ett implicit ansvar för deras kreditbedömningar. Därmed inte sagt att företagen inte ska underkasta sig högre krav än i dag på inre styrning och i synnerhet på hur kreditbedömningar tas fram. På samma sätt har myndigheterna ett ansvar för hur företagens kreditbedömningar används i vissa regleringar, såsom Basel II, och de effekter det kan få vid kriser.

För att underlätta situationen för kreditinstituten och möjliggöra ökad kreditgivning har olika aktörer lagt fram förslag om att tillfälligt mjuka upp vissa regler. Riksbanken anser dock att detta vore felaktigt. Reglerna är till för att säkra stabiliteten och att mjuka upp dem skulle vara olämpligt, i synnerhet i en krissituation. Det kan dock finnas enstaka undantagsfall.

Riksbanken stöder internationell harmonisering av reglering och tillsyn för att öka effektiviteten gentemot gränsöverskridande finansgrupper, men även för att minska deras rapporteringsbörd. Den allt högre graden av internationalisering av det finansiella systemet har visat att informationsutbytet och samordningen mellan olika länders myndigheter måste förbättras, särskilt i akuta krissituationer. Det finns därför god anledning att stärka de internationella överenskommelserna om krishantering. Riksbanken har tagit en aktiv roll när det gäller krisberedskap och krisövningar, både nationellt och internationellt. Förutsättningarna att finna bra krislösningar är större, både sakligt och kostnadsmässigt, om det finns en beredskap för detta.

<sup>110</sup> Risktagande är en naturlig del av bankers och andra kreditinstituts verksamhet. Däremot har risktagandet i verksamheten en negativ extern effekt som de inte själva tillräckligt beaktar, nämligen systemrisken. Systemrisk är risken att en störning i någon del av det finansiella systemet fortläntas så att någon av dess grundläggande funktioner hotas. Utan regleringar och tillsyn skulle de enskilda aktörernas motiv att hantera systemrisken vara lägre än vad som är samhällsekonomiskt optimalt. Det finns även ett annat snarlikt marknadsmisslyckande som behöver åtgärdas. Finansiell stabilitet är en kollektiv vara, vilket speciellt märks vid finansiell oro. Alla institut har nytta av stabilitet på de finansiella marknaderna, även bland de som väljer att inte bidra till att upprätthålla den under normala tider eller återskapa den vid finansiell oro. Detta snålskjutsproblem ("free rider") motiverar också att det offentliga griper in i någon form.

## Avslutning

I den aktuella situationen återfinns många inslag från den svenska bankkrisen på 1990-talet. Samtidigt är skillnaderna stora. Den svenska bankkrisen, liksom de flesta andra kriser, var lokal och kunde lösas med nationella åtgärder. Den pågående krisen är i hög grad internationell både när det gäller orsakerna och behovet av samordnade åtgärder. Länder med i grunden sunda banker har påverkats av att likviditetstillförseln strypts, till exempel på interbankmarknaden. De tidigare lokala kriserna gick lättare att komma ur när den globala ekonomin var i god tillväxt. Idag sker i stället en global negativ växelverkan mellan finanskrisen och konjunkturedgången.

En grundorsak till djupet i den aktuella krisen, såsom i andra kriser, ligger i bristen på förtroende. Däri ligger också nyckeln till krisens lösning. De i många fall drastiska åtgärder som hittills vidtagits har än så länge inte förmått att återställa förtroendet. Emellertid kan de ses som byggstenar, vilka sammanlagt vid någon tidpunkt kommer att resultera i att marknaderna åter normaliseras.

## ■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

■ 2008:1

### **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?*

■ 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.*

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.

**Arbitrage:** Utnyttjande av skillnader mellan pris eller regler på olika marknader eller affärsområden för egen vinning.

**AMC (Asset Management Company):** Ett nyskapat avvecklingsbolag som får ta över dåliga tillgångar för ordnad avveckling.

**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, till exempel likvida medel, bankmedel, fordringar och en skuldsida, som innehåller poster som företagets egna kapital, banklån med mera.

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

**Basel Core Principles (for Effective Banking Supervision):** Regelverk för banker och tillsynsmyndigheter som anger minimistandard för vad som är god praxis i banktillsyn på 25 delområden.

**Basis spread:** Anger skillnaden mellan tre månaders interbankränta och förväntad styrränta.

**Betalningssystemet:** Det system där alla betalningar görs och avvecklas centralt. I Sverige består det av 14 större kreditinstitut, Riksgälden, Riksbanken och fyra clearingorganisationer som alla deltar i Riksbankens RIX-system.

**Blankning:** Innebär att man säljer aktier som man inte äger. Blankning är ett sätt att spekulera i kursnedgångar i aktier. Man lånar aktien av ett institut och säljer det sedan vidare på marknaden. Vid en senare tidpunkt köper man tillbaka aktien till ett förhoppningsvis lägre pris.

**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 kontrakt som upprättas mellan två parter, där den ena parten köper ett skydd mot kreditrisken i en obligation mot att betala en premie. Säljaren erhåller i sin tur premien mot att denne också tar på sig kreditrisken. Instrumentet används som en försäkring. 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 låneportföljer 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.

**Certifikat:** Ett värdepapper för handel på penningmarknaden. Ett certifikat är ett skuldebrev som ges ut av till exempel en bank eller ett företag i syfte att låna pengar. Löptiden är maximalt ett år.

**Chapter 11:** Är det avsnitt i den amerikanska konkurslagstiftningen som berör rekonstruering av företag. Under rekonstruktionen har företaget ett konkursskydd.

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

**CLS (Continuous Linked Settlement):** Ett internationellt system för avveckling av valutatransaktioner.

**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.

**Conduit:** Ett speciellt investeringsbolag som används vid värdepappersering.

**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.

**Diversifiera:** Att placera i flera olika tillgångar i syfte att minska den totala risken i investeringsportföljen.

**Driftnetto:** Anger skillnaden mellan hyresintäkter 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.

**Emission:** Utgivning av värdepapper.

**Finansiella institut:** En bred term för företag vars huvudverksamhet är att agera på de finansiella marknaderna, till exempel banker eller hypoteksinstitut.

**Fair value accounting:** Redovisning till marknadsvärdet av handlade tillgångar och skulder samt även icke-handlade tillgångar och skulder. I praktiken tillämpas inte ännu fair value accounting fullt ut, exempelvis för banker, utan många icke-handlade tillgångar och skulder exkluderas.

**Finansiella marknader:** Ett samlingsnamn för de marknader där finansiella tillgångar köps och säljs. Finansiella marknaderna i Sverige består bland annat av aktie-, ränte- och valutamarknaden.

**Free riding:** Att nyttja någonting utan att bidra till kostnaderna av det man nyttjar.

**Genomlysning:** Betyder i detta sammanhang att det går att se risker, antaganden, beräkningar och övriga beståndsdelar i en finansiell produkt.

**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.

**Implicit volatilitet:** Beskriver marknadsaktörernas förväntningar om framtida variationer i börskurserna, och beräknas från prissättningen av aktieoptioner. Volatilitet mäts vanligen som standardavvikelsen i aktiens avkastning.

**Insättningsgaranti:** En försäkring på insatta kontomedel hos anslutna kreditinstitut. Om kreditinstitutet går i konkurs får man tillbaka insättningarna, vanligen upp till ett visst fastställt belopp.



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

**Interbankränta:** En daglig referensränta baserad på de räntesatser för osäkrade lån som banker erbjuder till andra banker. I Sverige kallas den ränta som banker ställer till varandra för utlåning i kronor för STIBOR (Stockholm Interbank Offered Rate). STIBOR används som referens för räntesättning eller prissättning av derivatkontrakt.

**Investmentbank:** En bank som ger ut och säljer finansiella tillgångar. Den 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.

**Kollektiv vara:** En vara som kan konsumeras av alla när den väl har producerats.

**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 äger, tas om hand av en förvaltare för att betala av personens 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).

**Kreditförsäkring:** En försäkring mot kreditförluster. Den som köper försäkringen skyddar sig mot en angiven kreditrisk. Den som säljer försäkringen tar på sig denna risk mot en premie och får ta kreditförlusten om någonting inträffar.

**Kreditlina:** En avtalad kredit som en bank eller annan finansiell institution ställer ut till ett företag eller annan institution för vilken företaget vanligen betalar en avgift. Faciliteten ska kunna utnyttjas med kort varsel och inte vara förknippad med särskilda villkor som medför att företaget inte erhåller pengarna. Företaget betalar ränta på den delen av krediten som de utnyttjar. Resterande del är vilande och kan utnyttjas vid behov.

**Kreditmarknad:** En marknad där man handlar med lånat kapital med olika löptider. Kreditmarknaden utgörs av penning- och obligationsmarknaden.

**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 med olika kreditrisk, exempelvis skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och räntan på statsobligationer.

**Kreditvärderingsinstitut:** Företag som ger ut kreditbetyg, det vill säga gör en bedömning av kreditrisken hos företag och indirekt på företagets värdepapper.

**Kreditvärdighet:** Ett företags, ett lands eller en persons förmåga att betala sina skulder. För att beskriva kreditvärdighet finns olika klassificeringar beroende på institutets betalningsförmåga. Klasserna betecknas oftast i en skala från AAA till C, där AAA är den bästa.

**Köpeskillingskoefficient:** En fastighets köpeskilling 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 att värdepapperets avkastning är säkrade i form av räntebetalningar från en uppsättning av flera olika bolån.

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

**Monoline:** En monoline fungerar som ett försäkringsbolag genom att garantera ränteutbetalningar och värdet på en obligation. För detta betalar den som ger ut obligationen en premie.

**Moral hazard:** Den risk som uppstår av att vetskapen om ett skyddsnet (till exempel en försäkring) påverkar agerandet så att sannolikheten för dåliga utfall ökar.

**Motpartslimiter:** Fastställt belåningsutrymme för motpart.

**Motpartsrisk:** Risken att motparten i en affärssuppgörelse inte kan fullgöra sina avtalade förpliktelser.

**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.

**Nödkredit:** När centralbanker beviljar kredit på särskilda villkor till ett institut, till exempel genom att låna ut mot andra säkerheter än de som normalt krävs eller genom att ställa ut garantier som medför att institut som saknar säkerheter kan låna på marknaden.

**Obligation:** En räntebärande löpande skuldförbindelse, eller skuldebrev, som ges ut (emitteras) av stat, kommun, kreditmarknadsbolag, hypoteksinstitut eller större företag. Obligationer har i allmänhet lång löptid, minst ett år. Obligationens nominella belopp återbetalas när löptiden gått ut, däremellan sker periodiska utbetalningar.

**Obligationsmarknad:** Den del av räntemarknaden där handel med räntebärande finansiella instrument med en löptid på mer än ett år sker.

**Offentlig administration:** Ett offentligt övertagande av ett företag för avveckling under ordnade former.

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

**OTC (Over the Counter):** Kallas den handel som sker direkt mellan en köpare och en säljare och inte på en börs.

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

**Penningmarknad:** På penningmarknaden handlas med instrument som ger en fastställd avkastning, en ränta och som har en löptid på mindre än ett år. En av penningmarknadens viktigaste funktioner är att hantera likviditeten för banker och andra finansiella institut. Exempel på instrument som handlas på penningmarknaden är statsskuldväxlar och certifikat.

**Penningpolitik:** Syftet att påverka inflationen, växelkursen och/eller konjunktoreffekterna genom att ändra mängden pengar i cirkulation och förändra styrräntor.

**Preferensaktier:** Aktier som har företräde framför andra aktier till bolagets vinst och tillgångar.

**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 i kompensation för att de tar en högre risk.

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

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

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

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

**Räntepunkt:** En räntepunkt är en hundraleds 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.

**SIV:** En så kallad structured investment vehicle (SIV) är ett fristående bolag som används vid värdepapperisering och står utanför bankernas balansräkningar.

**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).

**Stigmatisering:** Ett utpekande som svagt, dåligt eller misskött institut i jämförelse med omgivningen på grund av en händelse, till exempel att man fått nödkredit.

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

**Strukturerade produkter:** Består av pooler av värdepapperiserade lån. De vanligaste produkterna är så kallade collateralized 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.

**Stående faciliteter:** Den utlånings- och inlåningsfacilitet som Riksbanken tillhandahåller i penningpolitiskt syfte och som behöriga institut på eget initiativ får utnyttja enligt vissa förutsättningar och villkor.

**Subprime:** Benämningen på den del av den amerikanska bolånemarknadens kunder som har låg kreditvärdighet – ofta hushåll som inte lånat tidigare och som har lägre inkomst än hushållen i genomsnitt.

**Swap:** Ett avtal mellan två parter att utbyta en viss valuta/ränta mot en annan valuta/ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

**SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication):** Ett meddelandesystem som används av aktörerna på de finansiella marknaderna globalt.

**Systemrisk:** Risken att problem hos ett eller flera institut sprider sig till andra institut via exponeringar och/eller förtroendeförluster.

**Säkerställda obligationer:** En obligation där innehavaren har särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditrisken normalt är lägre jämfört med 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.

**Transaktionskostnad:** Kostnaderna som uppstår vid handel utöver köpeskillingen, till exempel hitta en köpare/säljare, förhandlingar, legala kostnader med mera.

**Transparens:** Se genomlysning.

**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/sälja en valuta till dagens kurs för att sedan sälja/köpa 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.