



# Finansiell stabilitet

2009:2



# ■ Innehåll

- FÖRORD 5
- SAMMANFATTANDE BEDÖMNING AV FINANSIELL STABILITET 7
- FINANSIELLA MARKNADER 15
  - Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna 30
- DE SVENSKA BANKERNAS LÅNTAGARE 41
  - Den svenska hushållssektorn 42
  - Den svenska företagssektorn 52
  - Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsbolagen 55
  - De svenska bankernas låntagare i utlandet 60
  - Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn 71
- UTVECKLINGEN I BANKERNA 75
  - Finanskrisens effekter på de svenska bankerna 82
  - Intjäning och lönsamhet 83
  - Utlåning och kreditrisk 85
  - Finansiering – likviditetsrisk 92
  - Spridningsrisk 98
  - Stresstest av bankernas motståndskraft 99
  - Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna 104
- ARTIKEL: Att minska risken för framtida kriser – ett starkare "macroprudential framework" 107
- ARTIKLAR I TIDIGARE STABILITETSRAPPORTER 119
- ORDLISTA 121

■ FÖRDJUPNINGSRUTOR

Utvecklingen på repomarknaderna 22

Finansiellt stressindex 32

Central motpartsclearing 34

Svenska myndigheters nya åtgärder 36

Svenska aktörers syn på risker och den svenska marknadens funktion 37

Utvecklingen av huspriser och bolånemarknader  
i Sverige och omvärlden 47

Sedelfonder 67

Den internationella regleringsagendan 78

Bankernas hantering av problemkrediter i de baltiska länderna 90

Säkerställda obligationer i euro som swappas till svenska kronor –  
en dekomponering av kostnader 94

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

Stockholm i november 2009

*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 av andra institut, marknadsplatser och 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 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

Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i juni har de finansiella marknaderna börjat fungera bättre, såväl internationellt som i Sverige. Samtidigt har återhämtningen i världskonomin inletts och BNP-utvecklingen ser ut att bli något starkare än många förväntade sig för några månader sedan.<sup>1</sup> Men grunden i återhämtningen är bräcklig och utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Sverige har drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden och återhämtningen kommer att ta tid.

Därtill kvarstår osäkerheten kring storleken på framtida kreditförluster och förtroendet mellan aktörerna på de finansiella marknaderna är inte helt återställt. Även om efterfrågan på en del stödåtgärder har minskat internationellt, bedömer Riksbanken att åtgärderna fortfarande är av betydelse för att de finansiella marknaderna ska fungera. Det är således viktigt att noga överväga hur och när olika stödåtgärder ska avvecklas.

I takt med att förhållandena på de finansiella marknaderna har förbättrats och i och med att recessionen tycks ha passerat botten har det blivit lättare för bankerna att finansiera sig. Samtidigt har risken för framtida kreditförluster minskat, även om den fortfarande är den mest framträdande risken.

I Riksbankens huvudscenario förväntas de svenska bankernas kreditförluster bli lägre än i förra stabilitetsrapporten, trots att prognosperioden har förlängts med ett år. Kreditförlusterna bedöms uppgå till 155 miljarder kronor under perioden 2009-2011, vilket är att jämföra med 170 miljarder för perioden 2009-2010 i förra rapporten. Nedrevideringen beror främst på att konjunktutsikterna har förbättrats. Samtidigt har bankernas kreditförluster hittills i år blivit lägre än väntat. De största förlusterna väntas fortfarande komma från bankernas verksamhet i de baltiska länderna. Bankerna har tillräckligt med kapital för att möta förluster i den här storleksordningen och är fortfarande välkapitaliserade i en internationell jämförelse. Sedan den förra stabilitetsrapporten har bankerna aktivt ökat sitt kapital och minskat sina riskvägda tillgångar. Bankernas motståndskraft har därmed förbättrats.

Ett bakslag i konjunkturen skulle emellertid kunna medföra att situationen för bankerna kan bli värre än i huvudscenariot. Därför har Riksbanken undersökt bankernas motståndskraft mot ett betydligt värre, men mindre sannolikt, scenario i ett stresstest. Samtliga svenska storbanker klarar sig bättre i det här stresstestet än i det som redovisades i juni. Detta beror till stor del på bankernas förbättrade kapitalsituation. Samtidigt baseras det aktuella stresstestet på ett ljusare huvudscenario jämfört med den förra rapporten.

1 Se Sveriges riksbank (2009), "Penningpolitisk rapport", oktober.

## Riksbankens bedömning av den finansiella stabiliteten

### OMGIVANDE FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR BANKERNA HAR FÖRBÄTTRATS

Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i juni har de finansiella marknaderna börjat fungera bättre, såväl internationellt som i Sverige. Detta avspeglas bland annat i att finansiella institut nu i större utsträckning kan finansiera sig på de finansiella marknaderna och till en lägre kostnad än under den mest akuta krisen. Det gäller bland annat på interbankmarknaderna där ränteskillnaden gentemot den förväntade styrräntan är tillbaka på de nivåer som rådde innan Lehman Brothers kollaps. Samtidigt har emissionsvolymerna av obligationer med såväl goda som sämre kreditbetyg ökat, framför allt i Europa och USA. Även i Sverige har volymerna ökat men aktiviteten är fortfarande låg. För svenskt vidkommande tyder dessutom svaren i Riksbankens företagsintervjuer och riskenkät på att tillgången till finansiering utan statliga subventioner har ökat.

En annan faktor som tyder på att de finansiella marknaderna har börjat fungera bättre är att efterfrågan på centralbankers åtgärder har minskat.

Samtidigt har återhämtningen i världsekonomin inletts och BNP-utvecklingen ser ut att bli något starkare än många förväntade sig för några månader sedan.<sup>2</sup> Flera realekonomiska indikatorer, både i Sverige och globalt, har vänt uppåt. Världshandeln stiger återigen jämfört med i våras. Arbetslösheten, främst i USA, släpar dock efter och ligger kvar på höga nivåer. Utvecklingen i Sverige följer överlag den i resten av världen. Men grunden i återhämtningen är bräcklig och utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Sverige har drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden och återhämtningen kommer att ta tid.

Sammantaget innebär den finansiella och realekonomiska utvecklingen i Sverige och vår omvärld att de omgivande förutsättningarna för de svenska bankerna och dess låntagare har förbättrats sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades.

Trots den senaste tidens tecken på förbättring är dock situationen fortfarande ansträngd på de internationella och de svenska finansiella marknaderna. Det finns fortfarande delar av de finansiella marknaderna som fungerar sämre än innan den finansiella krisen. Exempelvis är aktiviteten på repomarknaden fortfarande låg och marknaden för kortfristig upplåning via företagscertifikat är ännu inte helt återställd. Samtidigt har förbättringen på marknaderna för värdepapperiserade tillgångar till betydande del skett med riktat stöd från centralbanker.

Dessutom kvarstår osäkerheten kring storleken på framtida kreditförluster och stora förluster återstår sannolikt att redovisa. Globalt sett har finansiella institut gjort förluster på cirka 1 700 miljarder dollar

<sup>2</sup> Se Sveriges riksbank (2009), "Penningpolitisk rapport", oktober.



sedan början av krisen. För att täcka dessa har institut tillfört nytt kapital motsvarande 1 500 miljarder dollar.<sup>3</sup> Enligt Internationella valutafonden (IMF) beräknas totala förluster att uppgå till cirka 3 400 miljarder dollar.<sup>4</sup>

Samtidigt beror både den finansiella och den reala utvecklingen till stor del på centralbankers kraftiga räntesänkningar samt på de övriga åtgärder som centralbanker och myndigheter vidtar. Dessa åtgärder bedöms fortfarande vara av betydelse för att de finansiella marknaderna ska fungera.

#### UTVECKLINGEN HAR MINSKAT INTRESSET FÖR ATT DELTA I CENTRALBANKERS ÅTGÄRDER

Om den positiva utvecklingen på de finansiella marknaderna fortsätter kommer centralbanker och andra myndigheter runt om i världen så småningom att behöva avveckla sina stödåtgärder. En sådan utveckling följer dessutom naturligt i takt med att efterfrågan på de olika stödåtgärderna mattas av. Vissa finansiella institut har redan börjat betala tillbaka sina lån och flera stödåtgärder utnyttjas i allt lägre grad. Detta gäller främst i USA där bland annat efterfrågan på flera av Federal Reserves utlåningsfaciliteter har minskat kraftigt sedan i våras. Därtill har efterfrågan på centralbankernas utlåningsfaciliteter i dollar minskat eftersom det har blivit förhållandevis dyrt att låna inom dessa åtgärdsprogram jämfört med att låna direkt på marknaden.

Som en följd av den minskade efterfrågan på stödåtgärder har flera centralbanker annonserat att de har börjat avveckla vissa åtgärder, exempelvis delar av sina utlåningsfaciliteter i dollar. Federal Reserve har förändrat villkoren i flera av sina faciliteter, och minskat omfattningen på vissa. Riksbanken avvecklade i september sitt åtgärdsprogram för marknaden för företagscertifikat. Även efterfrågan på Riksbankens lån i svenska kronor till rörlig ränta har varit låg sedan sommaren. I november höjdes räntepåslaget i denna facilitet för att öka incitamenten för en naturlig avveckling. Faciliteten finns dock fortfarande kvar som skyddsnet. Även Riksbankens utlåningsfacilitet i dollar avvecklades i november till följd av att efterfrågan upphörde och samtliga lån löpte ut i början av månaden.

Marknadens reaktion på annonserade avvecklingar tyder hittills inte på några negativa konsekvenser.

Osäkerheten är dock fortfarande stor om styrkan i återhämtningen. Likaså kvarstår osäkerheten kring storleken på framtida kreditförluster hos motparter, och därmed i viss mån bristen på förtroende mellan aktörerna på de finansiella marknaderna. Det finns därför anledning att noga överväga hur och när olika stödåtgärder bör avvecklas. En facilitet som inte utnyttjas kan ändå uppfylla sitt syfte genom att den finns där som en del av ett skyddsnet och på så sätt stärker förtroendet.

3 Se Bloomberg den 18 november 2009.

4 Se IMF, "Global Financial Stability Report", oktober 2009.

## DE SVENSKA BANKERNA STÅR FORTFARANDE INFÖR STORA KREDITFÖRLUSTER

De svenska bankerna är fortfarande finansiellt starka och deras resultat före kreditförluster ligger på fortsatt höga nivåer. De stora nedgångarna i BNP-tillväxten i Sverige och vår omvärld har dock medfört stora kreditförluster, även om de varit mindre än i Riksbankens huvudscenariot i juni. De stora förlusterna förklaras främst av att reserveringar för befarade kreditförluster har ökat, och härrör till stor del från bankernas verksamhet i de baltiska länderna.

I takt med att förhållandena på de finansiella marknaderna har lättat och i och med att recessionen tycks ha passerat botten har det blivit lättare för bankerna att finansiera sig. Samtidigt har risken för framtida kreditförluster minskat, även om den fortfarande är den mest framträdande risken.

Riksbanken bedömer dock att de svenska storbankerna fortfarande står inför betydande kreditförluster. De största förlusterna i förhållande till utlåning antas även fortsättningsvis komma från bankernas exponeringar i de baltiska länderna. Detta beror främst på den mycket svaga makroekonomiska utvecklingen som väntas i dessa länder. Andelen hushåll och företag som ställer in betalningarna ökar snabbt. Men utvecklingen i de enskilda baltiska länderna skiljer sig åt. Estland har större möjligheter att hantera sina problem än Lettland och Litauen, bland annat till följd av att Estland under flera år har sparat tidigare budgetöverskott i fonder som kan användas för att täcka underskott i budgeten.

Dessutom väntas antalet konkurser fortsätta att öka något bland företag i Sverige och i andra länder där svenska banker har verksamhet. Konjunktürkänsliga sektorer som transport- och byggsektorn förväntas vara extra utsatta. I synnerhet gäller detta rederibranschen där stora kreditförluster kan uppstå till följd av att världshandeln minskade kraftigt under krisen. Förlusterna från kommersiella fastigheter i Sverige förväntas bli lägre än under krisen på 1990-talet. Detta beror främst på att räntorna nu är betydligt lägre. Men inte desto mindre väntas den djupa lågkonjunkturen leda till att kreditförluster från kommersiella fastighetsbolag ökar, i linje med kreditförlusterna i företagssektorn överlag.

Kreditförlusterna väntas bli lägst bland nordiska hushåll med bostäder som säkerheter. Det beror på dels att de sociala skyddsnetten i Norden är förhållandevis väl utbyggda, dels att det i Norden är kostsamt för ett hushåll att ställa in betalningarna på ett bostadslån. Stresstester över de svenska hushållens betalningsförmåga visar att hushållen i allmänhet har utrymme att klara en ökad arbetslöshet och en stigande ränta.

I Riksbankens huvudscenariot förväntas de fyra storbankerna sammantaget göra kreditförluster på totalt 155 miljarder kronor under perioden 2009–2011. Kreditförlusterna beräknas bli 60 miljarder kronor 2009, 65 miljarder kronor 2010 och 30 miljarder kronor 2011.

För 2009 och 2010 innebär detta en nedjustering med 45 miljarder kronor jämfört med huvudscenariot i den förra stabilitetsrapporten. Detta beror främst på att återhämtningen i realekonomin nu väntas bli starkare. Därtill blev utfallen för bankernas kreditförluster de tre första kvartalen i år bättre än väntat. Nästan 50 procent av kreditförlusterna bedöms härröra från bankernas verksamhet i de baltiska länderna och ungefär en tredjedel från verksamheten i Sverige och övriga Norden.

Samtliga svenska storbanker har tillräckligt med kapital för att möta de förluster som antas i Riksbankens huvudscenario och framstår fortfarande som välkapitaliserade i ett internationellt perspektiv. Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades har bankerna aktivt ökat sitt kapital och minskat sina riskvägda tillgångar.

Under hösten 2009 har Riksbanken och Finansinspektionen undersökt hur svenska banker i de baltiska länderna hanterar den snabbt växande stocken av problemkrediter och de säkerheter som hör till dessa. Bankernas hantering följer god internationell praxis och bankerna har en realistisk uppfattning om storleken på sina problemkrediter (se ruta Bankernas hantering av problemkrediter i de baltiska länderna).

I spåren av den finansiella krisen förs nu en internationell diskussion om ny reglering och tillsyn av finansiella institut. En förstärkning av regelverket är en förutsättning för ett stabilt globalt system (se ruta Den internationella regleringsagendan och artikel Att minska risken för framtida kriser – ett starkare "macroprudential framework"). En del av diskussionen handlar om att ändra och komplettera reglerna kring bankernas kapitalkrav. Att de svenska bankerna under senare tid har ökat sitt kapital kan till viss del vara en anpassning till kommande regler. Därtill kommer sannolikt en ny likviditetsreglering att införas, vilket är önskvärt eftersom det kan bidra till att minska likviditetsrisken och öka genomlysningen. I detta sammanhang är det positivt att bankerna fortsätter om öka löptiden på sin upplåning.

#### STORA RISKER KVARSTÅR

Det finns dock stora risker för att situationen för de svenska storbankerna förvärras mer än i huvudscenariot. Nedan följer en uppräkningslista av de mest påtagliga riskerna för bankerna i dagsläget. Pilarna anger i vilken riktning respektive risk har förändrats sedan den föregående stabilitetsrapporten publicerades i juni. Sammantaget bedöms riskerna ha minskat något jämfört med den förra rapporten. Denna förändring kan förklaras med att förhållandena på de finansiella marknaderna har förbättrats och likaså konjunkturutsikterna överlag.

- |   |                            |
|---|----------------------------|
| ↑ | Riskerna har ökat          |
| ↗ | Riskerna har ökat något    |
| → | Riskerna är oförändrade    |
| ↘ | Riskerna har minskat något |
| ↓ | Riskerna har minskat       |

### ➔ Utvecklingen i de baltiska länderna

Det finns en risk att konjunktursvackan i de baltiska länderna kommer att förbli djup under en längre tid framöver. Dessutom är det svårt att säkert bedöma hur mycket recessionen i de baltiska staterna kommer att påverka de svenska bankernas kreditförluster. Samtidigt är behovet av extern finansiering stort framför allt i Lettland som i det närmaste är helt beroende av det internationella stödpaketet. Det finns dock en risk att Lettland inte lever upp till sina åtaganden inom ramen för stödvtalet och att den externa finansieringen därmed uteblir. I ett sådant läge är det inte uteslutet att landet hamnar i en politisk och ekonomisk kris, som kan öka osäkerheten i hela regionen. Denna spridningsrisk har dock minskat jämfört med under den mest akuta finansiella krisen för ett år sedan. Om utvecklingen i de baltiska länderna försämras betydligt kan förtroendet för delar av det svenska finansiella systemet skadas. Risken för en sämre utveckling i de baltiska länderna bedöms vara lika hög som i juni.

### ➤ Den realekonomiska utvecklingen

Ett flertal faktorer talar för att konjunkturen nu har vänt uppåt i Sverige liksom i omvärlden. Det finns dock fortfarande en betydande osäkerhet om detta är början på en uthållig återhämtning i ekonomin. Exempelvis är det finansiella systemet fortfarande känsligt för enskilda störningar och en negativ händelse kan utlösa nya problem på de finansiella marknaderna, vilket i sin tur kan leda till att realekonomin åter vänder nedåt och återhämtningen därmed försenas. Ett sådant scenario speglar alltså en lågkonjunktur med två bottnar, en så kallad double-dip recession. Vid sidan om osäkerheten i bedömningen om konjunkturutvecklingen framöver är det också svårt att avgöra hur mycket konjunkturedgången kommer att påverka de svenska bankernas kreditförluster. Den realekonomiska risken bedöms ha minskat något jämfört med bedömningen i den förra rapporten.

### ➤ Utvecklingen på de finansiella marknaderna

Sedan juni har de finansiella marknaderna börjat fungera bättre, vilket är ett skäl till att denna risk bedöms ha minskat något jämfört med den förra rapporten. Det finns dock fortfarande vissa delmarknader som inte fungerar fullt ut. Dessutom är funktionen på de finansiella marknaderna fortsatt beroende av myndigheters åtgärder och det råder fortfarande brist på förtroende mellan aktörerna. Det betyder att det är osäkert hur bra de finansiella marknaderna egentligen fungerar. Det betyder också att det finansiella systemet fortfarande är känsligt för enskilda störningar som skulle kunna leda till att viljan att ta risk återigen minskar på de finansiella marknaderna och att priserna på finansiella tillgångar faller. För svenskt vidkommande kan en försämrad utveckling i de baltiska länderna vara en sådan störning.

## Stresstester visar att bankerna kan klara betydligt större förluster än i huvudscenariot

Riksbanken genomför regelbundet stresstester för att bedöma hur mindre sannolika, men möjliga, negativa händelser kan påverka bankernas motståndskraft. Avgörande för bankernas motståndskraft är att de har tillräckligt med kapital för att möta kommande förluster.

Även om det i dagsläget finns tecken på att ekonomin börjar återhämta sig, är osäkerheten fortfarande stor om detta är början på en uthållig återhämtning. Den kan därför inte uteslutas att situationen för bankerna kan bli värre än i Riksbankens huvudscenario. Mot denna bakgrund redovisar Riksbanken även i denna rapport resultatet av ett stresstest där världsekonomin utvecklas betydligt sämre än i huvudscenariot. Stresstestetets scenario speglar en lågkonjunktur med två bottenar, en så kallad double-dip recession. Se kapitel 3 för mer detaljerad information om antagandena i stresstestet.

Stresstestetets scenario utspelar sig under drygt två år, från och med fjärde kvartalet 2009 till och med 2011. Under de svåra förhållanden som antas i stresstestet uppgår kreditförlusterna för de fyra storbankerna totalt till drygt 256 miljarder kronor under perioden. Nästan 40 procent av dessa kreditförluster kommer från bankernas verksamhet i de baltiska länderna.

Till följd av kreditförlusterna sjunker bankernas primärkapitalrelation som lägst till mellan 8,1 och 12,8 procent under scenariot. Det betyder att samtliga banker även skulle klara det lagstadgade kapitalkravet under hela perioden, inte bara i huvudscenariot utan även under mer stressade förhållanden.

Stresstestet visar att samtliga svenska storbanker klarar sig bättre i det här stressscenariot än i det som redovisades i stabilitetsrapporten i juni. Detta beror till stor del på bankernas förbättrade kapitalsituation. Samtidigt baseras stresstestet på ett huvudscenario som i den här rapporten är ljusare jämfört med den förra rapporten, vilket innebär att bankernas kreditförluster blir lägre.

Fortfarande gäller dock att om stressscenariot blir verklighet kan bankerna få ökade finansieringssvårigheter, kreditbetygen kan komma under press och en förtroendekris kan uppstå. Riksbanken och andra myndigheterna har emellertid beredskap att hantera de problem som skulle uppstå vid en sådan händelseutveckling.

## Det finns en risk för att obalanser byggs upp som kan påverka bankerna

Vid sidan av de mer omedelbara risker som redogörs för i denna rapport finns det också skäl att lyfta några riskfaktorer i ett något längre tidsperspektiv än i huvudscenariot.

I Sverige fortsätter hushållens skuldsättning att öka och huspriserna har åter börjat stiga trots lågkonjunkturen. En samlad bedömning talar dock för att husprisutvecklingen i Sverige i stort har varit motiverad och att priserna kan fortsätta att stiga ytterligare ett tag framöver (se ruta Utvecklingen av huspriser och bolånemarknader i Sverige och omvärlden). Men ökningen i huspriserna bör rimligen bli måttlig eftersom arbetslösheten fortsätter att öka och räntorna så småningom börjar höjas. Detta utesluter dock inte att utvecklingen kan bli ohållbar på längre sikt.

Eftersom ekonomin är i ett läge som för en tid framöver ställer krav på en låg ränta finns det en risk att hushållen bygger upp orimliga förväntningar om räntenivån. En hög skuldsättning för hushållen kan bli svår att bära när räntorna återgår till mer normala nivåer. Detta gäller särskilt om osäkerheten på arbetsmarknaden består. Den största delen av hushållens nya lån tecknas dessutom till rörlig ränta och det finns en osäkerhet i vilken mån hushållen planerar för kommande räntehöjningar. Det finns alltså en risk att hushållen skuldsätter sig alltför mycket och att huspriserna på sikt kan falla.

En sådan utveckling innebär dock inte ett direkt hot mot den finansiella stabiliteten. Riksbankens stresstester visar att hushållen i allmänhet fortfarande kan betala av på sina lån även om ränteläget skulle vara betydligt högre än i dag. Däremot skulle en sådan utveckling minska hushållens utrymme att konsumera annat än boende, vilket i förlängningen också skulle påverka andra sektorer i ekonomin och i slutändan bankerna.

Eftersom köp och finansiering av bostäder innebär långsiktiga åtaganden finns det därför anledning för låntagare att i dagsläget basera sina bedömningar på det ränteläge som väntas råda om ett par år och som förutses ligga betydligt över dagens låga nivå. Dessutom är det viktigt att bankerna försäkras om att utlåningen är långsiktigt hållbar genom att ha tillräckliga marginaler i kreditkalkylerna. I detta sammanhang kan det finnas anledning att se över belåningsgraderna och amorteringstakterna. Finansinspektionen har påbörjat en översyn för att kontrollera att bankerna tar hänsyn till både framtida ränteläge och risker för arbetslöshet i sin kreditgivning. Om detta inte skulle räcka för att hindra en utveckling som på lång sikt kan bli ohållbar kan Finansinspektionen vidta åtgärder.

### Finansiella marknader – i korthet

Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i juni har de finansiella marknaderna börjat fungera bättre, såväl internationellt som i Sverige. Finansiella institut kan nu i allt större utsträckning finansiera sig på de finansiella marknaderna och till en lägre kostnad än under den mest akuta krisen. Det gäller bland annat på interbankmarknaderna där kostnaden för finansiering har sjunkit kraftigt sedan i våras. Samtidigt har emissionsvolymerna av obligationer med goda kreditbetyg ökat, framför allt i Europa och USA. Även i Sverige har volymerna ökat men aktiviteten är fortfarande låg.

En annan faktor som tyder på att de finansiella marknaderna har börjat fungera bättre är att efterfrågan på centralbankers åtgärder har minskat. Som en följd av detta har flera centralbanker annonserat att de har börjat avveckla vissa åtgärder. Riksbanken har bland annat höjt räntepåslaget sin utlåning i svenska kronor till rörlig ränta för att öka incitamenten för en naturlig avveckling.

Samtidigt har återhämtningen i världsekonomin inletts och BNP-utvecklingen ser ut att bli något starkare än många förväntade sig för några månader sedan.<sup>5</sup> Utvecklingen i Sverige följer överlag den i resten av världen. Men grunden i återhämtningen är bräcklig och utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Sverige har drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden och återhämtningen kommer att ta tid.

Sammantaget innebär den finansiella och den realekonomiska utvecklingen i Sverige och vår omvärld att de omgivande förutsättningarna för de svenska bankerna och dess låntagare har förbättrats sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades.

Trots den senaste tidens tecken på förbättring är dock situationen fortfarande ansträngd på de internationella och de svenska finansiella marknaderna. Det finns fortfarande delmarknader som inte har återhämtat sig. Därtill kvarstår osäkerheten kring storleken på ännu inte realiserade kreditförluster hos motparter, och därmed i viss mån bristen på förtroende mellan aktörerna på de finansiella marknaderna.

Samtidigt beror både den finansiella och den reala utvecklingen på centralbankers kraftiga räntesänkningar samt på de övriga åtgärder som centralbanker och myndigheter vidtar. Dessa åtgärder bedöms fortfarande vara av betydelse för att de finansiella marknaderna ska fungera. Det finns därför anledning att noga överväga hur och när olika stödåtgärder bör avvecklas. En facilitet som inte utnyttjas kan ändå uppfylla sitt syfte genom att den finns där som en del av ett skyddsnet och på så sätt ingjuter förtroende.

5 Se Sveriges riksbank (2009), "Penningpolitisk rapport", oktober.

Väl fungerande finansiella marknader spelar en viktig roll för bankernas tillgång till finansiering. Ungefär hälften av de svenska bankernas upplåning består av marknadsfinansiering, av vilken cirka två tredjedelar är i utländsk valuta. Den långsiktiga marknadsupplåningen sker via obligationer, varav en stor del utgörs av säkerställda bostadsobligationer. Den kortfristiga marknadsupplåningen består huvudsakligen av certifikat och lån via interbankmarknaden. En annan delmarknad av betydelse är repomarknaden där bankerna är aktiva. För bankernas resultat är utvecklingen på såväl aktie- som räntemarknaden av betydelse. Även marknader där svenska banker inte har någon direkt exponering kan indirekt påverka. Ett exempel är marknaden för värdepapperiserade tillgångar, som har spelat en avgörande roll för omfattningen av den finansiella krisen.

Detta kapitel syftar till att ge en lägesbeskrivning och analys av de finansiella marknader som är av betydelse för svenska banker och företag. Kapitlet beskriver inledningsvis den generella utvecklingen sedan den förra stabilitetsrapporten. Därefter beskrivs utvecklingen på vissa delmarknader, utifrån både ett globalt och ett nationellt perspektiv.

## Den finansiella krisens utveckling

**Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades har de finansiella marknaderna börjat fungera bättre, både internationellt och i Sverige.** Det innebär bättre möjligheter för banker, företag och andra institut att finansiera sig på marknaden och till en lägre kostnad än under den mest akuta krisen. Återhämtningen märks både på marknader för långsiktig och för kortfristig finansiering. På penningmarknaden syns förbättringen på interbankmarknaden, den marknad där bankerna lånar av varandra. Förtroendet mellan bankerna har ökat, vilket har lett till sjunkande riskpremier och lägre interbankräntor. Ränteskillnaden gentemot den förväntade styrräntan är nu tillbaka på de nivåer som rådde i både USA och Europa före investmentbanken Lehman Brothers kollaps. På andra delar av penningmarknaden har volymerna av utestående värdepapper visserligen ökat något, men de är fortfarande låga. Exempelvis är repomarknaden och marknaden för företagscertifikat ännu inte helt återställd. Även på marknaden för värdepapperiserade tillgångar är aktiviteten dämpad jämfört med innan krisen. Riksbankens analys visar att riskpremien på den svenska penningmarknaden nu nästan uteslutande är relaterad till kreditrisk, till skillnad från i början av krisen då likviditetsrisken dominerade. Det är dock oklart hur mycket myndigheternas stödåtgärder bidrar till att sänka likviditetsrisken, och hur denna kommer att påverkas när åtgärderna avvecklas.

**Kreditmarknaden har gynnats av att konjunkturen i vissa avseenden utvecklats bättre än väntat.** Återhämtningen i världsekonomin har inletts och BNP-utvecklingen ser ut att bli något starkare än många förväntade sig för några månader sedan. Utvecklingen i Sverige följer



överlag den i resten av världen. Men grunden i återhämtningen är bräcklig och utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Sverige har drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden och återhämtningen kommer att ta tid. Den ljusare konjunkturbilden har bidragit till en generellt lägre kreditrisk, såväl i Sverige som internationellt. Det har fört med sig lägre räntor på kreditmarknaden, ökade möjligheter att genomföra emissioner på längre löptider och bättre tillgång till marknaderna även för företag med sämre kreditbetyg. Emissionsvolymerna på obligationsmarknaderna har ökat under året. I början av året var volymerna speciellt höga till följd av ett uppdämt lånebehov. Ökningen i volymerna är sannolikt också en effekt av att marknadsfinansiering kommit att nyttjas mer när bankutlåningen har stramats åt. Men det är fortfarande en stor skillnad mellan olika företags möjligheter att få tillgång till lån på längre löptider.

#### Trots förbättrade marknadsvillkor är den finansiella sektorn fortfarande beroende av centralbankernas och myndigheternas stöd.

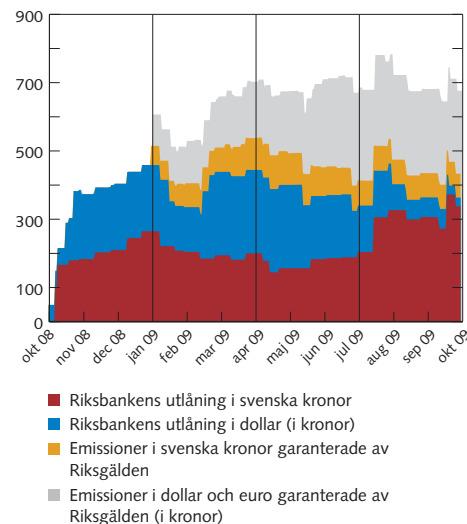
Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har inte annonserat några nya faciliteter sedan i våras, men däremot behållit och även förlängt flera av sina pågående åtgärder. Exempel på förlängda program är åtgärder riktade mot marknaden för företagscertifikat och tillgångssäkrade värdepapper (Asset-Backed Securities (ABS) och Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS)). Den europeiska centralbanken, ECB, har sedan i våras infört ett marknadsspecifikt uppköpsprogram för säkerställda obligationer och även introducerat en ny utlåningsfacilitet med en löptid på 12 månader till fast ränta i penningpolitiskt syfte. Även den brittiska centralbanken, Bank of England, utökade senast i november sitt uppköpsprogram av statspapper för att ytterligare förstärka sin expansiva penningpolitik.

#### På den svenska marknaden är det statliga stödet fortfarande stort

(se diagram 1:1). Riksbankens totala utlåning är oförändrat hög sedan i våras, med skillnaden att utlåningen i dollar har minskat och i november hade samtliga lån i dollar löpt ut.<sup>6</sup> Samtidigt har utlåningen i svenska kronor ökat, vilket beror på ett högt deltagande i Riksbankens tre tolv månaderslån till fast ränta.<sup>7</sup> Även beroendet av de statliga garantierna via Riksgälden är fortfarande stort och staten garanterar drygt 300 miljarder kronor av bankernas värdepappersupplåning. Detta är dock en minskning på 45 miljarder sedan i juni. För att ge ytterligare stöd till bankernas och bostadsinstitutens upplåning har det svenska garantiprogrammet förlängts till och med april 2010. Vid sidan om dessa stödåtgärder har centralbanker runt om i världen fortsatt att föra en starkt expansiv penningpolitik sedan i våras. I Sverige har styrräntan sänkts vid ett tillfälle sedan den förra stabilitetsrapporten, och uppgår nu till 0,25 procent.

Diagram 1:1. Statligt stöd från Riksbanken och Riksgälden till finansiella institut på den svenska marknaden

Miljarder kronor



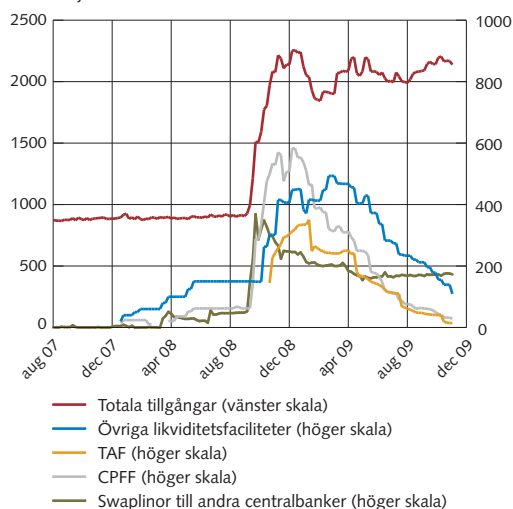
Anm. Diagrammet inkluderar endast emissioner som är garanterade av Riksgälden från och med januari 2009.

Källor: Riksbanken och Riksgälden

<sup>6</sup> Riksbankens utlåningsfacilitet i dollar avvecklades i november. Se Riksbankens webbplats, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

<sup>7</sup> Till skillnad mot den övriga utlåningen på tre, sex och tolv månader till rörlig ränta, som är stabilitetsfrämjande, har de tre tolv månaderslånen till fast ränta ett penningpolitiskt syfte och utgör ett komplement till justeringen av styrräntan.

Diagram 1:2. Federal Reserves balansräkning  
Miljarder dollar



Anm. Övriga likviditetsfaciliteter inkluderar Primary Dealer Credit Facility (PDCF), Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), primära och sekundära krediter, säsongskrediter och utestående lån till American International Group (AIG) och Maiden Lane (I, II och III).

Källa: Federal Reserve

**Vissa av centralbankernas stödåtgärder utnyttjas inte längre lika mycket.** Det gäller främst USA, vilket troligen beror på att landet drabbades först av krisen och därför bör vara först att ta sig ur krisen. Där har exempelvis efterfrågan på flera av Federal Reserves utlåningsfaciliteter minskat kraftigt sedan i våras (se diagram 1:2).<sup>8</sup> I juni beslutade därför Federal Reserve att förändra villkoren i flera av sina faciliteter. Vissa stödprogram som exempelvis Term Auction Facility (TAF) och Term Securities Lending Facility (TSLF), minskades i omfattning eftersom förhållandena på den amerikanska penningmarknaden förbättrats.<sup>9</sup> I oktober meddelade även den amerikanska staten att de planerar att minska omfattningen i sitt Troubled Asset Relief Program (TARP)<sup>10</sup> och i stället fokusera på program för specifika marknader där tillgången på krediter fortfarande är begränsad, exempelvis bostadsmarknaden. Även efterfrågan på centralbankernas utlåningsfaciliteter i dollar, via swapavtal med Federal Reserve, har minskat eftersom det har blivit förhållandevis dyrt att låna inom dessa åtgärdsprogram jämfört med att låna direkt på marknaden. Flera centralbanker har redan avvecklat delar av sina utlåningsfaciliteter i dollar.<sup>11</sup>

**Även i Sverige har efterfrågan på flera stödåtgärder minskat.** I Riksbankens utlåningsfacilitet i dollar har det inte varit någon efterfrågan sedan augusti och i början av november hade samtliga av dessa utestående lån löpt ut. I september avvecklade Riksbanken sitt åtgärdsprogram för utlåning mot säkerheter i företagscertifikat eftersom det inte längre fanns några deltagare i programmet. Även efterfrågan på Riksbankens lån i svenska kronor till rörlig ränta har varit låg sedan sommaren. I november ökade Riksbanken incitamenten för en naturlig avveckling av denna facilitet genom att lånen blev något dyrare. Faciliteten finns dock fortfarande kvar som skydds nät och avvecklingen kommer ske i takt med att situationen på de finansiella marknaderna förbättras. Även Riksbankens utlåningsfacilitet i dollar avvecklades i november till följd av låg efterfrågan.

8 Se Finansiell stabilitet 2009:1 för en översikt av Federal Reserves okonventionella åtgärder till och med våren 2009.

9 Både TAF och TSLF syftar till att främja likviditeten på penningmarknaden genom att erbjuda krediter med längre löptider (en till tre månader) till Federal Reserves motparter.

10 TARP är en serie av åtgärdsprogram som syftar till att stärka stabiliteten på de finansiella marknaderna, underlätta situationen för finansiella institutioner och förbättra likviditeten på marknaden.

11 ECB, Bank of England och Swiss National Bank har avvecklat sina auktioner i dollar med löptider på 28 dagar och tre månader, men har kvar sina veckovisa auktioner.

## Utvecklingen på penningmarknaden

### På interbankmarknaden har förhållandena förbättrats sedan i våras.

Det speglas bland annat i att bankerna i större uträkning lånar ut till varandra igen. Även kostnaden för att låna på interbankmarknaden har fortsatt att sjunka det senaste halvåret. Detta har bidragit till att även riskpremien, mätt som skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och den förväntade styrräntan (basis-spreaden) har sjunkit med cirka 20 räntepunkter sedan förra stabilitetsrapporten. Basis-spreaden är ett vanligt mått på stress på penningmarknaden och dagens nivåer är lägre än de nivåer som rådde innan den mest akuta likviditetskrisen i september 2008 (se diagram 1:3). Däremot är riskpremien fortfarande högre än de påfallande låga nivåer som rådde under en period fram till 2007 (se ruta Finansiellt stressindex). Det är dock osäkert om riskpremierna kommer att återgå till de låga nivåerna. Ränteskillnaden har sjunkit även på andra löptider. I Sverige har exempelvis tolv månaders basis-spreaden sjunkit kraftigt sedan i våras. Även på sex månaders löptid har skillnaden minskat, dock i mindre omfattning, vilket indikerar att just detta segment inte har återhämtat sig i samma utsträckning.

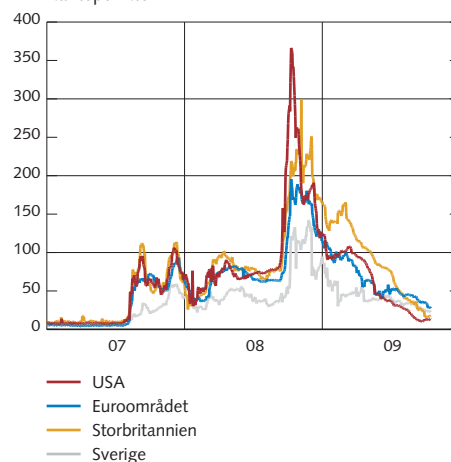
### En bidragande orsak till att situationen förbättrats är centralbankernas omfattande likviditetsstödande åtgärder.

Det är i nuläget svårt att utvärdera hur marknaden skulle fungera utan dessa stöd. Dessutom kvarstår osäkerheten kring storleken på orealiserade kreditförluster hos motparter, och därmed i viss mån bristen på förtroende mellan aktörerna på de finansiella marknaderna. Globalt sett har finansiella institut gjort förluster på cirka 1 700 miljarder dollar sedan början av krisen. För att täcka dessa har institut tillfört nytt kapital motsvarande 1 500 miljarder dollar.<sup>12</sup> Enligt IMF beräknas totala förluster uppgå till cirka 3 400 miljarder dollar (varav 2 800 miljarder dollar för bankerna).<sup>13</sup> Enligt dessa beräkningar skulle alltså stora förluster återstå att redovisa.

### Riskpremien på den svenska interbankmarknaden utgörs nästan uteslutande av kreditriskpremien.

Detta framgår om man delar upp den svenska basis-spreaden i två faktorer, relaterade till kreditrisk respektive likviditetsrisk.<sup>14</sup> Uppdelningen gör det möjligt att se hur förhållandet mellan dessa två riskpremier har varierat sedan hösten 2007 (se diagram 1:4). I början av den finansiella krisen var riskpremien främst likviditetsrelaterad, vilket stämmer med den likviditetsätstramning som uppstod i början av krisen och som härrörde från det faktum att för-

Diagram 1:3. Tre månaders interbankränta minus förväntad styrränta  
Räntepunkter



Anm. Med skillnaden mellan tremånaders interbankränta och förväntad reporänta avses i Sverige skillnaden mellan tremånaders Stibor och overnight index swap-ränta (STINA).

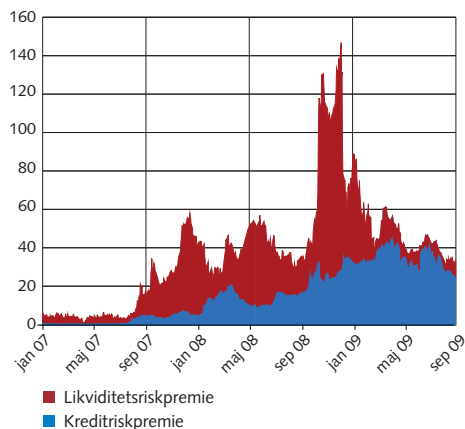
Källor: Reuters EcoWin och Bloomberg

<sup>12</sup> Se Bloomberg den 18 november 2009.

<sup>13</sup> Se IMF (2009), "Global Financial Stability Report", oktober.

<sup>14</sup> Se artikel "Riskpremien på den svenska penningmarknaden – erfarenheter från krisen", Penning- och valutapolitik 2009 nr 3, Sveriges riksbank. Metoden bygger på en modell utvecklad av Bank of England, se Bank of England (2007), "An indicative decomposition of Libor Spreads", Quarterly Bulletin, Q4.

Diagram 1:4. Indikativ uppdelning av den svenska tremånaders basis-spreaden  
Räntepunkter



Anm. Kreditrisk avser risken att en motpart inte kan fullfölja sina förpliktelser. Likviditetsrisk avser risken för att inte kunna omsätta ett värdepapper till likvida medel.

Källa: Riksbanken

troendet mellan aktörerna på marknaden försvann. I takt med att de likviditetsstödjande åtgärderna från myndigheter har fått effekt på de finansiella marknaderna har den likviditetsrelaterade andelen minskat. Samtidigt ökade den kreditriskrelaterade andelen i takt med att krisen spred sig till den reala sektorn och företagens intjäningsutsikter försämrades.

**Aktiviteten på repomarknaden är fortfarande lägre än innan krisen, både internationellt och i Sverige** (se ruta Utvecklingen på repomarknaden). Trots detta anser en stor del av marknadsaktörerna i Riksbankens riskenkät att repomarknaden fungerar tillfredställande. Det finns flera faktorer bakom den låga aktiviteten. Exempelvis vill inte bankerna öka sina belåningsgrader eller storleken på sina balansräkningar eftersom bankerna då riskerar att uppfattas som för riskfyllda.<sup>15</sup> Ett sätt att undvika detta problem är att använda en central avvecklingsmotpart (CCP). En CCP möjliggör att motriktade repor med flera olika motparter nettas ut, vilket leder till att storleken på balansräkningarna växer betydligt mindre (se ruta Central motparts-clearing). Det finns i dag flertalet CCP:er på olika repomarknader och Nasdaq OMX planerar att lansera en central avvecklingsmotpart för repomarknaden i Sverige inom kort.

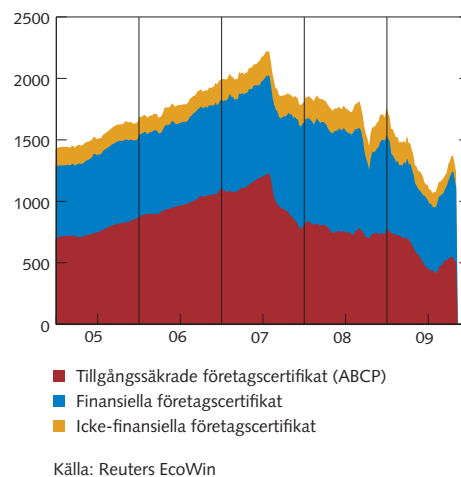
**Stora mängder överskottslikviditet samt låga och stabila räntor bidrar också till den låga aktiviteten på repomarknaden.** Samtidigt har det medfört ovanliga ränterörelser på flera repomarknader. Det stora utbudet av statspapper har i många länder bidragit till att räntan på korta repor legat över räntan på icke-säkerställda interbanklån. I USA har Federal Reserves köp av värdepapper utgivna av bostadsinstituten Fannie Mae och Freddie Mac skapat brist på dessa, vilket har lett till

15 I Sverige och Europa tillämpas redovisningsstandard IFRS som innebär att storleken på balansräkningen för den som lånar ut ett värdepapper under en repa ökar med hela repans värde. Eftersom aktörerna riskerar att uppfattas som mer riskfyllda ju större deras balansräkning i förhållande till deras kapital är finns det en ovilja att ingå repor. I USA tillämpas i stället en annan standard (US GAAP), under vilken repor inte nämnvärt ökar balansräkningen.

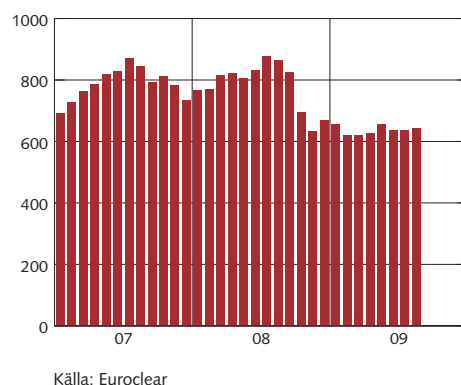
att reporäntorna på sådana papper legat på nästan samma nivåer som reporäntorna på statspapper. Under senare tid finns det vissa tecken, i både USA och Europa, på en viss ökning av intresset för repor med värdepapper av lägre kvalitet som säkerhet, men det handlar fortfarande om mycket små volymer. På den så kallade triparty-repomarknaden, där en clearingorganisation agerar mellanhand, kvarstår problemet med stora koncentrationsrisker som kan hota den finansiella stabiliteten.<sup>16</sup> Det pågår dock ett omfattande arbete med att förändra denna marknad så att riskerna minskar.

**Emissionsvolymerna på marknaden för företagscertifikat är fortfarande låga både i USA och i Europa.**<sup>17</sup> Till viss del är de låga volymerna en följd av att företagens upplåningsbehov har minskat på grund av lågkonjunkturen, både internationellt och i Sverige (se kapitel 2). Samtidigt kan det vara ett tecken på att tillgången på långsiktig finansiering har ökat och att företagen i allt mindre utsträckning efterfrågar kortfristig finansiering (se avsnitt Utvecklingen på obligationsmarknaden). Sedan augusti har dock emissionsvolymerna på den amerikanska marknaden ökat något efter rekordlåga nivåer i juli (se diagram 1:5). Samtidigt har efterfrågan på Federal Reserves åtgärdsprogram som är riktade mot marknaden för företagscertifikat minskat i takt med att det blivit förhållandevis billigare för företagen att finansiera sig direkt på marknaden.<sup>18</sup> På marknaden för tillgångssäkrade företagscertifikat (Asset-Backed Commercial Papers (ABCP)) är likviditeten fortfarande dämpad, speciellt på löptider mellan sex och tolv månader. Anledningen är att efterfrågan från amerikanska penningmarknadsfonder som tidigare köpte stora volymer av ABCP har minskat. På marknaden för Euro Commercial Papers (ECP) tycks emissionsvolymerna ha stabiliserats på en lägre nivå jämfört med perioden fram till hösten 2008 (se diagram 1:6). Det är nästan uteslutande företag med höga kreditbetyg som står för den utestående volymen av ECP.

**Diagram 1:5. Utestående volym av företagscertifikat utgivna i USA**  
Miljarder dollar



**Diagram 1:6. Utestående volym av Euro Commercial Paper**  
Miljarder dollar



<sup>16</sup> Triparty-repomarknaden domineras av två stora aktörer: Bank of New York och J.P. Morgan.

<sup>17</sup> Dessa marknader är en viktig källa till kortsiktig finansiering för svenska banker och företag.

<sup>18</sup> Federal Reserve har infört tre åtgärdsprogram riktade mot företagscertifikatmarknaden: Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Money Market Investor Funding Facility (MMIFF). MMIFF avslutades i oktober eftersom antalet deltagare var litet. CPFF och AMLF är förlängda till februari 2010. Se Finansiell stabilitet 2009:1 för beskrivning av dessa program.

**R**epomarknaden är en viktig finansieringskälla för banker och andra finansiella institutioner. Denna marknad fick en ökad betydelse under åren innan den finansiella krisen men har sedan dess minskat i omfattning i flera länder. Denna ruta beskriver utvecklingen på repomarknaden under den finansiella krisen.

En repa är en transaktion som kombinerar ett köp av ett värdepapper med ett löfte att sälja tillbaks värdepapperet till ett förutbestämt pris på ett förutbestämt datum. Repor används antingen i syfte att komma över likvida medel eller värdepapper. I den vanligaste formen av repotransaktion vill ägaren av ett värdepapper få tillgång till likviditet och repar därmed ut värdepapperet mot kontanter. Eftersom lånet är säkerställt med värdepapperet är räntan normalt sett lägre än för ett icke säkerställt interbanklån. Därmed utgör en repa ett billigt finansieringsalternativ.

Repor kan också fungera som ett instrument för att komma över ett visst värdepapper. En sådan transaktion kallas för omvänd repa. Kontanterna betraktas då som säkerheter för lånet av värdepapperet. Eftersom äganderätten till värdepapperet övergår till motparten i repotransaktionen kan värdepapperet säljas vidare. Detta gör att en investerare kan repa in ett värdepapper mot kontanter och sedan sälja värdepapperet vidare i hopp om att köpa tillbaka det senare till ett lägre pris. Därmed kan repor också användas för att spekulera i fallande priser på värdepapper.

### Ökad repofinansiering

Mellan 2002 och 2007 växte repomarknaderna kraftigt internationellt. Den utestående volymen repor i USA steg med 50 procent under denna period.<sup>19</sup> En bidragande orsak till detta var den starka tillväxten på marknaderna för värdepapperisering i framför allt USA. I takt med att främst investmentbanker gjorde om en stor del av tillgångarna på sina balansräkningar till

värdepapper, genom så kallad värdepapperisering, kunde de använda dessa värdepapper som säkerheter i repotransaktioner. Eftersom repomarknaden utgjorde ett billigt finansieringsalternativ försköts finansieringen alltmer mot den normalt mycket kortfristiga repomarknaden. Detta skapade stora löptidsskillnader mellan bankernas tillgångar och skulder.

Repomarknaderna möjliggjorde också ökade belåningsgrader till låga kostnader. Genom att repa ut värdepapper mot likviditet som sedan användes för att investera i nya värdepapper, vilka sedan i sin tur repades ut mot ytterligare likviditet och så vidare, kunde höga belåningsgrader byggas upp. Det var dock inte möjligt att låna mot tillgångens fulla marknadsvärde, utan ett värderingsavdrag gjordes normalt, så kallad haircut.<sup>20</sup> De låga riskpremierna under åren innan den finansiella krisen gjorde emellertid att värderingsavdragen på repomarknaden var extremt låga, vilket möjliggjorde höga belåningsgrader till låga kostnader.

De amerikanska investmentbankerna kunde alltså via repomarknaden kraftigt öka löptidsskillnaden mellan tillgångar och skulder och samtidigt höja belåningsgraderna. Därmed blev bankerna exponerade mot risken att likviditeten på repomarknaden skulle försvinna. Eftersom löptiden på reporna ofta endast var en dag behövde investmentbankerna ha tillgång till repomarknaderna dagligen för att inte fallera.

### Finanskrisen medförde ökade värderingsavdrag

När den finansiella krisen bröt ut steg motpartsrisken på de finansiella marknaderna samtidigt som behovet av likviditet ökade, vilket resulterade i att interbankmarknaden i praktiken var stängd för flertalet aktörer. Allt fler sökte sig i stället till repomarknaden för finansiering.

Osäkerheten kring värderingen av främst värdepapperiserade tillgångar gjorde dock att det blev allt svårare att repa och därmed finansiera annat än mycket högkvalitativa värdepapper. Värderingsavdragen för riskfyllda värdepapper

<sup>19</sup> Hörtdahl, P och King, M (2008), "Developments in the repo markets during the financial turmoil", BIS Quarterly Review, december.

<sup>20</sup> Ett värderingsavdrag på exempelvis fem procent innebär att man endast kan låna 95 kronor mot ett värdepapper som har ett marknadsvärde på 100 kronor. De resterande fem kronorna måste då finansieras med eget kapital.

per steg kraftigt och strukturerade produkter förlorade helt sin status som säkerheter på repomarknaden.<sup>21</sup> Därmed försvann också finansieringen för många internationella storbanker som i praktiken upplevde en så kallad bank run.<sup>22</sup>

Eftersom investmentbankerna hade förkortat löptiden på sina skulder samtidigt som de byggt upp höga belåningsgrader blev de mycket snabbt och kraftigt påverkade av de ökade värderingsavdragen, speciellt för värdepapperiserade tillgångar. Detta ledde till kraftigt fallande priser på strukturerade produkter, vilket bidrog till än högre värderingsavdrag som i sin tur ledde till ytterligare fallande priser. Bristen på likviditet och fallande värden på bankernas tillgångar i form av strukturerade produkter hotade deras solvens. Detta gjorde att investerare var ovilliga att låna ut pengar till bankerna. I stället förlitade man sig endast på omvända repor med statspapper som säkerhet som kort placering för likviditet. Detta bidrog till en stress på repomarknaden i form av kraftigt ökad efterfrågan på statspapper och fallande reporäntor.

#### *Europeiska och svenska repomarknaden mindre påverkad än den amerikanska*

Utvecklingen på den europeiska repomarknaden var betydligt mindre dramatisk än på den amerikanska. En möjlig förklaring till detta är att det innan krisen saknades en aktiv marknad för repor med strukturerade produkter i Europa, vilket kan ha minskat beroendet av finansiering från denna marknad. Detta kan bero på att den europeiska centralbanken hade lägre säkerhetskrav och en bredare grupp av motparter än andra centralbanker. Därmed kunde flertalet aktörer finansiera strukturerade produkter hos centralbanken, vilket bidrog till att effekten av att repomarknaden slutade acceptera riskfyllda värdepapper blev betydligt mindre än i USA.

Utvecklingen i Sverige påminner om den europeiska. Fram till hösten 2008 gjorde sig krisen påmind främst genom att utländska aktörer, som tidigare stått för en stor del av omsättning-

en, lämnade den svenska repomarknaden. Dessa var framför allt internationella hedgefonder men även investmentbanker, vilka drabbades tidigare av den finansiella krisen än de svenska aktörerna.

Efter att Lehman Brothers ansökt om konkurskydd påverkades dock även den svenska repomarknaden mer direkt. Investerare skydde allt förutom statspapper, vilket ledde till svårigheter att repa säkerställda obligationer. I stället ökade efterfrågan på svenska statskuldväxlar kraftigt på både avista- och repomarknaden. Riksgälden tillförde då stora mängder statskuldväxlar till marknaden via repor och extra nyemissioner. De pengar som myndigheten fick in användes sedan för att ingå omvända repor i säkerställda obligationer, vilket förbättrade finansieringsmöjligheterna för dessa värdepapper.

#### *Låg aktivitet på repomarknaderna*

Även om det finns skillnader i utvecklingen mellan olika länder har det generellt blivit svårare och dyrare att finansiera riskfyllda värdepapper på repomarknaderna, och omsättningen är fortfarande låg. De ökade kostnaderna har bidragit till högre riskpremier på avistamarknaden. I takt med att situationen på kreditmarknaderna under senare tid generellt har förbättrats har det dock skett en lättning på repomarknaderna. Samtidigt har statliga garantiprogram och långa lån från centralbanker bidragit till den lägre aktiviteten på repomarknaden. Det beror på att behovet av att repa ut värdepapper för att få tillgång till likviditet har minskat. Dessutom har intresset för att spekulera i fallande priser på statspapper och andra högkvalitativa räntebärande värdepapper varit litet till följd av att räntorna sjunkit och förväntas ligga lågt under en längre period. En annan orsak är att flertalet banker är ovilliga att bygga upp höga belåningsgrader. Givet att dessa omständigheter fortsätter att råda förväntas aktiviteten på repomarknaderna vara fortsatt låg.

Det är dock inte säkert att omsättningen eller riskpremierna på repomarknaden inom en

21 Strukturerade produkter består av pooler av värdepapperiserade lån.

22 En bank run uppstår när ett stort antal bankkunder tar ut sina placeringar i banken eftersom de tror att banken är, eller kan bli, insolvent.

snar framtid kommer att återgå till nivåer som rådde innan krisen. Mot bakgrund av flertalet omfattande internationella regleringsförslag som diskuteras är det i dag svårt att se att det i framtiden kommer att vara möjligt för aktörer att

väsentligt höja sina belåningsgrader eftersom detta exponerar aktörerna för likviditetsrisker. Repomarknaden kommer dock även i fortsättningen att vara en viktig finansieringskälla för många institutioner.

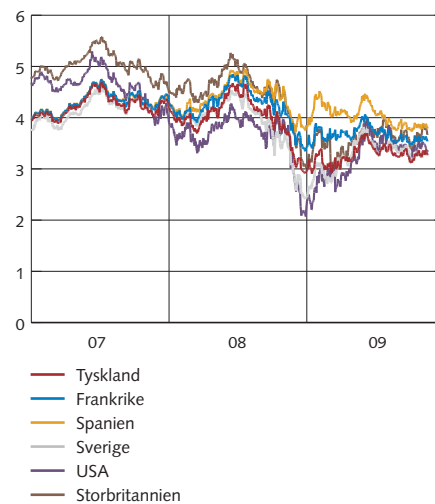


## Utvecklingen på obligationsmarknaden

**En hög efterfrågan på statsobligationer har medfört att obligationsräntorna sjunkit något sedan i somras (se diagram 1:7).** Expansiv finanspolitik och omfattande statliga åtgärder har medfört stora underskott i de offentliga finanserna och en ökning av statskulden i flera länder. För att finansiera dessa har utbudet av statsobligationer ökat i många länder. Allt annat lika innebär ett ökat utbud att priserna pressas nedåt och att räntorna därigenom stiger. Det ökade utbudet har dock mötts av en hög efterfrågan på den här typen av säkra tillgångar. Det kan delvis härledas till planerna på en ny global standard för likviditetshantering, som har medfört att bankerna i förebyggande syfte har köpt likvida värdepapper som exempelvis statsobligationer (se ruta Den internationella regleringsagendan). I kombination med att centralbanker har köpt statsobligationer har detta inneburit att räntorna det senaste halvåret har sjunkit i både USA och Europa trots det ökade utbudet.<sup>23</sup> Även de svenska obligationsräntorna har sjunkit något delvis till följd av Riksbankens tre lån till fast ränta i samband med de penningpolitiska besluten i juli, september och oktober. Utvecklingen framöver kommer troligtvis att påverkas av att flera länders regeringar kommer att behöva fortsätta emittera stora volymer av statsobligationer. På vissa marknader, exempelvis den amerikanska, finns en oro för hur marknaden kommer att påverkas av den kraftiga ökningen av statskulden. I detta sammanhang finns det en risk att det statliga lånebehovet tränger ut möjligheten för företagsupplåningen.

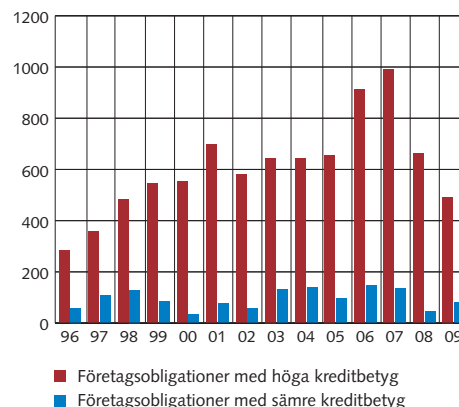
**Emissionsvolymerna för företagsobligationer med goda kreditbetyg är fortfarande höga jämfört med i slutet av 2008.**<sup>24</sup> Fram till oktober i år uppgick emissionsvolymen på den amerikanska marknaden för företagsobligationer med god kreditvärdighet till nästan 630 miljarder dollar, jämfört med 610 miljarder dollar för samma period 2008 (se diagram 1:8). På den europeiska marknaden uppgick emissionsvolymerna i september till cirka 210 miljarder euro, vilket är en kraftig ökning jämfört med tidigare år.<sup>25</sup> Majoriteten emissioner på den europeiska marknaden har gjorts med medelgoda kreditbetyg och med en löptid på fyra, fem eller sju år. Det höga antalet emissioner med längre löptider och till lägre kostnader indikerar att situationen på marknaden för företagsobligationer har förbättrats. Detta avspeglas också i att riskpremien mätt som skillnaden mellan räntan på en företagsobligation och räntan på en statsobligation, den så kallade kreditspreaden, är tillbaka på samma nivåer som innan Lehman Brothers

**Diagram 1:7. Räntor på tioåriga statsobligationer i olika länder**  
Procent



Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 1:8. Emissionsvolymerna för företagsobligationer på den amerikanska marknaden**  
Miljarder dollar



Anm. Emissionsvolymen för 2009 är beräknad fram till och med oktober 2009.

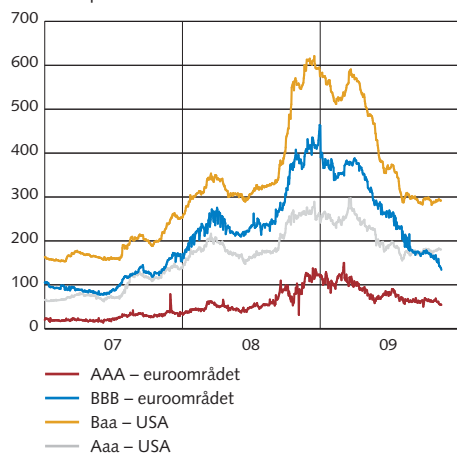
Källa: SIFMA

23 I nuläget är det Federal Reserve, Bank of England samt Bank of Japan som har köpt statsobligationer.

24 Med goda kreditbetyg menas kreditbetyg som är BBB- eller högre enligt Standard & Poor's definition och Baa eller högre enligt Moody's definition.

25 Uppgift från Dealogic via SEB (2009), "Nordic Credit Quarterly", den 16 september.

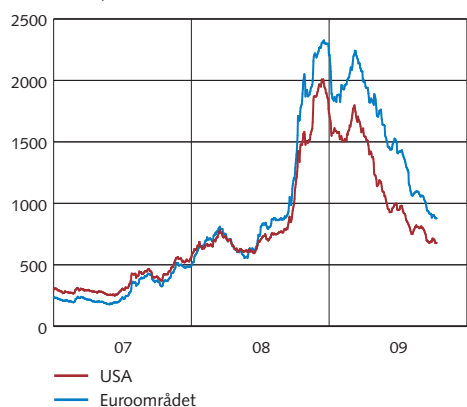
**Diagram 1:9. Kreditspreadar för företagsobligationer i USA och euroområdet**  
Räntepunkter



Anm. Definitionen enligt Moody's och Standard & Poor's. Avser obligationer med en löptid på tio år för Sverige och nära 30 år för USA.

Källa: Reuters EcoWin

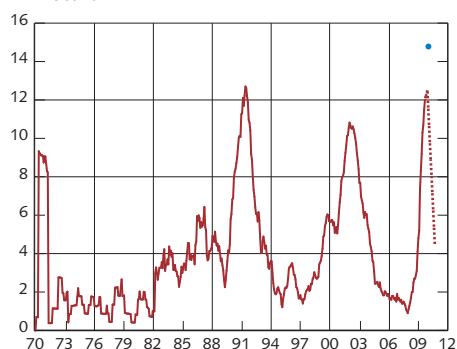
**Diagram 1:10. Kreditspreadar för företagsobligationer med hög avkastning i USA och euroområdet**  
Räntepunkter



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

Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 1:11. Faktisk global konkursgrad samt prognos**  
Procent



Anm. Diagrammet avser andelen av företag klassificerade till Ba/BB eller lägre av Moody's/Standard & Poor's som fallerat, eftersom majoriteten av antalet fallissemang sker bland företag med den klassificeringen. Punkten anger Moody's prognos från maj 2009.

Källa: Moody's

ansökte om konkursskydd (se diagram 1:9). Ett annat tecken i denna riktning är att andelen emissioner med statlig garanti har minskat sedan i våras. Företagens stora finansieringsbehov trots lågkonjunkturen kan förklaras av att de, till följd av finansieringssvårigheterna under den mest akuta krisen, har ett uppdämt behov av att låna på marknaden. De höga emissionsvolymerna hänger sannolikt också samman med att bankerna har stramat åt sin företagsutlåning under lågkonjunkturen. Under senare tid har dessutom investerares efterfrågan på företagsobligationer ökat i takt med att de söker en högre avkastning och diversifieringsmöjligheter. Det är även tänkbart att en fortsatt låg efterfrågan på värdepapperiserade produkter har ersatts av en ökning i efterfrågan på företagsobligationer.

**Företag med sämre kreditbetyg har fått bättre tillgång till finansiering via kreditmarknaden sedan i våras, speciellt i USA.**<sup>26</sup> På den amerikanska marknaden för högavkastande (high-yield) företagsobligationer ökade emissionsvolymerna i september jämfört med de låga volymerna under 2008 (se diagram 1:8). Även på den europeiska marknaden har emissionsvolymen för högavkastande bolag ökat efter att marknaden varit i stor sett stängd sedan hösten 2007. Totalt i USA, Europa och Storbritannien utgör emissioner från företag med sämre kreditbetyg endast fyra procent av den totala emissionsvolymen sedan årsskiftet. Cirka en tredjedel av dessa har gjorts mot säkerheter i emittentens tillgångar för att göra emissionen mera attraktiv. Både på den amerikanska och på den europeiska marknaden för högavkastande obligationer har riskpremien, kreditspreaden, minskat (se diagram 1:10). De lägre riskpremierna är delvis ett resultat av att investerarna tar större risker för att få högre avkastning men också av bättre utsikter för företagen, vilket avspeglas i en lägre förväntad global konkursgrad. Den faktiska globala konkursgraden bland högavkastande bolag uppgick under tredje kvartalet till 12 procent.<sup>27</sup> Enligt prognosen förväntas konkursgraden att nå sin toppnotering vid årsskiftet för att därefter sjunka kraftigt till sommaren 2010 (se diagram 1:11). Detta är en lägre toppnotering jämfört med prognosen i våras.

**På marknaden för företagsobligationer utgivna i svenska kronor har emissionsvolymerna minskat jämfört med i våras.** Däremot har emissionsvolymen hittills i år ökat jämfört med samma period 2008. Aktiviteten på marknaden är dock fortsatt låg med ett fåtal emittenter jämfört med innan krisen. Andelen emissioner från icke-finansiella företag har däremot minskat jämfört med 2008. Till viss del kan detta förklaras av att icke-finansiella företag valt att låna via AB Svensk Exportkredit (SEK) i stället för att emittera på marknaden.<sup>28</sup> Enligt

<sup>26</sup> Sämlre kreditbetyg definieras företagsobligationer som klassificeras som BB/Ba eller lägre enligt Standard & Poor's/Moody's definitioner. Dessa obligationer refereras ofta till som högavkastande obligationer, high yield eller junk bonds.

<sup>27</sup> Se Moody's Investor Survey (2009), "October Default Report".

<sup>28</sup> AB Svensk Exportkredit har genom staten fått kapitaltillskott för att utöka sin utlåning till svenska företag för att underlätta företagets finansieringsmöjligheter. I september uppgick den totala utlåningen hos SEK till cirka 60 miljarder kronor. Av dessa var cirka 90 procent till nya kunder.

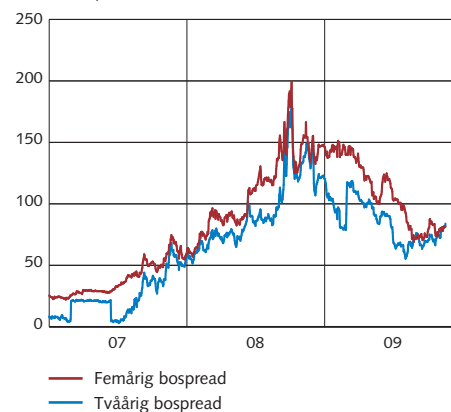
Riksbankens företagsintervjuer är den generella uppfattningen att tillgången till finansiering överlag har förbättrats något.<sup>29</sup> Marknaden för företagsobligationer anses i viss mån ha förbättrats och då främst på kortare löptider, med undantag för stora företag som har kunnat emittera på längre löptider. Kostnaden för lång upplåning anses fortfarande vara hög, vilket avskräcker många företag från detta segment. Sammantaget anser företagen att situationen på den svenska kreditmarknaden är förbättrad men ännu inte helt återställd.

**I Europa fungerar marknaden för säkerställda bostadsobligationer bättre än i våras.** Detta illustreras av flera emissioner, större volymer och lägre kostnader. Förbättringen är främst en följd av ECB:s program för uppköp av säkerställda bostadsobligationer som startade i juli 2009. Sedan programmet påbörjades har säkerställda bostadsobligationer kunnat emitteras i länder där detta tidigare varit svårt om än inte omöjligt, så som exempelvis Spanien, Frankrike, Tyskland, Portugal, Nederländerna och Italien. Emissioner med statliga garantier ersätts i ökande takt av emissioner av säkerställda obligationer, vilket är ett omvänt förhållande jämfört med i våras. Även svenska banker emitterar säkerställda obligationer på den europeiska marknaden. Kostnaden för denna transaktion steg under krisen och är fortfarande hög (se ruta Säkerställda obligationer i euro som swappas till svenska kronor – en dekomponering av kostnader).

**Även i Sverige har marknaden för säkerställda bostadsobligationer förbättrats.**<sup>30</sup> Detta avspeglas i fler emissioner, längre löptider och lägre kostnader. Enligt Riksbankens riskenkät uppger marknadsaktörerna att likviditeten på marknaden för bostadsobligationer har förbättrats sedan i våras (se ruta Svenska aktörers syn på risker och den svenska marknads funktion). Som ett resultat av detta har skillnaden mellan räntan på bostadsobligationer och statsobligationer sjunkit kraftigt (se diagram 1:12). Ränteskillnaden ger ett mått på riskpremien på marknaden för bostadsobligationer i Sverige, vilken i nuläget är tillbaka på nivåer som rådde innan den mest akuta krisen under hösten 2008. Trots detta är nivåerna fortfarande höga jämfört med innan krisen (se ruta Finansiellt stressindex). På andrahandsmarknaden är dock likviditeten fortsatt låg. Anledningen är att det i nuläget finns ett efterfrågeunderskott till följd av att internationella investerare i stor omfattning har övergett den svenska marknaden.

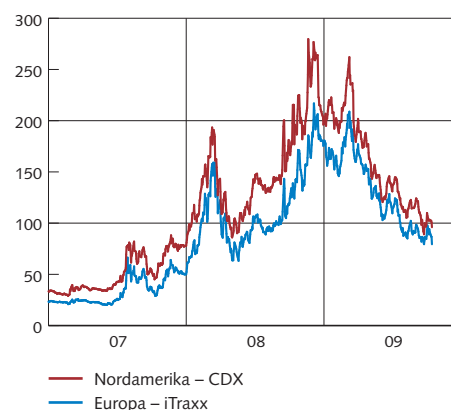
**Kostnaden för att försäkra sig emot kreditrisken i företagsobligationer är fortfarande hög i ett historiskt perspektiv** (se diagram 1:13). Sedan sommaren 2009 har dock premierna på Credit Default Swaps (CDS) fortsatt att sjunka och är nu nere på samma nivå som innan september 2008. Premien för ett CDS-kontrakt motsvarar den kost-

**Diagram 1:12. Skillnaden mellan räntorna på en bostadsobligation och en statsobligation med två respektive fem års löptid**  
Räntepunkter



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

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

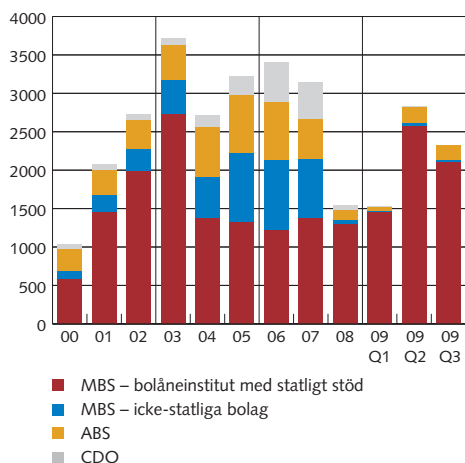


Källor: Reuters EcoWin och Bloomberg

29 Se Sveriges riksbank (2009) "Riksbankens företagsintervjuer i september 2009", [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

30 Med bostadsobligationer avses här och i följande stycken säkerställda bostadsobligationer eftersom dessa dominerar den svenska marknaden för bostadsobligationer

**Diagram 1:14. Emissionsvolymerna i USA på marknaden för värdepapperiserade tillgångar**  
Miljarder dollar



Anm. Emissionsvolymerna för CDO är globala. Kvartalsobservationerna är omräknade till årstakt för att kunna jämföras med tidigare observationer.

Källa: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

nad som en investerare är villig att betala för att försäkra sig mot en eventuell konkurs i ett företags underliggande tillgångar, och speglar därmed kreditrisken i de underliggande tillgångarna. Utvecklingen i CDS-premierna är nära sammankopplad med tillståndet i den reala och finansiella sektorn. I takt med att konjunkturutsikterna ljusnar minskar investerarnas vilja att betala för att försäkra bort konkursrisken. För mer information om hur denna marknad har fungerat under krisen och om initiativ till att öka användningen av centrala motparter se ruta Central motpartsclearing.

## Utvecklingen på marknaden för värdepapperiserade tillgångar

**Emissionerna på den globala marknaden för värdepapperiserade tillgångar har ökat men är fortfarande lägre än innan krisen** (se diagram 1:14). Marknaden för värdepapperiserade tillgångar växte kraftigt åren innan finanskrisens utbrott 2007, och blev en viktig källa till finansiering för banker världen över. Dessutom tillhandahöll den lösningar som gjorde riskhanteringen effektivare.<sup>31</sup> Det fanns dock brister i marknadens sätt att fungera, bland annat i hur tillgångarna värderades, som bidrog till att förstärka finanskrisen.<sup>32</sup> Regleringar kring dessa frågor diskuteras nu världen över. Rätt hanterat finns det dock stora fördelar med värdepapperisering som också kan få effekter på det svenska finansiella systemet, även om svenska banker inte använder denna marknad för sin finansiering i någon större utsträckning. Under 2008 föll emissionerna av värdepapperiserade tillgångar globalt. Särskilt kraftigt föll emissionerna av Collaterised Debt Obligations (CDO) och de tillgångar som utgör säkerhet för dessa obligationers kassaflöden.<sup>33</sup> Det var delvis en följd av att kreditbetygen för värdepapperiserade tillgångar sänktes och att förtroendet för dessa tillgångar sjönk. Under 2009 har dock aktiviteten på marknaden ökat något. Priserna har stigit och kreditspreadarna har fallit på olika typer av värdepapperiserade tillgångar, däribland CDO och dessas underliggande tillgångar. Även handeln med dessa tillgångar har ökat. Samtidigt har flera länder, däribland USA, infört stödåtgärder för värdepapperiserade tillgångar i form av garantier och program. Utan dessa program hade aktiviteten sannolikt varit betydligt lägre. I övrigt har marknaden för värdepapperiserade tillgångar kännetecknats av likvideringar och viss lyckad omstrukturering och försäljning av tidigare osäljbara värdepapper.

31 Idén bakom värdepapperisering är att kreditrisken för en portfölj av fordringar är mindre än de individuella fordringarnas sammanlagda kreditrisk. Genom att sälja sådana portföljer med fordringar kan banker öka sin belåning samtidigt som kreditrisken sprids i det finansiella systemet.

32 Se Johansson, W. M., Nyberg, L., och Persson M., (2008), "Oron på de finansiella marknaderna – orsaker och konsekvenser", Penning- och valutapolitik, 2008:1, Sveriges riksbank.

33 En CDO är ett värdepapper som bär ränta baserad på kassaflöden från olika underliggande räntebärande värdepapper.

**Efter att ha försvunnit nästan helt under krisen har emissionerna av Mortgage-Backed Securities (MBS) emitterade av icke-statliga bolag i USA börjat återhämta sig under 2009.** MBS är ett vanligt underliggande värdepapper i CDO där kassaflödet härstammar från ett stort antal bostadslån. De ökade volymerna beror till största delen på att tidigare värdelösa MBS har omstrukturerats och sålts vidare som tillgångar med höga kreditbetyg. Volymen MBS emitterade av icke-statliga bolag i Europa har legat på en högre nivå än i USA. De europeiska emissionerna har dock nästan uteslutande skett i syfte att låta dessa värdepapper utgöra säkerheter för de likviditetsfaciliteter som centralbanker tillhandahåller. Även den blygsamma volymen av CDO-emissioner är till stor del en effekt av att de har använts som säkerhet gentemot stödlån från centralbanker. MBS-emissioner gjorda av statligt stödda bolåneinstitut i USA har hållit en förhållandevis hög nivå även under den senaste tiden. Det är en följd av att dessa värdepapper i princip är statligt garanterade.

**Emissionsvolymerna av Asset-Backed Securities (ABS) som inte har fastigheter som säkerhet har varit förhållandevis stabila.** ABS är en annan vanlig underliggande tillgång i CDO, vars kassaflöden härstammar från ett antal underliggande tillgångar av olika sorter. Den stabila nivån är delvis en följd av den amerikanska statens program (TALF) som inrättades för att stödja emissioner av ABS och som medförde att kreditspreadarna på ABS sjönk.

## Stark utveckling på aktiemarknaden

**Utvecklingen på aktiemarknaden har präglats av en stark återhämtning i börskurser och en minskad volatilitet.** Den negativa trenden som inledde året bröts i mitten av mars 2009 och börsen har sedan dess fortsatt att stiga (se diagram 1:15). Denna utveckling gäller såväl internationellt som i Sverige. Förbättrade konjunktursikter i kombination med överraskande starka bolagsrapporter har bidragit till den positiva utvecklingen. Flera investerare har återvänt till aktiemarknaden för att få en högre avkastning än med de mer säkra investeringsalternativen som statspapper. Den kraftiga kursuppgången kan också tyda på att det finns gott om likviditet i systemet. Samtidigt har kursrörelserna minskat jämfört med under 2008 och början av 2009, vilket illustreras av att den implicita volatiliteten har sjunkit (se diagram 1:16).<sup>34</sup> Det kan delvis härledas till de förbättrade konjunktursiktterna och ett ökat förtroende för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Detta har också påverkat värderingen av bolag i termer av P/E-tal som har ökat under senare tid (se diagram 1:17). Det beror på att börskurserna har stigit samtidigt som bolagens vinstutveckling är pressad av den rådande lågkonjunkturen. P/E-kvoten är dock fortfarande lägre än det historiska genomsnittet sedan 1996.

Diagram 1:15. Börsutveckling  
Index, 2 januari 2008 = 100

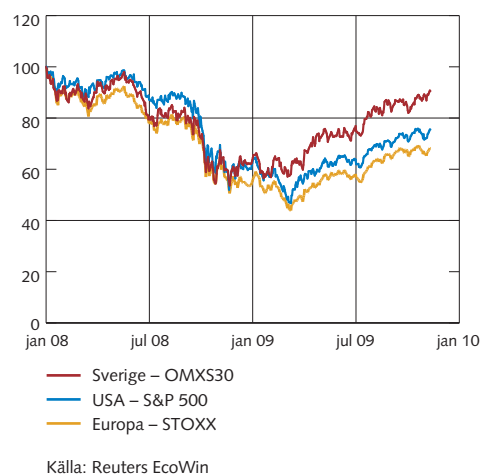
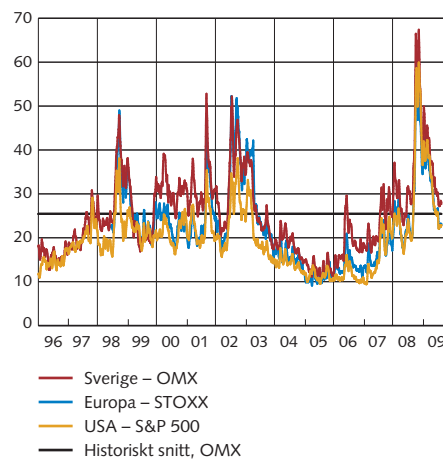


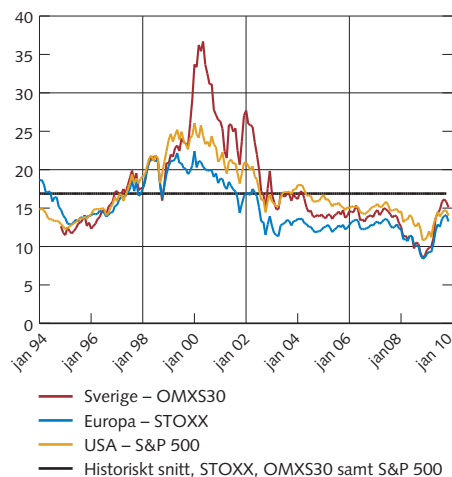
Diagram 1:16. Implicit volatilitet på aktiemarknaden  
Procent, 10 dagars glidande medelvärde



Anm. Historiskt snitt avser perioden januari 1996 – oktober 2009.

Källa: Bloomberg

Diagram 1:17. P/E-kvot



Anm. Historiskt snitt avser perioden april 1996 – oktober 2009.

Källa: Reuters EcoWin

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

**De svenska bankaktierna har sedan årsskiftet stigit betydligt mer än börsen som helhet.** Därmed har de återhämtat en stor del av börsfallet under 2007/08. De svenska storbankernas marknadsandel i det svenska börsindexet OMXS30 uppgick i september till cirka 20 procent. Sedan början av 2009 har betavärdet för svenska bankaktier stigit, vilket indikerar att de är mer riskfyllda.<sup>35</sup> En anledning till det kan vara bankernas exponeringar mot de baltiska länderna. Under sommaren har denna risknivå sjunkit men ligger fortfarande över sitt långsiktiga medelvärde. Den senaste tidens positiva utveckling är ett tecken på att utsikterna och förtroendet för de svenska bankerna har förbättrats.

### Sammanfattande riskbild för de finansiella marknaderna

**Trots en fortsatt förbättring på de finansiella marknaderna är det för tidigt att säga att krisen är över.** Myndigheternas åtgärder stöttar fortfarande marknaden och det är svårt att bedöma hur stor del av likviditetsrisken som hålls nere av likviditetsstödande åtgärder. Samtidigt finns en fortsatt oro för att stora kreditförluster ska realiseras, vilket gör att bristen på förtroende mellan aktörerna delvis kvarstår. Innan förtroendet är helt återställt kommer det finansiella systemet att vara ansträngt och till viss del beroende av fortsatta stödåtgärder. Så länge det finansiella systemet fortfarande är känsligt för enskilda chocker riskerar negativa händelser eller störningar att utlösa nya problem. En ny chock kan i sin tur hota den påbörjade realekonomiska återhämtningen och leda till att världsekonomin försämras på nytt.

**Avvecklingen av stödåtgärder (exit) bör ske successivt, i takt med att marknaderna tillfrisknar.** När de åtgärder som vidtagits för att stötta de finansiella marknaderna, så kallade finansmarknadsåtgärder, trappas ned måste hänsyn tas till de samband som finns med avvecklingen av finanspolitiska och penningpolitiska åtgärder. Det är viktigt att identifiera på vilka sätt åtgärderna är beroende av varandra. Vissa finansmarknadsåtgärder har utformats på ett sådant sätt att det finns incitament för naturlig avveckling, exempelvis genom att priset för att utnyttja faciliteten är relativt högt satt. Förbättrade villkor på de finansiella marknaderna har lett till att vissa stödåtgärder redan har avvecklats. För andra stöd finns indikatorer på att intresset minskat. Det är dock svårt att avgöra vilken psykologisk betydelse de kvarstående stöden har. Vetskapen om att de finns där kan innebära att de fortfarande uppfyller ett syfte. Kostnaderna för en för tidig avveckling kan bli stora, som i USA under 1936 då depressionen åter fick grepp om den amerikanska ekonomin eftersom den ekonomiska politiken strammades åt för tidigt. Men även en fördröjd avveckling kan bli kostsam

<sup>35</sup> Betavärdet mäter hur avkastningen på en aktie varierar i förhållande till ett brett marknadsindex.

om den ökar inflationstrycket och skapar omotiverat mycket likviditet i systemet. I möjligaste mån bör avvecklingen av finansmarknadsåtgärder, nationellt och globalt, ske under likartade former och med hänsyn tagen till hur åtgärderna är beroende av varandra. Risken är annars att det uppstår arbitragemöjligheter mellan länder, vilket kan ge oönskade kapitalflöden.

**R**iksbanken har tagit fram två jämförbara index över finansiell stress, ett internationellt och ett svenskt. De syftar till att ge en översiktlig bild av stressnivån på de finansiella marknaderna. I stället för att analysera varje marknad individuellt gör alltså indexen det möjligt att följa hur den sammanlagda finansiella stressnivån utvecklas. Metoden för att ta fram indexen är relativt enkel och därför syftar de till att utgöra diskussionsunderlag snarare än exakta mått. Det ena indexet är baserat på den svenska marknaden medan det andra är baserat på den amerikanska marknaden, som därmed får representera de internationella förhållandena. Indexen visar tydligt att graden av finansiell stress har sjunkit betydligt i Sverige och internationellt, jämfört med under den mest akuta krisen. Stressnivån överstiger dock fortfarande det historiska genomsnittet. Indexens utfall beskrivs nedan, efter en kort presentation av komponenterna och indexens utformning.<sup>36</sup>

### *Komponenterna*

Det finns flera exempel på index som mäter finansiell stress. Ett sådant är IMF:s "Global financial stability map".<sup>37</sup> IMF använder i sin kartläggning en ansats där riskerna inom makroekonomi, tillväxtmarknader, kredit, marknad och likviditet mäts. Indexet bedömer också viljan att ta risk och de finansiella och monetära förhållandena.

Riksbankens index utgår från utvecklingen på kapitalmarknaden. Denna marknad är viktig då den förser företag och privatpersoner med finansiering. Indexen baseras på komponenter från aktiemarknaden, obligationsmarknaden och penningmarknaden, som alla är delar av kapitalmarknaden. Aktiemarknaden förser företag med finansiering genom börsintroduktioner och nyemissioner. Penning- och obligationsmarknaden erbjuder lån med kortare respektive längre

löptider. För varje marknad har en komponent valts ut.

För att mäta stressen på aktiemarknaden används volatiliteten, som är ett mått på hur mycket börskurserna på aktiemarknaden varierar över tiden.<sup>38</sup> Volatiliteten har betydelse för den kompensation som marknaden kräver för att bära risk, den så kallade riskpremien. Om volatiliteten är hög innebär det att riskpremierna ökar, och därmed att avkastningskravet utöver den riskfria räntan ökar. Det innebär att finansieringen på aktiemarknaden blir dyrare.

För att mäta stressen på obligationsmarknaden används skillnaden mellan riskfri och riskfylld ränta. På den svenska obligationsmarknaden används skillnaden mellan räntan på säkerställda bostadsobligationer och statsobligationer (obligationsspread). Riskpremien på den amerikanska obligationsmarknaden mäts med hjälp av ett generellt obligationsindex.<sup>39</sup>

Den så kallade TED-spreaden används vidare som mått på finansiell stress på penningmarknaden. TED-spreaden utgörs av skillnaden mellan interbankräntansom innehåller risk, och räntan på statskuldväxlar som är riskfri.<sup>40</sup> Vid finansiell osäkerhet och stress kräver banker högre ränta för osäkrade lån. På samma gång efterfrågar banker i större utsträckning högkvalitativa säkerheter som statskuldväxlar, vilket sänker räntorna på dessa. Av de här anledningarna tenderar TED-spreaden att öka i tider av finansiell stress.

### *Indexens utformning*

De respektive komponenterna i indexen har räknats om till en gemensam skala. På så sätt går det att jämföra de olika måtten. När de respektive indexen ligger runt noll befinner sig stressnivån på marknaden kring det historiska genomsnittet. Komponenterna tilldelas dessutom lika stora vikter i indexen.

Indexen är baserade på tio års data från

36 Se Sveriges riksbank (2009), "Hur har stressen på de finansiella marknaderna utvecklats? – Diskussion utifrån index", oktober.

37 Se IMF (2009), "Global Financial Stability Report", oktober.

38 För den internationella marknaden används VIX som är ett implicit volatilitetsindex. VIX är baserat på priser för optioner på S&P 500-indexet och motsvarar förväntad 30-dagars volatilitet. Ett motsvarande volatilitetsindex som sträcker sig lika långt tillbaka i tiden finns inte för den svenska aktiemarknaden (OMXS30). Därför används 30-dagars historisk volatilitet i det svenska stressindexet.

39 Merrill Lynch BBB rated Corporate Bond Index.

40 Stibor för det svenska och Libor för det internationella indexet.



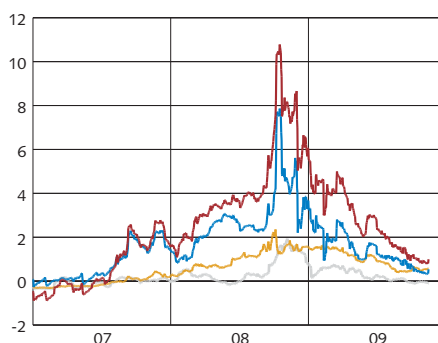
perioden augusti 1997 – augusti 2007 för att beräkna det historiska genomsnittet. Under denna period har Sveriges och världens ekonomi genomgått både upp- och nedgångar, vilket är en förutsättning för att genomsnittet ska vara representativt. Tidsperioden som indexen är baserade på påverkar vad som kan uppfattas som ett normalt och stabilt läge. Under perioden 2003–2007 var riskpremierna låga och kunde inte sägas reflektera en normal stressnivå. Därför ska man ha ett kritiskt förhållningssätt till den "normala" nivå som indexen utgår från.

#### Utfall

Såväl det internationella som det svenska stressindexet har stigit sedan 2007 och återger tydligt den finansiella krisen (se diagram R1 och R2). Indexen nådde sin topp i september 2008 då Lehman Brothers ansökte om konkursskydd. Vid krisens början var det huvudsakligen TED-spreaden som drev upp båda indexen. Det visar på de problem som banker och andra finansiella institut då hade med att finansiera sig på kort sikt. Senare steg även obligationsspreaden, i takt med att krisen spred sig till realekonomin. Även aktiemarknadens volatilitet steg kraftigt vid denna tidpunkt, vilket visar att riskpremien på aktiemarknaden var förhöjd.

Efter Lehman Brothers kollaps har samtliga komponenter fallit. I Sverige har dock både TED-spreaden och obligationsspreaden legat kvar på en relativt hög nivå. Aktievolatiliteten har däremot sjunkit betydligt och har periodvis legat på historiskt låga nivåer. Det internationella indexet har i större utsträckning drivits av obligationsspreaden, då den fallit tillbaka senare än TED-spreaden och aktievolatiliteten. Att TED-spreaden har varit högre i Sverige kan bero på

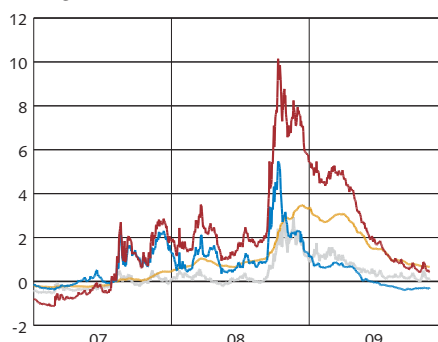
Diagram R1. Svenskt stressindex



— Stressindex  
— TED-spread  
— Obligationsspread  
— Aktievolatilitet

Källa: Riksbanken

Diagram R2. Internationellt stressindex



— Stressindex  
— TED-spread  
— Obligationsspread  
— Aktievolatilitet

Källa: Riksbanken

att svenska banker har uppfattats av marknaden som mer utsatta för kreditrisk. Det är också tänkbart att TED-spreaden i Sverige sjunker något senare än i USA eftersom krisen slog senare på de svenska finansmarknaderna.

Även om det svenska stressindexet är betydligt lägre i dag än under krisens mest akuta fas, är det fortfarande högre än det historiska genomsnittet. Det är därför för tidigt att dra slutsatsen att situationen på de finansiella marknaderna i Sverige har stabiliserats. Dessutom bidrar åtskilliga statliga stödåtgärder till att sänka stressnivån på de svenska marknaderna, vilket innebär att stressnivån kan öka när stödåtgärderna avvecklas.

**M**otpartsrisiker uppstår naturligt vid all handel. I den senaste stabilitetsrapporten redogjordes bland annat för hur infrastrukturtjänster kan hantera motpartsrisiker.<sup>41</sup> Ett exempel på en sådan tjänst är en så kallad central motpart (CCP) som tar över motpartsrisken i en transaktion. Frågan om centrala motpartstjänster har varit särskilt aktuell i handeln med kreditderivat i form av Credit Default Swaps (CDS). I denna ruta diskuteras problematiken kring avveckling av dessa kreditderivat och hur etablerandet av centrala motparter kan minska dessa problem. Därutöver redogörs för ett antal principer som bör vara uppfyllda för att de positiva effekterna av CCP:er ska uppstå.

Marknaderna för derivat som handlas bilateralt snarare än genom en organiserad handelsplats, så kallade OTC-derivat, ökade kraftigt i volym åren innan den finansiella krisen bröt ut. Den utestående nominella volymen OTC-derivat fördubblades mellan 2004 och 2007.<sup>42</sup> I synnerhet växte marknaden för kreditderivat mycket snabbt. Den ökade handeln ledde till att aktörerna på dessa finansiella marknader blev alltmer sammankopplade med varandra i ett komplext nätverk av transaktioner. Det stora antalet kontrakt och motparter gjorde att både tillsynsmyndigheterna och marknadsaktörerna själva fick det svårt att förstå den sammanlagda riskexponering som denna handel gav upphov till.

När den finansiella krisen bröt ut steg riskpremierna kraftigt samtidigt som motpartsrisken ökade avsevärt. Detta gjorde att kontraktens marknadsvärde förändrades snabbt och risken för att dessa värden inte skulle kunna realiserats steg. I detta läge fanns ingen information om den exakta storleken på och fördelningen av dessa exponeringar, vilket bidrog till att förstärka osäkerheten på de finansiella marknaderna.

Denna osäkerhet var en av anledningarna till att Federal Reserve stöttade försäkringsjätten AIG som hade utfärdat stora mängder kreditderivat i form av CDS. Det fanns en oro för att

köparna av dessa skulle lida stora förluster om AIG inte kunde täcka sina åtaganden. På grund av den stora mängden kontrakt och motparter som AIG hade var det dessutom omöjligt att avgöra vem som skulle kunna drabbas och hur förlusterna skulle kunna spridas. Detta ledde till att banker försökte skydda sig mot varandras konkurs, vilket resulterade i en spiral av stigande CDS-premier.

Som en följd av denna problematik, och för att minska de problem som motpartsrisiker vid handel med finansiella derivat kan ge upphov till, har marknadsaktörerna tagit ett flertal privata initiativ under myndigheters översyn. Dessa initiativ syftar främst till att öka användningen av centrala motparter, speciellt för kreditderivat.

*En central motpart kan innebära stora fördelar...*

En central motpart träder in efter avslutad handel som motpart till båda parterna i en transaktion, och agerar därmed både köpare och säljare till varje överenskommen affär. I och med detta tar den centrala motparten på sig ansvaret för att uppfylla samtliga kontrakt och blir därmed själv exponerad mot risken att en köpare eller säljare inte kan fullfölja sina åtaganden. Riskhanteringen hos en CCP är därmed central och hanteras med olika tekniker. De viktigaste är att den centrala motparten kräver säkerheter för ingångna affärer, ställer krav på deltagarna samt själv har ett kapital för att täcka eventuella förluster som uppstår i de fall säkerheterna inte täcker dessa. Säkerheterna begärs dessutom in i takt med att exponeringar uppstår.

Ett liknande riskhanteringssystem finns även mellan aktörerna själva vid bilateral handel, dock med vissa avgörande skillnader. Genom att en central motpart ingår kontrakt med både köpare och säljare kan motriktade positioner nettas ut.<sup>43</sup> Därmed kan de utestående exponeringarna minskas, vilket bidrar till att hanteringen av säkerheter blir mindre omfattande och mer effektiv. Detta kan förvisso åstadkommas även

41 Se Sveriges Riksbank (2009), "Finansiell stabilitet", juni.

42 Källa: Bank for International Settlements

43 Nettning innebär att motstående förpliktelser kvittas mot varandra så att endast nettobeloppet kvarstår.

utan att en CCP agerar köpare och säljare. Ett clearinghus kan i stället sköta säkerhetshandlingen samtidigt som risken mellan köpare och säljare kvarstår. En CCP medför dock att exponeringarna mellan olika aktörer på marknaden elimineras eftersom all motpartsrisik är förlagd till den centrala motparten. Därmed minskar riskerna mellan aktörerna på de finansiella marknaderna. Avveckling genom en central motpart har alltså klara fördelar jämfört med den bilaterala avvecklingen.

För att uppnå dessa fördelar krävs dock att den centrala motparten kan hantera stora handelsvolymmer. Samtidigt ökar koncentrationsrisken ju större CCP:n är. Dessa aspekter måste vägas mot varandra då man upprättar centrala motparter och bestämmer deras storlek och antal. Andra aspekter som måste vägas in är konkurrens, lagstiftning och tillsynsområden.

*... men det finns också nackdelar med centrala motparter*

Eftersom en CCP koncentrerar risk skulle dess fallissemang kunna få stora konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Koncentrationsrisken kan dock mildras genom en väl utvecklad riskhantering i kombination med en adekvat tillsyn och reglering. Det är dock inte möjligt att skapa en CCP som kan hantera oändliga förluster. Ju större förluster en central motpart ska kunna hantera desto dyrare blir handeln i de instrument som avvecklas via den. Om kostnaden blir för hög kan likviditeten på marknaden minska och möjligheterna att hantera risk bli sämre, vilket kan ge upphov till andra problem. Därmed

måste en avvägning ske mellan kostnad och säkerhet. Flertalet stora icke-finansiella företag, som ofta använder OTC-derivat bland annat för att skydda sig mot prisrörelser, har öppet uttryckt oro för att alltför hårda krav på säkerhet kan leda till avsevärda kostnader.

Centrala motparter kan dessutom endast hantera standardiserade produkter. Skräddarsydda OTC-derivat kommer därför även i framtiden att hanteras bilateralt. Därmed är det viktigt att riskhanteringstekniker för och tillsyn över de derivat som handlas bilateralt fortsätter att utvecklas för att en effektiv handel i dessa instrument ska vara möjlig. En försämrad möjlighet att hantera och överföra specifika risker kan leda till att andra risker eller problem uppstår.

Även om behovet av att hantera motpartsrisiker har varit den främsta drivkraften bakom utvecklingen av centrala motparter på derivatmarknaderna kan det även finnas andra skäl till varför man introducerar centrala motparter. Flertalet centrala motparter för andra tillgångsklasser syftar primärt till att på olika sätt effektivisera handeln med finansiella instrument snarare än att reducera motpartsrisiker.

#### *Slutsats*

CCP:er kan alltså fylla flera funktioner på de finansiella marknaderna. Väl utformade kan de väsentligt bidra till att förstärka den finansiella stabiliteten och effektivisera handeln med finansiella instrument. Detta förutsätter dock att kapitalisering, riskhantering, tillsyn och reglering vägs mot effektivitets- och kostnadsaspekter.

## Svenska myndigheters nya åtgärder<sup>44</sup>

2009-06-10	Riksbanken beslutar att låna tre miljarder euro av Europeiska centralbanken (ECB). Det är ett tidigare swapavtal med ECB om att låna upp till tio miljarder euro i utbyte mot svenska kronor som nu används för att låna upp valutan.
2009-06-25	Riksbanken förlänger tillsammans med flertalet andra länder sina swapavtal med Federal Reserve. Avtalen innebär att länderna kan låna amerikanska dollar i utbyte mot annan valuta.
2009-07-02	Riksbanken beslutar att erbjuda lån till fast ränta mot säkerhet med en löptid på tolv månader. Riksbanken har gjort bedömningen att kompletterande åtgärder behövs för att penningpolitiken ska få avsedd effekt.
2009-08-28	Riksbanken beslutar att förlänga det swapavtal som ingicks med Lettlands centralbank i december förra året. Swapavtalet ger Lettlands centralbank rätt att låna upp till 500 miljoner euro mot lettiska lats om och när behov uppstår.
2009-09-03	Utlåning mot säkerheter i företagscertifikat upphör då efterfrågan på dessa krediter har varit låg.
2009-09-03	Riksbanken beslutar att erbjuda ett andra lån mot säkerhet till fast ränta med en löptid på ungefär tolv månader.
2009-10-22	Riksbanken beslutar att erbjuda ett tredje lån mot säkerhet till fast ränta med en löptid på ungefär elva månader.
2009-10-31	Regeringen beslutar att förlänga garantiprogrammet.
2009-11-05	Riksbanken beslutar att höja minimiräntan på lån till rörlig ränta. Påslaget utöver den genomsnittliga reporäntan höjs till 0,25 procentenheter på lån med tre och sex månaders löptid och 0,30 procentenheter för lån med tolv månaders löptid.
2009-11-19	Riksbanken beslutar att avveckla sin utlåningsfacilitet i dollar till följd av en låg efterfrågan och att ställa in den planerade auktionen den 8 december.

<sup>44</sup> För en komplett lista över samtliga åtgärder som Riksbanken genomfört se [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

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

**S**venska marknadsaktörer anser att krisen har nått sin kulmen. Aktörernas riskbenägenhet fortsätter att öka och likviditeten bedöms vara bättre på de flesta delmarknader jämfört med i våras. Både den svenska ränte- och valutamarknaden anses fungera bra överlag. Ett flertal aktörer pekar dock på att prisbildden fortfarande är skev på vissa marknader, det vill säga skillnaden mellan köp- och säljpriser är större än tidigare. Det visar Riksbankens riskenkät som genomförs en gång i halvåret. Syftet med enkäten är att få fram en samlad bild av synen på risk bland aktörer som är aktiva på de svenska ränte- och valutamarknaderna. Den syftar också till att ge en uppfattning om synen på marknadens funktionssätt.<sup>45</sup>

Nedan redovisas resultaten från den riskenkät som besvarades under hösten 2009.<sup>46</sup> Enkäten skickades ut till 95 aktörer aktiva på de svenska ränte- och valutamarknaderna. Dessa var dels Riksbankens penningpolitiska motparter, dels andra aktörer som är aktiva på dessa marknader. Den sammanlagda svarsfrekvensen uppgick till 85 procent.

### Aktörernas syn på den finansiella krisen

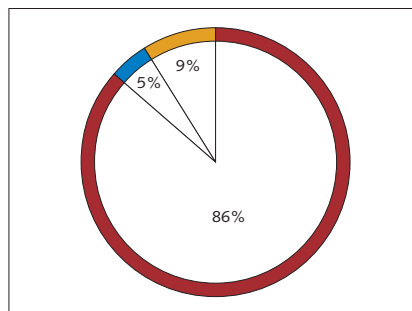
Aktörerna är nu i stort sett eniga om att den finansiella krisen nu nått sin kulmen, vilket är att jämföra med den förra enkäten då knappt hälften av respondenterna trodde att krisen nått sin kulmen (se diagram R3). Emellertid påpekar en stor andel av de svarande att de bättre förhållandena på de finansiella marknaderna beror på de stödåtgärder som centralbanker och andra statliga myndigheter har genomfört. Aktörerna bedömer att de viktigaste indikatorerna för att avgöra om marknadens funktionssätt har normaliserats är utvecklingen av kreditspreadar och skillnaden mellan interbankräntor och statspapper, samt hur likviditeten på delmarknaderna utvecklas. Dessutom menar flera av

respondenterna att en viktig indikator kommer att vara reaktionen hos de finansiella aktörerna när centralbanker och myndigheter drar ned på sina åtgärder.

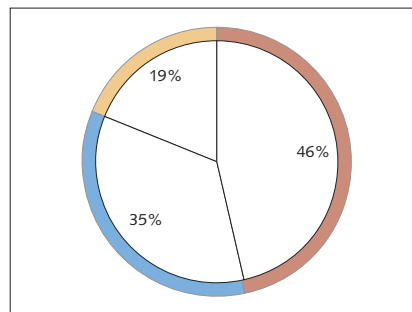
Trots att de flesta aktörerna nu anser att krisen passerat sin kulmen anser majoriteten att funktionen på de finansiella marknaderna inte har återgått till ett normalläge. 90 procent besvarade frågan om funktionen på de finansiella marknaderna har återgått till ett normalläge. Av dessa ansåg endast 15 procent att vi nått ett normalläge, elva procent svarade att man i stort sett nått normalläge. Fyra procent ställer sig frågande till vad som kan definieras som normalläge och resterande anser att marknaden inte befinner sig i något som kan betraktas som normalläge. Av de som svarat på följdfrågan om när ett normalläge kan uppstå anger 35 procent att de tror att det inträffar någon gång under

**Diagram R3. Anser du att den finansiella krisen nått sin kulmen?**  
Procent

#### Resultat hösten 2009



#### Resultat våren 2009



■ Ja  
■ Nej  
■ Har ingen uppfattning

Källa: Riksbanken

<sup>45</sup> Resultaten från riskenkäten publiceras i sin helhet i rapporten "Svenska aktörers syn på risker och den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt" på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

<sup>46</sup> Undersökningen pågick mellan den 21 september och den 12 oktober och är en uppföljning på tidigare riskenkäter. Riksbanken har skickat ut riskenkäten vid tre tidigare tillfällen. Många frågor återkommer i syfte att följa utvecklingen över tiden. Andra frågor är tillfälliga för att i stället fånga upp tillfälliga händelser och utvecklingar som är intressanta. Utrednings- och undersökningsföretaget Markör genomförde enkätutskicket på Riksbankens uppdrag.

åren 2010-2011 och tolv procent anger att det kommer att dröja flera år.

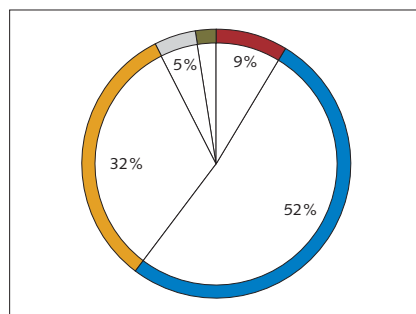
#### *Viljan att ta risk fortsätter att öka*

I den förra undersökningen angav cirka 35 procent av de som besvarade enkäten att viljan att ta risk hade ökat, och 35 procent angav att den var oförändrad. Denna enkät visar på en tydligt ökad riskvilja under perioden och majoriteten, 61 procent, av dem som besvarat enkäten angav att deras vilja att ta risk ökat under det senaste halvåret (se diagram R4). 32 procent av respondenterna angav att den varit oförändrad, och endast sju procent uppgav att deras vilja att ta risker minskat under det senaste halvåret.

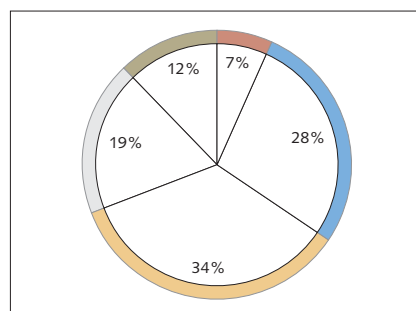
Fortfarande tror 23 procent av respondenterna att deras vilja att ta risk kommer att öka under det närmaste halvåret och 68 procent tror att deras vilja att ta risk kommer att vara oförändrad. Förra gången var dock motsvarande siffror 35 respektive 60 procent. Sju procent anger att de tror att deras vilja att ta risk kommer att minska under det kommande halvåret.

**Diagram R4. Hur har din vilja att ta risk förändrats jämfört med för ett halvår sedan?**  
Procent

#### Resultat hösten 2009



#### Resultat våren 2009



- Ökat starkt
- Ökat något
- Varken ökat eller minskat
- Minskat något
- Minskat starkt, 2 %

Källa: Riksbanken

Behovet av likviditetsbuffertar ökar ofta i tider med stor osäkerhet, vilket även har avspeglats i Riksbankens senaste enkäter. Trots den ökade viljan att ta risk uppges 48 procent i höstens enkät att deras institution ökat sin buffert av likvida tillgångar jämfört med för sex månader sedan, vilket är ungefär lika stor andel som i våras (se diagram R5). Därutöver svarar 28 procent att institutionens likviditetsbuffert varit oförändrad, medan 14 procent anger att den minskat. 60 procent av respondenterna tror att deras buffert av likvida tillgångar kommer att vara oförändrad under det närmaste halvåret, medan 15 respektive 16 procent tror att den kommer att öka respektive minska.

#### *Likviditeten upplevs fungera bättre på i princip alla delmarknader*

I vårens riskenkät upplevdes den svenska ränte- och valutamarknaden överlag fungera dåligt. Enligt svaren i höstens enkät har dock situationen förbättrats på flera av delmarknaderna. Fortfarande upplevs vissa delmarknader fungera bättre än andra. Den delmarknad där synen på likviditet har ändrats mest är marknaden för bostadsobligationer. 90 procent av de svarande som är aktiva på denna marknad bedömer likviditeten som godkänd eller bättre, vilket är en väsentlig skillnad jämfört med 45 procent i vårens enkät. Det är dessutom en större andel jämfört med innan krisen spred sig på bred front. Då ansåg 83 procent att likviditeten var godkänd eller bättre.

Hela 98 procent av respondenterna som är aktiva i handel med statsobligationer anser att likviditeten på denna marknad är tillfredsställande. 58 procent anser att likviditeten är mer än godkänd. Repomarknadens funktion uppges fungera tillfredsställande av 90 procent av de svarande som är aktiva på denna marknad, jämfört med 68 procent i förra enkäten. Likviditeten på marknaden för bostadscertifikat bedöms visserligen vara något bättre jämfört med i våras, men det är fortfarande bara hälften som anser att marknaden fungerar tillfredsställande.

Det är endast likviditeten i statsskuldväxlar som får ett sämre omdöme jämfört med i våras. Då tyckte 75 procent att funktionen var godkänd eller bättre jämfört med endast 32 procent i höstens enkät. En förklaring uppges vara det låga utbudet av statsskuldväxlar. Sedan i januari har mängden utestående statsskuldväxlar mer än halverats.<sup>47</sup> Under 2010 räknar Riksgälden med att öka upplåningen i statsskuldväxlar, vilket delvis speglar att anpassningen till det minskade lånebehovet till följd av det stora budgetöverskottet 2008 främst gjordes i statsskuldväxlar.

Trots att likviditeten överlag anses ha förbättrats på den svenska räntemarknaden anger ett flertal aktörer i kommentarerna till frågorna att det fortfarande är mindre volymer än innan krisen som handlas. Ett par aktörer betonar också att det fortfarande är svårt att sälja obligationer med kreditinslag på andrahandsmarknaden medan det numera alltid finns köpare till det som nyemitteras. Detta innebär en större skillnad mellan köp- och säljpriset.

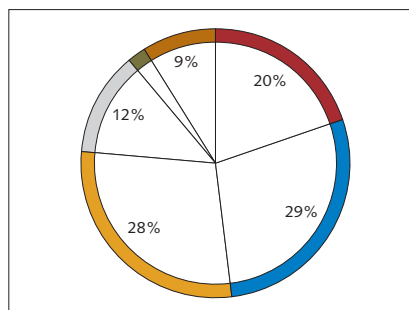
Enkätsvaren tyder även på att funktionen på valutamarknaden generellt anses ha fungerat bättre under de senaste sex månaderna än vad som var fallet vid den förra enkäten. Av respondenterna i höstens enkät anger 78 procent att funktionen på marknaden för svenska kronor har varit godkänd eller mer än godkänd, vilket kan jämföras med 49 procent som var av denna åsikt i våras. Det är i linje med hur det såg ut under förra hösten men är fortfarande färre än under våren 2008, innan krisen spridit sig till den svenska marknaden, då siffran uppgick till 92 procent. Även i en internationell jämförelse upplevs marknaden för svenska kronor ha fungerat bättre. Men precis som i våras beskriver många respondenter likviditeten som ojämn och att det är svårt/dyrt att omsätta större volymer.

#### Aktörernas syn på utvecklingen framöver

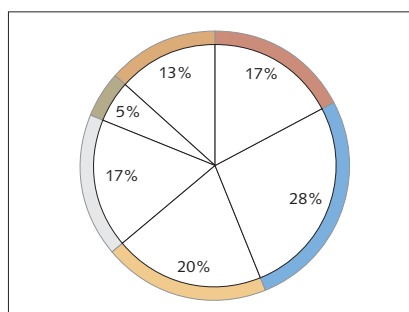
På frågan om vad som kommer vara mest i fokus på den svenska finansmarknaden den närmaste tiden svarar en majoritet av respon-

Diagram R5. Hur har din institutions buffert av likvida tillgångar förändrats jämfört med för ett halvår sedan?  
Procent

#### Resultat hösten 2009



#### Resultat våren 2009



- Ökat starkt
- Ökat något
- Varken ökat eller minskat
- Minskat något
- Minskat starkt, 2%
- Har ingen uppfattning

Källa: Riksbanken

denterna utvecklingen av reporäntan samt den ekonomiska återhämtningen. Flera anser även att företagens kvartalsrapporter och vinstutveckling kommer att få mycket uppmärksamhet. En mindre andel jämfört med i vårens enkät tror att de baltiska länderna kommer att vara i fokus. Ytterligare ett område som kommer att vara i fokus de kommande sex månaderna uppges vara exitstrategier från de extraordinära åtgärder som har satts in under krisen.

Även om man inte anser att de baltiska länderna kommer att vara i fokus den närmaste tiden så är det ändå utvecklingen i dessa länder som återkommer mest frekvent bland respondenternas svar på frågan om vilka risker de ser för de svenska finansiella marknaderna den närmaste halvåret. Hur konjunkturen utvecklas framöver och risken för att den inte tar fart eller utvecklas sämre än förväntat nämns också som en risk den närmaste tiden. Vissa aktörer anser också att det finns en risk för att man behåller den expansiva penningpolitiken för länge, vilket

<sup>47</sup> Utestående mängd statsskuldväxlar var 145,8 miljarder kronor den sista januari 2009 jämfört med 62,5 miljarder kronor den sista september 2009.

i sin tur anses kunna leda till tillgångsprisbubblor, medan några ser en risk för att Riksbanken börjar höja räntan för tidigt. Tillgångsprisbubblor är även det man oroas mest för på längre sikt, antingen i form av överbelåning bland hushållen eller i form av en fastighetsbubbla. Men av de som svarat på frågan om risker på längre sikt är det även många som angett att de inte ser några större risker. Viss oro finns även kring att nya regleringar går för långt. Ett fåtal aktörer antyder även att en minskad riskvilja på lång sikt kan leda till att Sverige, med en liten och volatil valuta, blir ett perifert land och att kapitalinflödet därför kan minska, vilket på sikt även anses kunna leda till att likviditeten blir dålig och marknaden slutar fungera.

En utbredd uppfattning bland aktörerna som deltagit i Riksbankens enkät är att finanskrisen kommer att leda till nya regleringar och lagstiftningar kring kapital och likviditetsreserver. Flera aktörer svarar även att riskmedvetenheten bland såväl företag som investerare har ökat. Dessutom tror man att risker i större utsträckning än tidigare kommer att avspeglas i priser, det vill säga att riskpremien kommer att variera mer dels på olika instrument men även mellan olika låntagare.

På frågan om det finns behov av en central motpart på den svenska repomarknaden har cirka hälften av respondenterna på räntemarknaden angett ett svar. Av dessa anser majoriteten, 64 procent, att det finns ett behov medan cirka 20 procent anser att det inte behövs, övriga har svarat kanske.



### De svenska bankernas låntagare – i korthet

Återhämtningen i världsekonomin och i Sverige har inletts och BNP-utvecklingen ser ut att bli starkare än många förväntade sig i juni när den förra stabilitetsrapporten publicerades. Men utvecklingen framöver är osäker och återhämtningen kommer att ta tid. Samtidigt fungerar de finansiella marknaderna bättre. Detta innebär sammantaget att förutsättningarna för de svenska bankernas låntagare har förbättrats jämfört med i juni, även om utsikterna för de olika låntagargrupperna varierar.

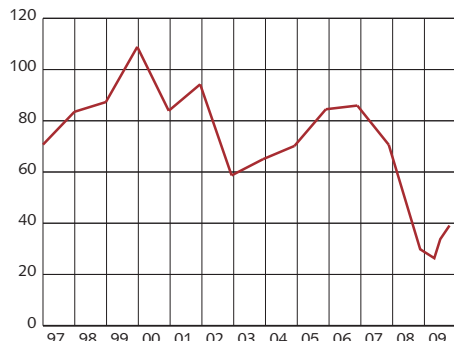
De svenska hushållen har fortsatt att låna trots den svaga ekonomiska utvecklingen och ökande arbetslöshet. I takt med högre räntor bedöms detta leda till en något sämre betalningsförmåga framöver. Betalningsförmågan väntas dock vara fortsatt god. Detta gäller även hushållen i de övriga nordiska länderna och Tyskland. Stresstester för de svenska hushållen visar att de har utrymme att klara både högre räntor och en stigande arbetslöshet. Detta utesluter dock inte att skuldsättningen kan bli ett problem för enskilda hushåll längre fram när räntan höjs, vilket kan medföra effekter på realekonomin.

Även om det nu ser något ljusare ut förväntas konkurserna i den svenska företagssektorn fortsätta att ligga på en relativt hög nivå framöver. Jämfört med i juni bedöms dock inte konkurserna fortsätta öka. I stället finns nu ett tydligt återhämtningsscenario som pekar på att de svenska företagens kreditrisk kommer att minska under prognosperioden. Kreditrisken ligger dock kvar på en högre nivå än innan den finansiella krisen bröt ut. Denna utveckling gäller även de svenska fastighetsbolagen. Utvecklingen bland företag i andra länder väntas följa ett liknande mönster som i Sverige även om det finns skillnader mellan länderna.

I de baltiska länderna har den ekonomiska utvecklingen fortsatt att vara mycket svag och återhämtningen i ekonomierna väntas bli utdragen. Andelen hushåll och företag som ställer in betalningarna ökar snabbt och förväntas fortsätta stiga de kommande åren. Detta betyder att kreditrisken i de baltiska länderna har ökat den senaste tiden. Samtidigt är skillnaderna mellan länderna betydande. Estland har större möjligheter att hantera sina problem än Lettland och Litauen, bland annat till följd av att de har finanspolitiskt utrymme att täcka ökade underskott i statsbudgeten.

**Diagram 2:1. Hushållens finansiella nettoförmögenhet**

Procent av disponibel inkomst

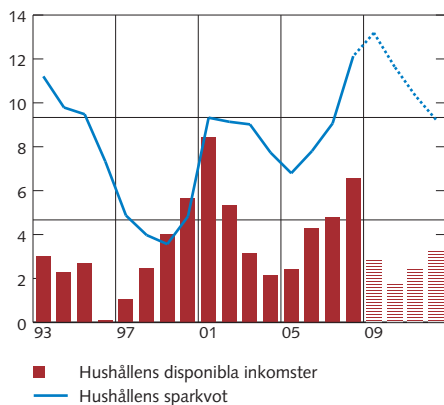


Anm. Hushållens finansiella nettoförmögenhet motsvarar hushållens finansiella tillgångar minus finansiella skulder. Från finansiella tillgångar dras också hushållens kollektiva försäkringsbesparande (inklusive PPM) och bostadsrättsandelar. Tredje kvartalet avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:2. Hushållens nominella disponibla inkomster och sparkvot**

Årlig procentuell förändring, procent av disponibel inkomst

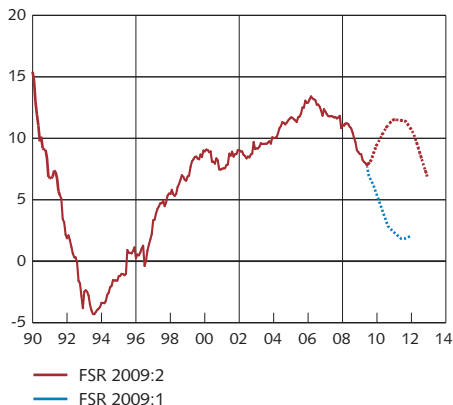


Anm. Hushållens sparkvot definieras som hushållens sparande i relation till den disponibla inkomsten. Den streckade linjen och de streckade staplarna avser Riksbankens prognos som presenterades i "Penningpolitisk rapport", oktober 2009.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:3. Hushållens totala upplåning från kreditinstitut**

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

En viktig del i analysen av den finansiella stabiliteten är att följa utvecklingen för bankernas låntagare. Risker 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 lånevolymer genom dess effekt på ränteintäkterna.

Detta kapitel analyserar de respektive låntagarnas betalningsförmåga och upplåning i syfte att bedöma utsikterna för de svenska bankerna. Kapitlet inleds med en analys av den svenska hushållssektorn. Därefter analyseras 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 redogörs för de svenska hushållens upplåning och betalningsförmåga och för den utveckling dessa förväntas få framöver. Eftersom mer än 85 procent av hushållens lån har fastigheter som säkerhet analyseras även utvecklingen av bostadspriserna.

**Hushållens finansiella nettoförmögenhet har ökat och de disponibla inkomsterna fortsätter att stiga, vilket talar för en fortsatt god ekonomisk situation för hushållen.** Ökningen i den finansiella nettoförmögenheten beror på att hushållens finansiella tillgångar har påverkats positivt av den gynnsamma utvecklingen på börsen sedan början av andra kvartalet. Hushållen har hittills återfått närmare 30 procent av den finansiella nettoförmögenhet som de förlorade under förra årets börsnedgång, trots att deras lån hos kreditinstituten ökade under perioden (se diagram 2:1). Därtill förväntas hushållens disponibla inkomster fortsätta att öka trots den ansträngda situationen på arbetsmarknaden. Likaså väntas hushållens sparande vara fortsatt högt (se diagram 2:2).<sup>48</sup>

**Hushållens upplåning från kreditinstituten ökade med 8,2 procent i september och förväntas fortsätta öka i en hög takt ett tag framöver** (se diagram 2:3). Det beror framför allt på de historiskt låga räntorna, som gör att hushållen för närvarande har möjlighet att ta betydligt större lån än de annars skulle ha kunnat göra. Hushållens bostads-lån ökar nu i en högre takt än den totala upplåningen. En anledning kan vara att hushållen, stimulerade av skatteavdraget för husarbeten (ROT-avdrag), tar ut nya lån på sina bostäder för att renovera dessa. Lån för konsumtion med bostaden som säkerhet ökade dessutom relativt kraftigt under första och andra kvartalet (se diagram 2:4).<sup>49</sup> Ytterligare ett resultat av dagens ränteläge är att nästan 70 procent av

48 Se Sveriges riksbank (2009), "Penningpolitisk rapport", oktober.

49 Så kallade housing equity withdrawals utgör skillnaden mellan nettoupplåningen av bostadslån och bostadsinvesteringar. De uppstår till exempel när hushåll tar ut extra lån med bostaden som säkerhet men använder lånet till annat än att förbättra bostaden eller köpa ytterligare en fastighet, exempelvis till konsumtion. De kan också uppkomma då ett hushåll flyttar till ett billigare boende, men minskar lånet med ett mindre belopp.

de hushåll som tecknade nya lån i september valde att teckna dessa med rörlig ränta (se diagram 2:5). En faktor som emellertid påverkat hushållens upplåning i motsatt riktning är att bankerna stramat åt lånevillkoren för hushållen i samband med att den finansiella krisen intensifierades förra hösten.<sup>50</sup> Bankerna har bland annat sänkt de maximala belåningsgraderna i sin kreditpolicy samtidigt som de i mindre utsträckning beviljar amorteringsfria lån. En undersökning visar att andelen lån med en belåningsgrad över 80 procent i den totala bolåneportföljen sjönk under 2008.<sup>51</sup>

### Konjunkturen tycks ha passerat botten och hushållen är nu mer optimistiska om både sin egen och Sveriges ekonomi än de var i våras.<sup>52</sup>

Också detta bidrar till att hushållens upplåning väntas öka i en hög takt de närmaste åren. När räntorna stiger längre fram bedöms dock takten bli lägre. Ytterligare en faktor som talar för att hushållens upplåning kommer att öka i en hög takt är att deras disponibla inkomster väntas fortsätta öka under prognosperioden. Bankerna är samtidigt mer benägna att låna ut till hushåll än till exempelvis företag, eftersom de på så vis ökar sina riskvägda tillgångar i mindre utsträckning. Förutom något ljusare konjunkturutsikter och en lägre ränta än i juni har hushållssektorn hittills visat sig vara mer räntekänslig än förväntat medan den fallande sysselsättningen har spelat en mindre roll för upplåningen. Detta är också en faktor som har bidragit till att hushållens upplåning nu bedöms öka mer framöver jämfört med i förra stabilitetsrapporten.

Även om skuldkvoten väntas öka antas hushållens räntekvot vara relativt låg de närmaste åren, vilket innebär att hushållen har fortsatt god betalningsförmåga (se diagram 2:6). Hushållens skulder uppgick i slutet av juni till 159 procent av de disponibla inkomsterna.<sup>53</sup> Samtidigt har deras ränteutgifter efter skatt gått ner till 4,5 procent av de disponibla inkomsterna. Den fortsatt höga upplåningstakten hos hushållen bedöms leda till att deras skuldkvot ökar ytterligare ett tag framöver. I takt med att Riksbanken höjer reporäntan kommer dock även bankerna att höja sina räntor och räntekvoten förväntas därför öka de kommande åren, samtidigt som de skulder hushållen betalar ränta på kommer att vara väsentligt högre. Till detta kommer att arbetslösheten fortsätter att öka ett tag framöver. Detta talar visserligen för en något sämre betalningsförmåga framöver, men för hushållssektorn som helhet bedöms den även fortsättningsvis vara god. Men hushållens utrymme att konsumera annat än boende kan påverkas beroende på hur deras betalningsförmåga försämras när ränteutgifterna ökar. Det skulle sannolikt få effekter på delar av den reala ekonomin.

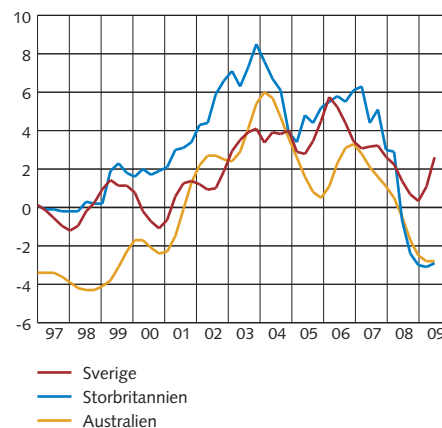
50 Se ALMI Företagspartners Låneindikator, april, juni respektive september 2009.

51 Se Finansinspektionen (2009), "Utvecklingen på bolånemarknaden".

52 Se till exempel Konjunkturinstitutet (2009), "Konjunkturbarometern Hushåll, oktober".

53 Sedan juni 2009 ingår periodiserade skatter i finansräkenskaper. Hushållens skuldkvot har reviderats tillbaka till 2001, vilket förklarar varför skuldkvoten har skiftat uppåt.

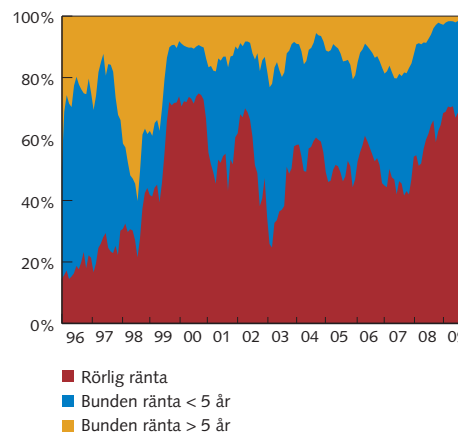
Diagram 2:4. Lån för konsumtion med bostaden som säkerhet som andel av disponibel inkomst  
Procent



Anm. Så kallade housing equity withdrawals beräknas som skillnaden mellan nettouplåningen av bostadslån och bostadsinvesteringar.

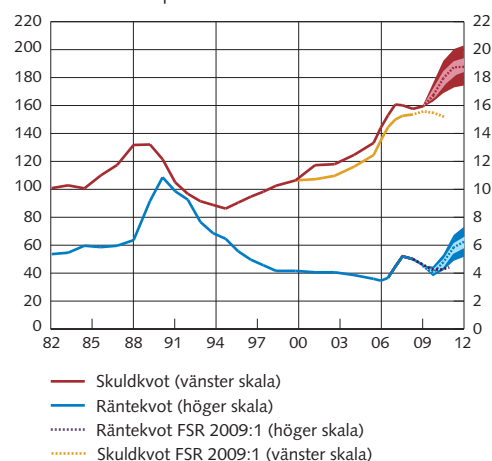
Källor: Reserve Bank of Australia, Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 2:5. Fördelning av hushållens nya lån på olika löptider  
Procent



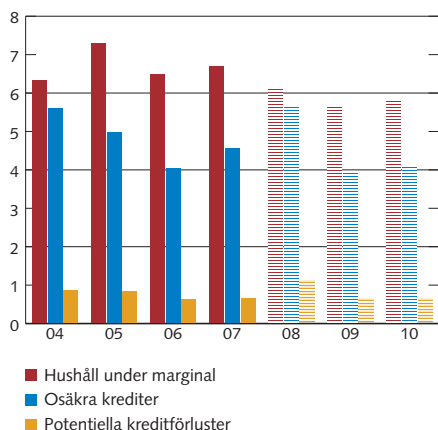
Källa: Riksbanken

Diagram 2:6. Hushållens skulder och ränteutgifter efter skatt  
Procent av disponibel inkomst



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

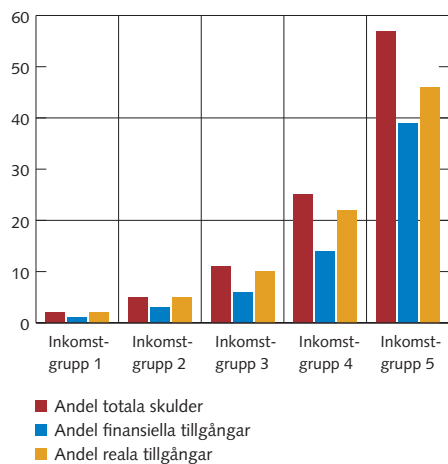
**Diagram 2:7. Hushåll under marginal, osäkra krediter och potentiella kreditförluster**  
Procent



Anm. Andelen hushåll under marginal visar hur stor andel av de skuldsatta hushållen som inte klarar av att täcka sina 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. Streckade staplar motsvarar Riksbankens framskrivningar.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:8. Andelen skulder och tillgångar 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 med högst disponibel inkomst. Innan mikrodata används delas hushållen in i lika stora grupper, därefter rensas data från de hushåll som inte har någon skuld.

Källor: SCB och Riksbanken

**Andelen hushåll som inte kan betala sina ränteutgifter och övriga löpande kostnader minskade under förra året** (se diagram 2:7). Detta illustreras av Riksbankens egna beräkningar på mikrodata över hushållens ekonomi.<sup>54</sup> Läget försämrades dock bland hushållen med lägst inkomster. Deras inkomster ökade inte i lika stor utsträckning som för hushållen med högre inkomster, samtidigt som ränteutgifterna ökade för samtliga inkomstgrupper. Det är dock viktigt att nämna att hushållen med lägre inkomster står för en mycket liten del av hushållssektorns totala skuldstock (se diagram 2:8). En förändring jämfört med tidigare år är också att andelen sårbara hushåll ökade i gruppen med högst inkomster. Detta visar på en förhöjd risk eftersom dessa hushåll står för hela 57 procent av hushållens totala skulder. Det ska dock tilläggas att värdet av dessa hushålls samlade tillgångar översteg värdet av skulderna.

**Även framskrivningar och stresstester talar för att hushållens betalningsförmåga kommer att fortsätta att vara god.**<sup>55,56</sup> Andelen sårbara hushåll förväntas ha minskat 2009 jämfört med 2008, vilket förklaras av att hushållens lånekostnader minskat i takt med att boräntorna har gått ner samtidigt som inkomsterna har fortsatt att öka. Med tanke på läget i konjunkturen är det dock tveksamt om alla inkomstgrupper har fått ökade inkomster. Andelen sårbara hushåll i de lägre inkomstgrupperna antas således vara relativt oförändrad i år jämfört med förra året.

**Stresstesterna visar att ökad arbetslöshet påverkar bankernas kreditförluster i liten utsträckning.** Andelen sårbara hushåll ökar naturligtvis om arbetslösheten ökar med sex procentenheter.<sup>57</sup> De potentiella kreditförlusterna ökar däremot endast marginellt. Detta förklaras av de generösa svenska försäkringssystemen; ett hushåll med två inkomster, en förvärvsinkomst och en arbetslöshetsersättning, klarar i regel fortfarande att betala på sina lån samtidigt som det förmår att täcka sina andra löpande kostnader. Det utesluter dock inte att betalningsförmågan hos enskilda hushåll kan försämrats. Det kan till exempel gälla hushåll där den som blir arbetslös står utanför arbetslöshetskassan. Det kan också gälla i kommuner med en dominerande arbetsgivare, där risken kan vara större att båda inkomsttagarna i ett hushåll blir arbetslösa. I sådana kommuner finns det risk att läget för bankerna försämrats. Om arbetslösheten stiger kraftigt inom en viss region kommer det dessutom att få en mängd följeffekter för den reala ekonomin.

54 För ytterligare information om mikrodata se rutan "Stresstest av hushållens betalningsförmåga", Finansiell stabilitet 2009:1. Mikrodata över hushållens ekonomi sammanställs i SCB:s årliga tvärsnittundersökning, HEK. Senaste utfallet avser 2007.

55 Mikrodata har skrivits fram med senare utfall av national- och finansiellränskaperna samt Riksbankens prognoser.

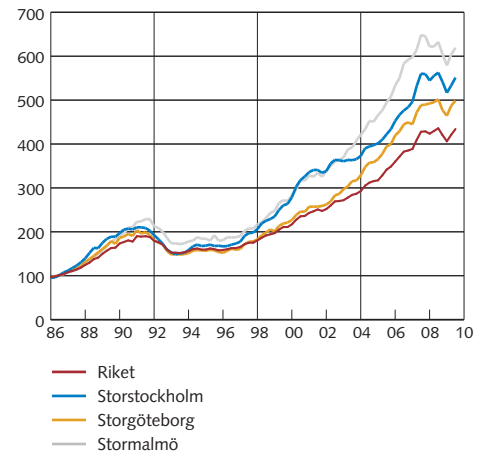
56 För ytterligare information om stresstester se rutan "Stresstest av hushållens betalningsförmåga", Finansiell stabilitet 2009:1.

57 I stresstestet undersöker vi hur hushållens betalningsförmåga påverkas om arbetslösheten ökar kraftigt. Denna nivå motsvarar den högsta nivå som uppmättes i Sverige under 1990-talet.

**Enligt stresstesterna påverkas hushållens betalningsförmåga framför allt av höjda bolåneräntor.** Om hushållens räntor ökar med sex procentenheter ökar andelen osäkra krediter betydligt.<sup>58</sup> Men högre räntekostnader förväntas ändå inte medföra att hushållen orsakar bankerna större kreditförluster eftersom det är hushåll med höga inkomster som står för den största delen av lånestocken. Därtill täcks den största delen av de osäkra krediterna av förmögenhetsvärden, vilket betyder att bankerna i värsta fall skulle få tillbaka en stor del av lånen, även om det inte går att utesluta att förmögenhetsvärdena sjunker. Däremot skulle hushållens utrymme att konsumera annat än boende påverkas om ränteutgifterna ökar i denna omfattning. Detta innebär också att antalet hushåll som inte förmår täcka sina löpande kostnader ökar när höjda bolåneräntor sammanfaller med ökad arbetslöshet, men det beror främst på de högre boräntorna. Därför bör hushållen räkna med att reporäntan kommer att höjas i takt med att konjunkturen återhämtar sig.<sup>59</sup>

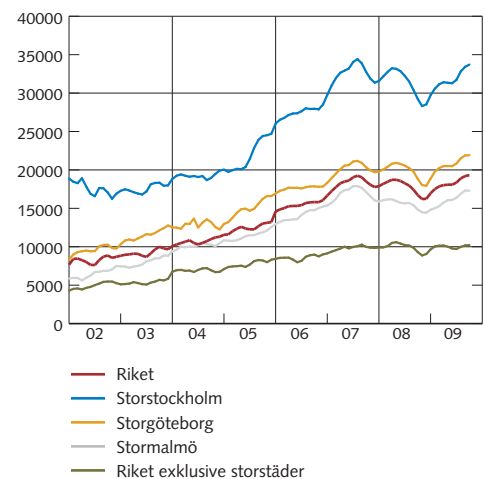
**Det finns flera faktorer som talar för att bostadspriserna kan fortsätta att stiga det närmaste året.** Huspriserna i Sverige har ökat med drygt sju procent sedan botten i februari (se diagram 2:9). Priserna på bostadsrätter, som bottnade redan i november 2008, har sedan dess stigit med nästan 20 procent (se diagram 2:10). På årsbasis har priserna på småhus dock varit relativt oförändrade, medan priserna på bostadsrätter har stigit med cirka tio procent. Det finns flera faktorer som talar för att bostadspriserna kan fortsätta att stiga måttligt ett tag framöver (se ruta Utvecklingen av huspriser och bolånemarknader i Sverige och omvärlden). För de hushåll som inte drabbats av arbetslöshet innebär de låga räntorna att köpkraften har förbättrats, allt annat lika. Samtidigt fortsätter hushållens disponibla inkomst att öka. Sedan halvårsskiftet är hushållen dessutom mer optimistiska, både vad gäller deras egen och landets ekonomi. Försäljningstiderna är i stort sett lika korta som i våras (se diagram 2:11) och eftersom utbudet är relativt lågt kan de komma att gå ner ytterligare något framöver. Kortare försäljningstider innebär att det är en högre aktivitet på bostadsmarknaden, vilket, allt annat lika, leder till stigande bostadspriser. Den låga nybyggnationen är också en viktig faktor bakom stigande bostadspriser. Även om bostadsbyggandet förväntas öka framöver, är tiden mellan tidpunkten då bygglov beviljas och bostäderna är färdigställda relativt lång, vilket på kort sikt talar för oförändrat utbud och därmed högre bostadspriser.<sup>60</sup>

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



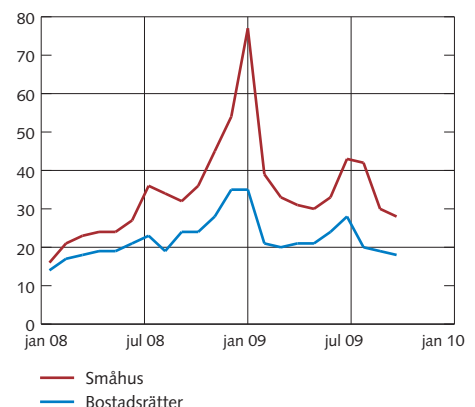
Källa: SCB

**Diagram 2:10. Bostadsrättspriser, tre månaders glidande medelvärde**  
Kronor per kvadratmeter



Källa: www.maklarstatistik.se

**Diagram 2:11. Försäljningstider i riket**  
Antal dagar, median



Anm. Försäljningstider motsvarar det antal dagar en bostad är upplagd på internet till försäljning innan den sålts och därmed tagits ner.

Källor: Hemnet och www.maklarstatistik.se

58 Denna nivå har valts mot bakgrund av de högsta nivåer som bankerna räknar med i sina egna kalkyler. Stresstesterna är utförda på data från 2007 då de skuldsatta hushållens ränteutgifter efter skatt uppgick till cirka 5,5 procent av disponibel inkomst. Om räntorna ökar med sex procentenheter kommer hushållens räntekvot att uppgå till drygt elva procent. Så hög har räntekvoten inte varit sedan början av 1990-talet. Då var de räntor hushållen mötte betydligt högre än vad de har varit de senaste tio åren.

59 Se Sveriges riksbank (2009), "Penningpolitisk rapport", oktober.

60 Se Sveriges riksbank (2009), "Penningpolitisk rapport", oktober.

**Sammanfattningsvis förväntas hushållens betalningsförmåga vara fortsatt god.** I likhet med i den förra stabilitetsrapporten bedömer Riksbanken att hushållssektorn i sin helhet inte kommer att orsaka några större kreditförluster för banksektorn. Stresstester visar att hushållen i allmänhet har utrymme att klara högre räntor även om arbetslösheten ökar. Detta utesluter dock inte att enskilda hushåll kan få betalningssvårigheter. Hittills är vissa delar av landet särskilt drabbade av fallande sysselsättning och där kan hushållens betalningsförmåga bli sämre än i landet som helhet, vilket försämrar läget för bankerna i dessa regioner. Även om hushållens betalningsförmåga kommer att vara fortsatt god, bedöms ökade skulder och högre ränteutgifter framöver medföra att den utvecklas något sämre jämfört med i förra rapporten. Till följd av de låga räntorna förväntas hushållens upplåning fortsätta att öka i en hög takt ett tag framöver. Flera faktorer talar även för att bostadspriserna kan fortsätta att stiga måttligt ett tag framöver. I de regioner som drabbas hårdare av personalneddragningar kommer bostadspriserna dock sannolikt att utvecklas något svagare.

## Utvecklingen av huspriser och bolånemarknader i Sverige och omvärlden<sup>61</sup>

Sedan den globala finanskrisen bröt ut för drygt ett år sedan har bostadspriserna fallit runt om i världen. I Sverige har dock priserna fallit med endast drygt fyra procent i årlig procentuell förändring och har under den senaste tiden åter börjat stiga. En samlad bedömning talar för att husprisutvecklingen i Sverige i stort har varit motiverad och att huspriserna kan fortsätta att stiga ytterligare det närmaste året. Men ökningen bör rimligen bli måttlig bland annat eftersom både hushållen och bankerna räknar med att räntan framöver kommer att återgå till mer normala nivåer. I ett försök att förklara utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden redogörs nedan för utvecklingen av huspriser och hushållens skulder i Sverige och omvärlden. Dessutom belyses likheter och olikheter på bostadsmarknaden och inom bostadsfinansieringsmarknader i Sverige och i andra länder.

Från 1995 och tolv år framåt steg huspriserna i snabb takt i Sverige såväl som omvärlden (se diagram R6 och R7). I Sverige, Danmark och Norge mer än fördubblades huspriserna under denna period, medan priserna ökade med cirka 60 procent i Finland. Huspriserna steg också kraftigt i bland annat USA, Storbritannien, Spanien och Irland. Däremot har de tyska huspriserna varit i stort sett oförändrade sedan början av 1990-talet.

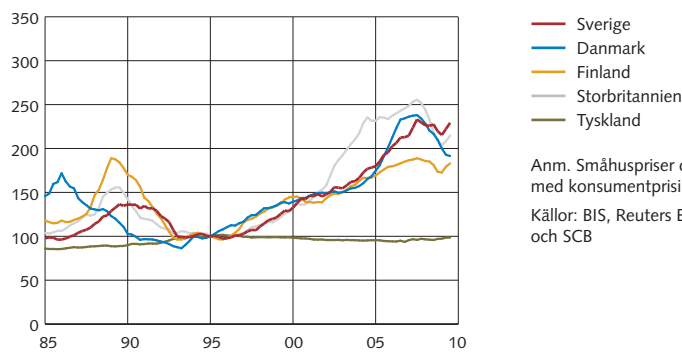
I vissa länder stannade husprisökningarna av efter att centralbankerna började höja sina styrräntor under åren 2004-2005. I USA medförde räntehöjningarna att låntagare inom subprime-segmentet, det vill säga låntagare på bolånemarknaden med sämre kreditvärdighet, fick problem med att klara sina betalningar.<sup>62</sup>

I spåren av finanskrisen följde ett globalt synkroniserat fall i huspriserna. I USA har hus-

priserna fallit med hela 35 procent sedan pris-toppen våren 2006. Efter USA har huspriserna fallit mest i Irland, Danmark och Storbritannien. I Sverige stagnerade prisutvecklingen under hösten 2007 och därefter föll priserna med cirka åtta procent. Under det senaste halvåret har dock de svenska huspriserna åter ökat. Även i Norge föll huspriserna till en början, men har det senaste året stigit med nästan elva procent.

På en del håll anses prisnivån fortfarande vara relativt hög. Det gäller särskilt i de länder där priskorrigeringsarna hittills har varit förhållandevis små.<sup>63</sup>

Diagram R6. Reala huspriser i Sverige och omvärlden  
Index, 1995 = 100

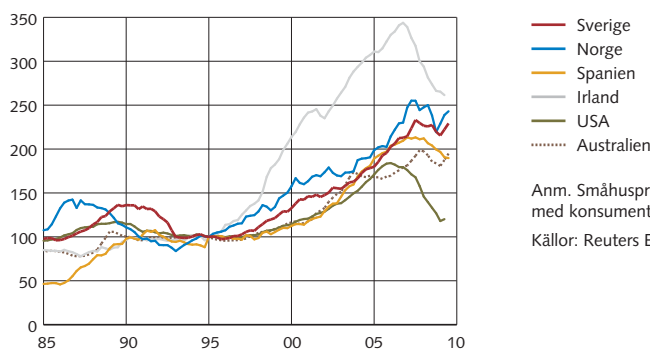


— Sverige  
— Danmark  
— Finland  
— Storbritannien  
— Tyskland

Anm. Småhuspriser deflaterade med konsumentprisindex.

Källor: BIS, Reuters EcoWin och SCB

Diagram R7. Reala huspriser i Sverige och omvärlden  
Index, 1995 = 100



— Sverige  
— Norge  
— Spanien  
— Irland  
— USA  
..... Australien

Anm. Småhuspriser deflaterade med konsumentprisindex.

Källor: Reuters EcoWin och SCB

61 I denna ruta uttrycks utvecklingen av huspriser i reala termer om annat ej anges.

62 För ytterligare information om händelseförloppet se till exempel Sveriges riksbank (2007), (2008), "Finansiell stabilitet 2007:2" samt "Finansiell stabilitet 2008:1".

63 Se IMF (2009), "World Economic Outlook", oktober. Enligt IMF:s ekonomiska modell finns det risk för fortsatta priskorrigeringar framför allt i Irland, Italien, Storbritannien, Frankrike, Spanien, Australien och Sverige.

### Gemensamma faktorer bakom de stigande huspriserna

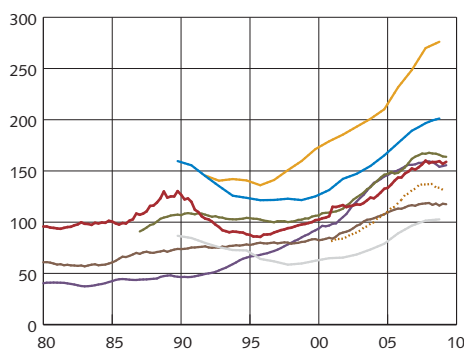
Det finns ett antal gemensamma faktorer som med all sannolikhet har påverkat husprispågången i både Sverige och andra länder. Bland annat har såväl volatiliteten i inflationen som räntorna sjunkit väsentligt i många länder sedan mitten av 1990-talet. Lägre räntor har inneburit att finansieringskostnaderna för hushållen har minskat. I den mån de lägre räntorna upplevts som bestående har hushållen kunnat ta större lån, vilket har tenderat att driva upp huspriserna. I många länder har husprisökningen och ökningen av hushållens skuldsättning därmed gått hand i hand (jämför diagram R8 med diagram R6 och R7).



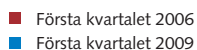
Anm. Eftersom marknader för finansiering av bostäder och andelen som äger sitt boende skiljer sig åt mellan länder är det osäkert om en jämförelse mellan olika länders skuldkvoter ger en helt rättvisande bild.

Källor: BIS, nationella centralbanker, Reuters EcoWin och Riksbanken

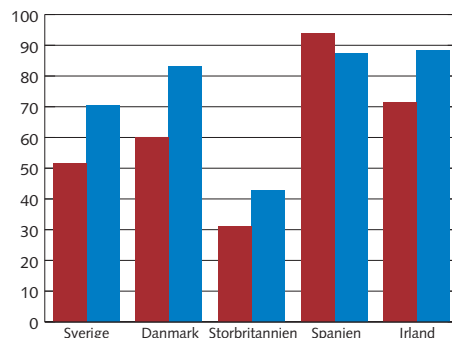
**Diagram R8. Hushållens skulder i relation till disponibel inkomst**  
Procent



**Diagram R9. Andelen nytecknade lån med rörlig ränta**  
Procent



Källa: European Mortgage Federation



Stigande disponibla inkomster i hushållssektorn har i många länder också bidragit till ökningarna i huspriserna genom att hushållen har haft råd att betala mer för sitt boende. Stigande inkomster i kombination med lägre räntor har lett till att allt fler hushåll fått tillgång till kreditmarknaderna, vilket i sin tur har bidragit till att öka efterfrågan på bostäder och lån.

Även demografiska faktorer kan ha påverkat husprisernas utveckling. I Storbritannien och Danmark finns tecken på att andelen förstagångsköpare, i relation till den totala befolkningen, kan inverka positivt på huspriserna. När ett stort antal förstagångsköpare ger sig in på bostadsmarknaden ökar efterfrågan på småhus och därmed pressas även priserna upp.<sup>64</sup>

Sedan 1990-talet har det skett betydande förändringar på bolånemarknaden som också har påverkat huspriserna positivt.<sup>65</sup> Bland annat beviljar kreditinstituten sedan flera år lån med högre belåningsgrader och hushållen kan välja mellan flera typer av lånekontrakt med olika villkor. I kombination med ökad konkurrens på bolånemarknaden har detta lett till att kreditinstitutens utlåningsmarginaler har pressats och bolåneräntorna har därmed sänkts.

Vidare efterfrågar hushållen i allt större utsträckning lån med rörlig ränta (se diagram R9). I många länder har andelen lån med rörlig ränta i relation till den totala lånestocken ökat relativt mycket, vilket tyder på att hushållen är mer villiga att ta på sig en större andel av ränterisken. I flera länder har också intresset för amorteringsfria lån växt. Innan finanskrisen kunde låntagare på vissa håll även teckna lån med en initialt negativ amorteringsplan. Om den totala bolånekostnaden endast utgörs av räntebetalningar ökar således möjligheten att ta upp större lån. Och hushåll som tidigare varit kreditbegränsade har i större utsträckning beviljats lån. I många länder har det även blivit vanligt att ta ut nya lån med bostaden som säkerhet när värdet på bostaden har ökat (se diagram 2:4).<sup>66</sup>

64 För Storbritannien, se Pain, S och Westaway, P (1997), "Modelling structural change in the UK housing market: A comparison of alternative house price models", *Economic Modelling*, nr 14, s. 587-560 eller Holly, S och Jones, N (1997), "House prices since the 1940's: cointegration, demography and asymmetries", *Economic Modelling*, nr 14, ss. 549-565. För Danmark, se "Pristigninger på boligmarkedet", *Økonomisk Tema*, nr. 1 augusti 2005, Økonomi- og Erhvervsministeriet.

65 Se till exempel Bank for International Settlements (BIS) (2006), CGFS Papers No. 26, "Housing finance in the global financial market", januari.

66 Detta är även vanligt förekommande i Norge, se Norges Bank (2009), *Finansiell stabilitet* 1/09, maj.



Varför har inte bostadspriserna fallit så mycket i Sverige?

Frånsett de likheter som diskuterats ovan förekommer det en rad skillnader mellan bostadsmarknaderna i olika länder. Det finns därför flera faktorer som kan förklara varför bostadspriserna i Sverige hittills under lågkonjunkturen inte har fallit i samma omfattning som i många andra länder. Och som dessutom talar för att priserna kan fortsätta att stiga en tid.

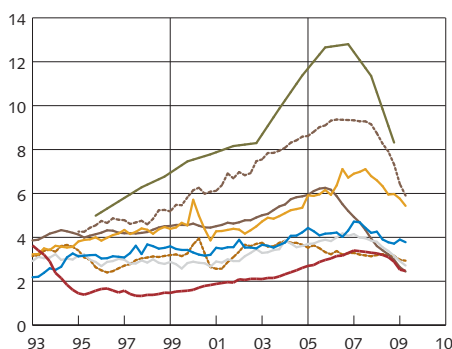
- *Förekomsten av buy-to-let saknas i stort sett på den svenska bostadsmarknaden.* Möjligheten att i spekulationssyfte köpa en bostad för att hyra ut påverkade sannolikt husprisuppgången i till exempel Storbritannien, Irland, Australien och USA, och således också prisfallet.
- *Ett annat inslag på bostadsmarknaden som inte i någon större utsträckning återfinns i Sverige är utlåning till hushåll med sämre kreditvärdighet, så kallad subprime-lending.* Denna utlåning förekom framför allt i USA under åren som föregick finanskrisen, men även i Storbritannien och i Australien. Under 2006 uppgick denna typ av utlåning till omkring 15 procent av de amerikanska hushållens totala lånestock. Eftersom dessa lån gjorde det möjligt för fler hushåll att ta bostadslån, bidrog de sannolikt till den tidigare uppgången i huspriserna, men också till att priser nu faller kraftigare i de länder där denna typ av utlåning var vanlig.
- *Det är sedan 1990-talet mycket låg nybyggnation av bostäder i Sverige jämfört med andra länder* (se diagram R10 och R11). Efterfrågeöverskottet på bostäder motsvaras inte av något ökande utbud eftersom nybyggnationen av bostäder är mycket låg. I de länder där nybyggnationen varit hög i förhållande till BNP har huspriserna fallit mer än i andra länder.
- *Den finanspolitiska stimulansen som erbjuds genom ROT-avdraget kan också ha lett till att huspriserna ökat.* Lägre

renoveringskostnader borde allt annat lika innebära att priset på objekt med renoveringsbehov ökar.

- *Bolåneräntorna har fallit mer i Sverige än i många andra länder* (se diagram R12 och R13). Räntesänkningarna påverkar de svenska hushållen direkt eftersom en stor andel av hushållens nya lån är tecknade till rörlig ränta (se diagram R9 och 2:5).

Dessutom finns det grundläggande olikheter mellan länder vad gäller nationella bostadsmarknader och marknader för finansiering av bostäder. I Tyskland innebär till exempel frånvaron av ränteavdrag att hushållen har kortare återbetalningstider, samt att de har förhållandevis låga

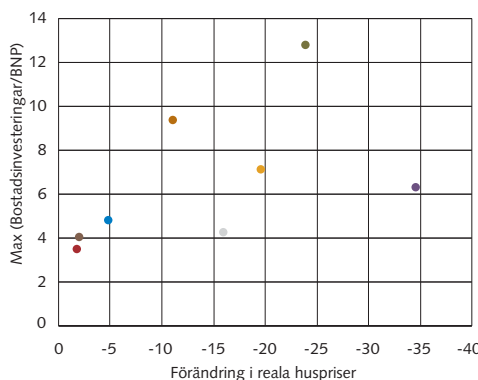
Diagram R10. Bostadsinvesteringar i relation till BNP, löpande priser, säsongrensade data  
Procent



— Sverige  
— Norge  
— Danmark  
— Storbritannien  
— Irland  
— Spanien  
— USA  
— Australien

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

Diagram R11. Bostadsinvesteringar i relation till BNP jämfört med förändringen reala huspriser  
Procent



● Sverige  
● Norge  
● Danmark  
● Storbritannien  
● Irland  
● Spanien  
● USA  
● Australien

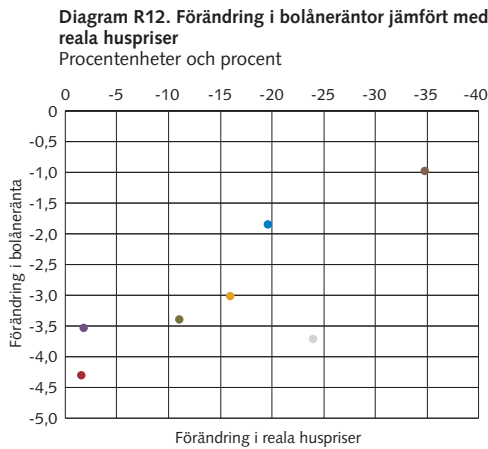
Anm. Diagrammet visar de högsta bostadsinvesteringarna i relation till BNP under perioden 2000-2009 jämfört med förändringen av reala huspriser från toppnotering till och med senaste utfallet.

Källa: Reuters EcoWin

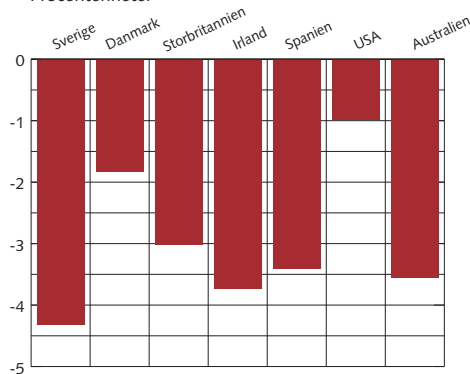
- Sverige
- Danmark
- Storbritannien
- Irland
- Spanien
- USA
- Australien

Anm. Diagrammet visar förändringen av rörliga bolåneräntor under perioden 2008-09-30 – 2009-09-30 jämfört med förändringen av reala huspriser, fall från toppnotering till och med senaste utfallet.

Källor: Central Bank & Financial Services of Ireland, Reserve Bank of Australia och Reuters EcoWin.

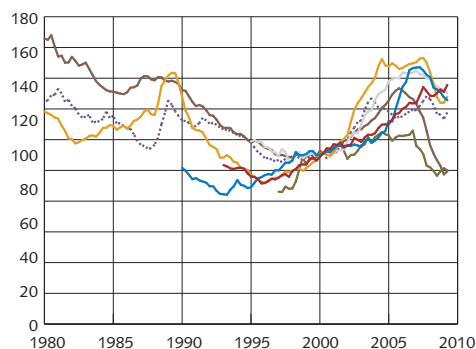


**Diagram R13. Förändring av rörlig bostadsränta 2009-09-30 jämfört med 2008-09-30**  
Procentenheter



Källor: Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Reserve Bank of Australia och Reuters EcoWin

**Diagram R14. Reala huspriser i relation till BNP i fasta priser**  
Index 2000 = 100



- Sverige
- Danmark
- Storbritannien
- Spanien
- Irland
- USA
- ..... Australien

Anm. Reala huspriser avser småhuspriser deflaterade med konsumentprisindex. Båda serierna är indexerade.

Källa: Reuters EcoWin

skulder i relation till de disponibla inkomsterna. De amerikanska hushållen kan till exempel förtidsbetala ett bundet lån utan att drabbas av någon straffavgift och i Danmark är det dessutom möjligt att binda om sina lån i takt med att räntan blir lägre. Inga eller låga straffavgifter ökar hushållens flexibilitet, minskar transaktionskostnaderna och leder till att skulderna ökar i hushållssektorn.

#### Är prisutvecklingen i Sverige motiverad?

Ett sätt att bedöma rimligheten i prisutvecklingen är att studera hur huspriserna förhåller sig till hushållens inkomster eftersom priserna på lång sikt bör stiga i takt med inkomsterna. I brist på jämförbara uppgifter över hushållens disponibla inkomster används BNP-utvecklingen (se diagram R14). I Sverige utvecklas huspriserna i högre takt än BNP, samtidigt ökar huspriserna i andra länder i en allt lägre takt än BNP. Detta samband indikerar att huspriserna i Sverige har ökat mer än vad som kan anses som långsiktigt hållbart. Det kan till viss del förklaras av produktivitetsskillnader mellan bostadssektorn och övriga ekonomin.<sup>67</sup>

Modellstudier kan också ge en fingervisning om de svenska huspriserna i dagsläget är över- eller undervärderade. Ett sätt är att studera hur huspriserna förhåller sig till en långsiktig trend. Om man jämför huspriserna med en trend som skattats med hjälp av en allmän jämviktsmodell kan huspriserna i dagsläget anses ligga något över trenden. Även IMF bedömer att de svenska huspriserna i dagsläget är övervärderade.<sup>68</sup>

Ett annat sätt är att studera hur huspriserna förhåller sig till en trend skattad med hjälp av ett Hodrick-Prescott filter. Dessa skattningar visar att de svenska huspriserna i dagsläget ligger något under trend. Tillsammans med faktorer såsom en stigande disponibel inkomst samt en låg ränta talar detta för att huspriserna kan komma att fortsätta stiga ytterligare det närmaste året. Samtidigt kan den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden bidra till att dämpa huspriserna.

67 Se Sveriges Riksbank (2009), (2008), "Pennyngpolitisk rapport", oktober, samt Sellin, P och Walentin, K "Bostadspriser och samhällsekonomin", Ekonomisk kommentar nr 6 2008.

68 Se IMF (2009), "World Economic Outlook, October 2009".

### Slutsatser

Det finns flera modeller som indikerar att de svenska huspriserna för närvarande är övervärderade. Men det finns ingen samstämmighet om storleken på gapet mellan marknadspriser och modellbaserade huspriser. Det finns också mätmetoder som indikerar att huspriserna inte är övervärderade alls utan snarare är något undervärderade.

Därför bör resultaten tolkas med försiktighet. Den låga nybyggnationen, stigande disponibla inkomster och den låga ränteivån kan tala för att huspriserna fortsätter att stiga under det närmaste året. Å andra sidan kan den svaga arbetsmarknaden och förväntningar om att räntan på sikt kommer att återgå till mer normala nivåer hålla tillbaka prisutvecklingen på husmarknaden. En samlad bedömning talar för att huspriserna kan fortsätta att stiga ytterligare ett tag framöver. Men ökningen bör rimligen bli måttlig.

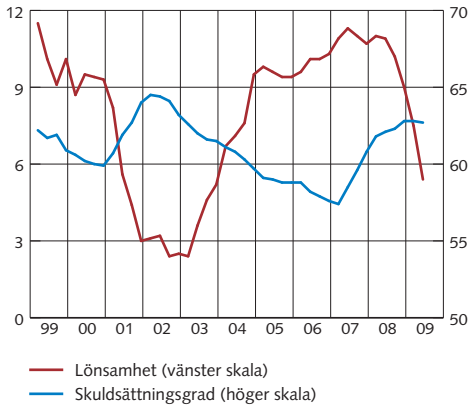
Det finns även en risk att utvecklingen kan bli ohållbar på längre sikt, med alltför hög skuldsättning hos hushållen och fallande huspriser som resultat. En sådan utveckling innebär dock inte ett direkt hot mot den finansiella stabiliteten.

Riksbankens stresstester visar att hushållen i allmänhet fortfarande kan betala av på sina lån även om ränteläget skulle vara betydligt högre än i dag. Däremot skulle en sådan utveckling minska hushållens utrymme att konsumera annat än boende, vilket i förlängningen också skulle påverka andra sektorer i ekonomin och i slutändan bankerna.

Eftersom köp och finansiering av bostäder innebär långsiktiga åtaganden finns det därför anledning för låntagare att i dagsläget basera sina bedömningar på det ränteläge som väntas råda om ett par år och som förutses ligga betydligt över dagens låga nivå. Dessutom är det viktigt att bankerna försäkras om att utlåningen är långsiktigt hållbar genom att ha tillräckliga marginaler i kreditkalkylerna. I detta sammanhang kan det finnas anledning att se över belåningsgraderna och amorteringstakterna.<sup>69</sup> Finansinspektionen har påbörjat en översyn för att kontrollera att bankerna tar hänsyn till både framtida ränteläge och risker för arbetslöshet i sin kreditgivning. Om detta inte skulle räcka för att hindra en utveckling som på lång sikt kan bli ohållbar kan Finansinspektionen vidta åtgärder.

69 Sedan finanskrisen startade har bankerna stramat åt lånevillkoren gentemot hushållen, bland annat har belåningsgraden sänkts. Se Federal reserve's and ECB:s Senior Loan Officer Survey och Bank of Englands Credit Condition Survey.

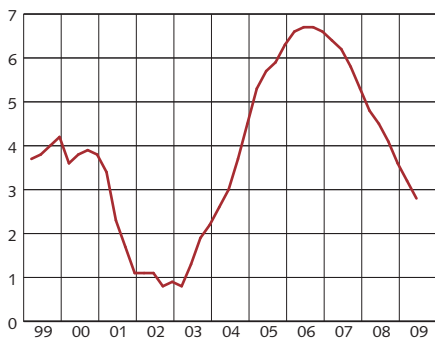
**Diagram 2:12. Lönsamhet och skuldsättningsgrad i svenska börsnoterade företag**  
Procent



Anm. Lönsamheten definieras som rörelseöverskottet i förhållande till totala tillgångar. Skuldsättningsgrad definieras som som totala skulder i förhållande till bokfört kapital.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

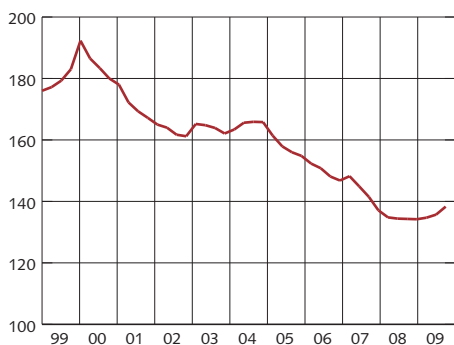
**Diagram 2:13. Räntetäckningsgrad i svenska börsnoterade företag**  
Kvot



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

Källor: Bloomberg och Riksbanken

**Diagram 2:14. Kassalikviditet i svenska börsnoterade företag**  
Procent



Anm. Kassalikviditeten 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

## Den svenska företagssektorn

I detta avsnitt analyseras företagens upplåning från kreditinstituten och företagets betalningsförmåga. Analysen fokuserar på några centrala finansiella nyckeltal. Dessutom görs en prognos för företagets kreditkvalitet och kreditefterfrågan under perioden 2009–2011.<sup>70</sup>

**Företagens finansiella ställning har fortsatt att försämrats.** Det beror på att lönsamheten har fallit kraftigt (se diagram 2:12), vilket i sin tur har medfört att räntetäckningsgraden blivit lägre trots att utlåningsräntorna sjunkit med cirka fyra procentenheter sedan september 2008 (se diagram 2:13). Det innebär att företagen har sämre möjligheter att täcka sina räntekostnader. Företagens kassalikviditet har däremot börjat stiga något, om än från relativt låga nivåer (se diagram 2:14). Uppgången kan bero på att företagen medvetet bygger upp likviditetsreserver ifall tillgången på krediter skulle minska. Av Riksbankens företagsintervjuer framgår att företagen även arbetar med att förbättra sina kassaflöden, vilket också bör öka deras likviditet. Företagens skuldsättning sjunker för första gången sedan 2006 (se diagram 2:12) I dagsläget har företagen en hanterbar skuldbörda med tanke på de mycket låga räntorna. Fortsätter lönsamheten att falla i samma takt som nu kommer dock fler företag att drabbas av betalningssvårigheter. En sådan utveckling utgör den tydligaste realkononiska risken i den svenska företagssektorn.

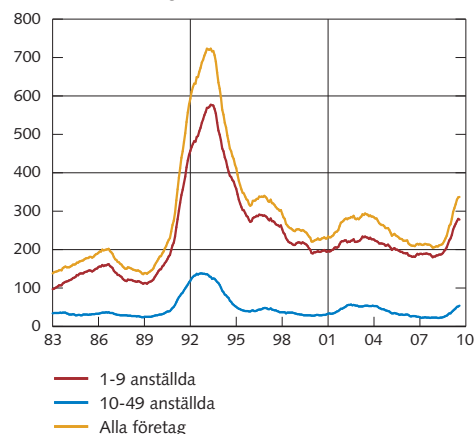
70 Analysen avser de börsnoterade icke-finansiella företagen om inget annat anges.

**Antalet konkurser har börjat sjunka något men ligger fortfarande på en relativt hög nivå.** I vissa branscher fortsätter konkurserna att stiga men i en något lägre takt än tidigare. Mest ökar konkurserna i tillverkningssektorn, hotell- och restaurangsektorn samt transportsektorn. Under krisen är det framför allt konkurser bland de mindre företagen som ökat, vilket följer det vanliga mönstret under en lågkonjunktur (se diagram 2:15). Även om de senaste årens trend med stigande konkurser verkar ha brutits är risken för fortsatta konkurser påtaglig.

**Företagen ökar fortfarande sin upplåning men i lägre takt** (se diagram 2:16). Den vikande upplåningstakten beror sannolikt på både en lägre efterfrågan på krediter och något hårdare lånevillkor hos bankerna.<sup>71</sup> Ett tecken på att bankerna ställer hårdare villkor för nya lån till företag är att upplåningen från kreditinstituten sjunker medan värdepappersfinansieringen fortfarande ökar. Historiskt sett har upplåningen hos kreditinstituten haft ett visst samband med utvecklingen av de reala fasta bruttoinvesteringarna (se diagram 2:17). Det beror på att företagen oftast finansierar en andel av sina investeringar med lån. I början av den finansiella krisen såg dock relationen mellan upplåning och bruttoinvesteringar något annorlunda ut. Ökningstakten i fasta bruttoinvesteringar dämpades då avsevärt trots att företagens upplåning fortsatte att öka kraftigt. En del av denna utveckling förklarades med att företagen utnyttjade så kallade kreditlinor eller checkkrediter för att bygga upp likviditetsreserver. Nu tycks dock det historiska sambandet mellan investeringar och upplåning åter börja gälla i takt med att situationen på de finansiella marknaderna förbättras. Sedan förra rapporten har Riksbanken justerat ned sin investeringsprognos och som följd även sänkt upplåningsprognosen. Fallande investeringar väntas leda till att företagen under 2009 och 2010 minskar sin upplåning. Allteftersom konjunkturen förbättras under 2011 väntas kreditvolymen växa igen.

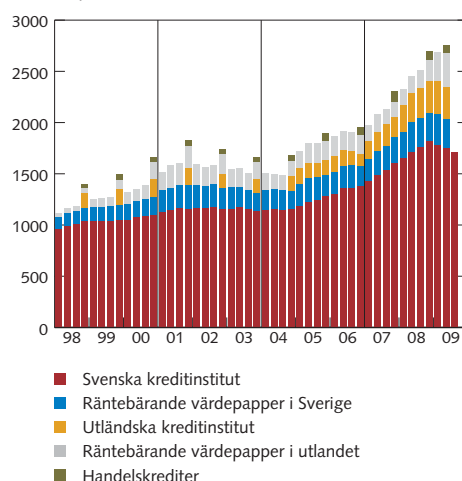
**Företagen använder främst kreditinstitut för sin upplåning men finansieringen via certifikat och obligationer ökar.** Svenska och utländska kreditinstitut står för cirka 75 procent av de svenska företagens totala upplåning (se diagram 2:16). Förutom detta använder främst de större företagen finansiering via svenska och utländska räntebärande värdepapper. Under 2009 har emissioner av certifikat och obligationer i utlandet ökat kraftigt och överstiger nu värdet av emissioner i Sverige. De icke-finansiella företagens andel av den svenska obligationsmarknaden har sjunkit sedan krisen inleddes. Efter kontakter med vissa företag verkar en förklaring vara en ökad vilja att diversifiera sin finansiering genom att emittera på fler marknader än tidigare. Företagen verkar dessutom i något större utsträckning än tidigare finansiera sig på värdepappersmarknaden. Det är en positiv utveckling i den bemärkelsen att värdepappersmarknaden nu har börjat fungera bättre jämfört med under den mest akuta krisen. Utlåningen från kreditinstituten sjönk dock under det andra kvartalet. Det kan också innebära att

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



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:16. Företagens upplåning från kreditinstitut samt deras värdepappersfinansiering**  
Miljarder kronor

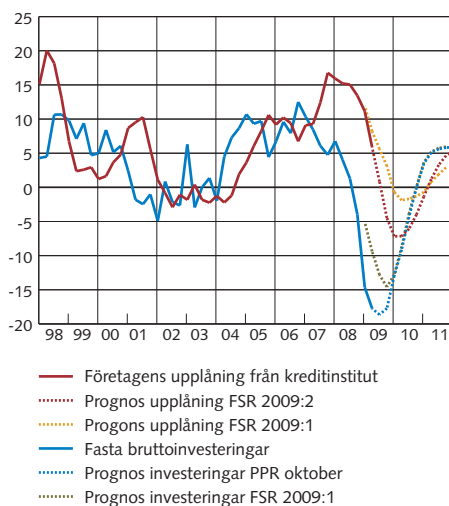


Anm. Handelskrediter rapporteras årsvis och för andra kvartalet 2009 anges totala handelskrediter vid utgången av andra kvartalet.

Källa: Riksbanken

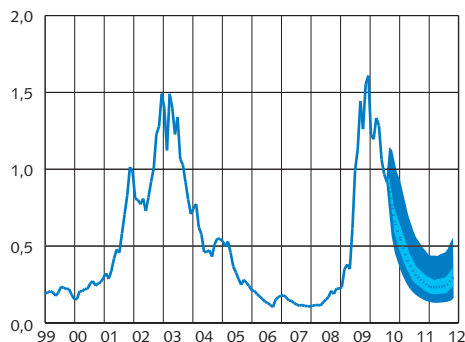
<sup>71</sup> I Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer för oktober uppgav en tredjedel av företagen att finansieringen är svårare än normalt. Byggindustrin var den bransch som rapporterade störst problem; 46 procent av byggföretagen uppgav att finansieringen var svårare än normalt.

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



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:18. Företagens kreditrisk, 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 från oktober 2009. Intervallen speglar därmed osäkerheten kring hur EDF påverkas av förändringar i industriproduktion, inflation och i tre månaders riskfri ränta. Intervallen tar inte hänsyn till osäkerheten i de makroekonomiska variablerna.

Källor: Moody's KMV och Riksbanken

mindre företag, som inte har tillgång till värdepappersmarknaden, har det svårare att finansiera sin verksamhet på grund av hårdare kreditvillkor. Den sammanfattande bedömningen är dock att det för närvarande inte råder någon kreditåtstramning i Sverige.

**Kreditrisken i bankernas utlåning till företagen väntas minska i takt med den väntade återhämtningen** (se diagram 2:18).

Sedan den förra prognosen har framför allt två faktorer påverkat utvecklingen av företagens kreditrisker. Dels har Riksbanken sänkt styrräntan, dels fungerar de finansiella marknaderna bättre. Därmed kan företagen lättare betala sina lån samtidigt som marknaden nu värderar det egna kapitalet i företagen väsentligt högre. Dessutom har Riksbanken höjt prognosen för BNP-tillväxten för åren 2010 och 2011 sedan den förra rapporten. Den nuvarande prognosen över företagens kreditrisk innehåller därför ett tydligt återhämtningsscenario. Osäkerheten är dock fortfarande mycket stor och risken för att kreditkvaliteten under prognosperioden blir sämre är påfallande. Det gäller framför allt sådana branscher som transport, IT och parti- och detaljhandel. Företagens kreditrisk stiger däremot något under andra halvåret 2011, vilket beror på att återhämtningen inte är tillräcklig för att kompensera för den förväntade höjningen av utlåningsräntorna från och med slutet av 2010.

**Sammanfattningsvis är kreditrisken i bankernas utlåning till företagssektorn fortsatt hög men väntas sjunka de kommande två åren.** Låga räntor och en generell ekonomisk återhämtning är drivande faktorer bakom denna utveckling. Företagens upplåning från kreditinstituten väntas sjunka under 2009 och större delen av 2010, för att sedan börja öka igen. Den huvudsakliga orsaken till den minskade upplåningen under 2010 är att företagen inte behöver investera lika mycket som tidigare. Företagen verkar dessutom i större utsträckning än tidigare finansiera sig på värdepappersmarknaden, och det är framför allt emissioner i utlandet som ökar mest. Även om utlåningen från kreditinstituten för närvarande sjunker gör Riksbanken bedömningen att det i nuläget inte råder någon kreditåtstramning i Sverige.

## Den kommersiella fastighetsmarknaden och fastighetsbolagen

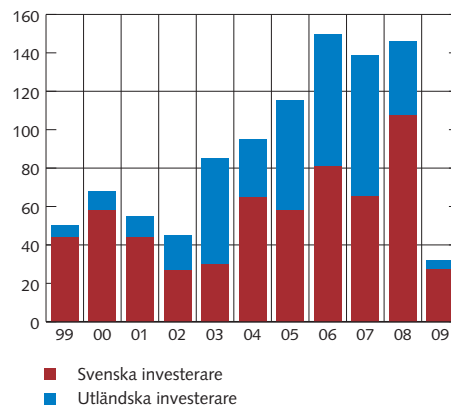
I detta avsnitt analyseras fastighetsbolagens finansiella ställning, deras upplåning och betalningsförmåga. Att fastighetsbolagen som en del av den icke-finansiella företagssektorn analyseras separat beror på att de utgör den enskilt största bransch som de svenska storbankerna lånar ut till. Betalningsförmågan hos fastighetsbolagen såväl som värdet på fastigheterna, det vill säga värdet på bankernas säkerheter för utlåning till fastighetsbolagen, bestäms till största delen på den kommersiella fastighetsmarknaden. Avsnittet börjar därför med utvecklingen och riskerna på denna marknad.

### DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

**Aktiviteten har varit låg på såväl den internationella som den svenska kommersiella fastighetsmarknaden under 2009.** Internationellt har de totala försäljningsvolymerna mer än halverats.<sup>72</sup> Under årets första tre kvartal uppgick den totala transaktionsvolymen på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden till cirka 30 miljarder kronor, vilket är den lägsta nivån på tio år (se diagram 2:19). Under perioden har såväl svenska som utländska investerare fortsatt att dra sig tillbaka från den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. Det gäller framför allt utländska investerare som endast representerade 15 procent av den totala transaktionsvolymen på marknaden under årets tre första kvartal, vilket kan jämföras med 26 procent under 2008.<sup>73</sup>

**Den låga aktiviteten har till stor del förklarats av svårigheter för investerare att hitta finansiering.** Detta gäller investerare på såväl den internationella som den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. I de fall när det har gjorts investeringar på den svenska marknaden har det därför varit nästan uteslutande av investerare med hög andel eget kapital.<sup>74</sup> De svenska fastighetsbolagen finansierar sina investeringar till största delen genom banklån i svenska och utländska banker, som under den finansiella krisen har varit ovilliga att låna ut till nya investeringar.<sup>75,76</sup> Detta hänger delvis samman med att bankerna i osäkra tider minskar sina riskvägda tillgångar exempelvis genom att i större utsträckning låna ut till hushåll framför företag. Detta gäller särskilt fastighetsbolag som historiskt har orsakat bankerna stora förluster. På den internationella fastighetsmarknaden är fastighetsbolagen mer beroende av marknadsfinansiering än de svenska fastighetsbolagen. Dels i form av emission av egna värdepapper, dels genom banklån där bankerna i sin tur emitterar värdepapper

Diagram 2:19. Transaktionsvolymerna på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden  
Miljarder kronor



Anm. Uppgiften för 2009 avser transaktionsvolymen under perioden januari-september 2009 multiplicerad med 1+1/3. Uppgifterna omfattar inte försäljningar till bostadsrättsföreningar.

Källor: Savills och Riksbanken

72 Se IMF (2009), "World Economic Outlook", oktober.

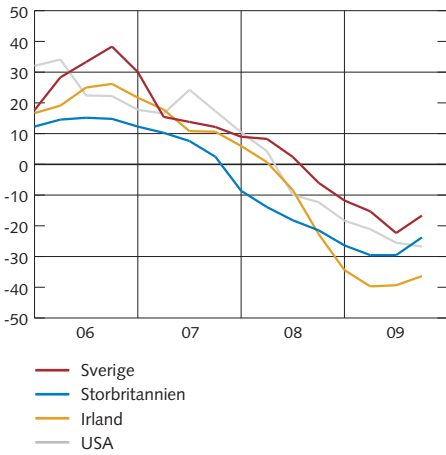
73 Se Savills (2009), "Fastighetsmarknaden kvartal 3 – Nya köpmönster på den svenska fastighetsmarknaden", september.

74 Se exempelvis Newsec (2009), "Property Report", september.

75 Med de svenska fastighetsbolagen avses, om inget annat anges, de svenska fastighetsbolag som är börsnoterade på NASDAQ OMX Stockholm. Se Riksbanken (2009), "Finansiell stabilitet 2009:1", juni, och Finansinspektionen (2009), "Bankernas utlåning till kommersiella fastigheter", maj, angående utländska bankers utlåning på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden.

76 Se Fastighetsägarna Stockholm (2009), "Fastighetsägarbarometern – oktober", oktober.

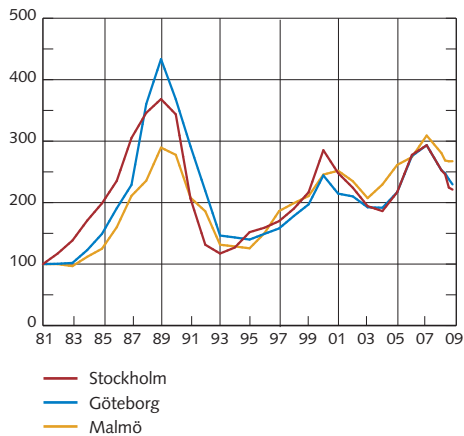
**Diagram 2:20. Priser på kontorslokaler i Sverige och internationellt**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Prisuppgifterna för Sverige avser moderna kontorslokaler i Stockholms cityläge. Prisuppgifterna för Storbritannien avser priser för samtliga typer av kommersiella fastigheter.

Källor: Investment Property Databank (IPD), Reuters EcoWin, MIT Center for Real Estate, Newsec och Riksbanken

**Diagram 2:21. Reala priser på kontorslokaler i citylägen**  
Index, 1981 = 100



Anm. Priserna har deflaterats med KPI.

Källor: Newsec och Riksbanken

med kommersiella fastighetskrediter som underliggande tillgång (CMBS). Eftersom den kommersiella fastighetsmarknaden internationellt bedöms generera ytterligare kreditförluster är efterfrågan på CMBS fortfarande låg. Det har bidragit till att minska bankernas möjlighet och villighet att låna ut till internationella kommersiella fastighetsbolag.<sup>77</sup>

**Den låga aktiviteten har medfört att marknadsvärdet på lokalerna är osäkert.** Priserna har fortsatt att falla, i Sverige och internationellt, även om prisfallen dämpats något under det senaste kvartalet (se diagram 2:20). I länder där priserna fallit kraftigt, exempelvis Storbritannien och Irland, kan de kommersiella marknaderna framöver åter börja framstå som attraktiva för investerare. Jämfört med de högsta prisnivåerna 2007 har de reala priserna på kontorslokaler i Sveriges citylägen fallit med 25 procent i Stockholm, 22 procent i Göteborg och 14 procent i Malmö (se diagram 2:21).

**I Sverige beror de fortsatta prisfallen framför allt på att hyresmarknaden blir allt svagare.** När priserna steg kraftigt under perioden 2005-2007 och därefter började falla berodde detta i stället till största delen på att investerarnas direktavkastningskrav minskade respektive ökade under samma perioder (se diagram 2:22).<sup>78</sup> Under det senaste kvartalet har däremot investerarnas direktavkastningskrav varit närmast oförändrade, medan hyrorna, särskilt i Stockholm, har fallit allt kraftigare och alltså följt prisutvecklingen (se diagram 2:23).

**Samtidigt som hyrorna har fortsatt att falla har andelen lokaler som står tomma, vakansgraden, ökat något i vissa citylägen** (se diagram 2:24). Detta gäller Stockholms och Göteborgs citylägen, medan vakansgraden däremot minskat något i Malmös cityläge. Utvecklingen med en ökad vakansgrad är en konsekvens av lågkonjunkturen som medför att hyres-

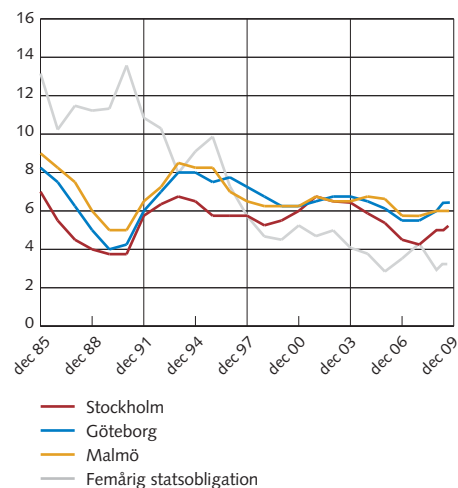
77 Se IMF (2009), "Global Financial Stability Report", oktober, ECB (2009), "Financial Stability Review", juni, och Finansinspektionen (2009), "Risker i det finansiella systemet", november.

78 Priset som en investerare är beredd att betala för en kontorslokal motsvarar kvoten av det förväntade driftöverskottet för lokalen och storleken på det direktavkastningskrav som investeraren har. Ju högre det förväntade driftöverskottet är och ju lägre direktavkastningskrav som investeraren har, desto högre är priset som investeraren är beredd att betala. Detta kan uttryckas utifrån en förenkling av Gordons formel:  $MV_0 = \frac{D\dot{O}_1}{r-g}$  där  $MV_0$  är marknadsvärdet vid tidpunkt 0;  $D\dot{O}_1$  är driftöverskottet under det första året som ändras över tiden med ränta på ränta i en takt av  $g$  procent;  $r$  är investerarens totala avkastningskrav;  $r-g$  motsvarar därmed direktavkastningskravet, det vill säga skillnaden mellan det totala avkastningskravet och den avkastning investeraren får i form av värdestegring (se Lind, H. och Lundström, S. (2009, s. 73), "Kommersiella fastigheter i samhällsbyggandet").



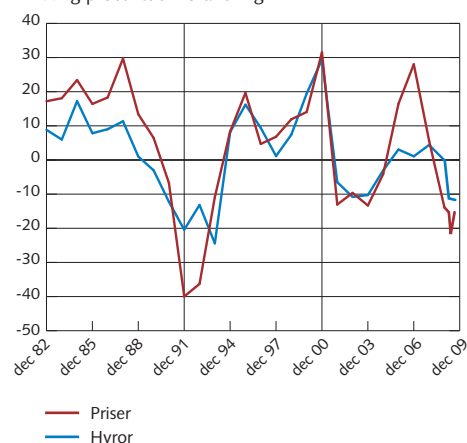
gästerna inom de sektorer som använder mest kontorsyta inte behöver, alternativt inte kan, hyra lika stora ytor när efterfrågan på deras egna produkter och tjänster minskar. Trots att bilden blivit något ljusare när det gäller produktionen i den svenska ekonomin överlag, väntas sysselsättningen fortsätta falla ett tag framöver. Det gäller även inom de tjänsteproducerande sektorerna (se diagram 2:25). I och med att det är dessa delar av näringslivet som står för den största delen av efterfrågan på kontorsyta, bedöms därför efterfrågan på kontorslokaler fortsätta minska framöver. Därutöver kommer nyproducerade lokaler komma ut på marknaden, varav en viss del inte har några hyresavtal signerade. Detta ökade utbud i kombination med en minskad efterfrågan innebär att vakanserna sannolikt kan öka ytterligare framöver.<sup>79</sup> Mot bakgrund av fallande hyror och ökade vakanser har bygginvesteringar i nya projekt dock minskat under 2009 och kommer sannolikt att vara måttliga också nästa år.<sup>80</sup>

**Diagram 2:22. Genomsnittligt direktavkastningskrav på moderna kontorslokaler i citylägen**  
Procent



Källor: Newsec och Reuters EcoWin

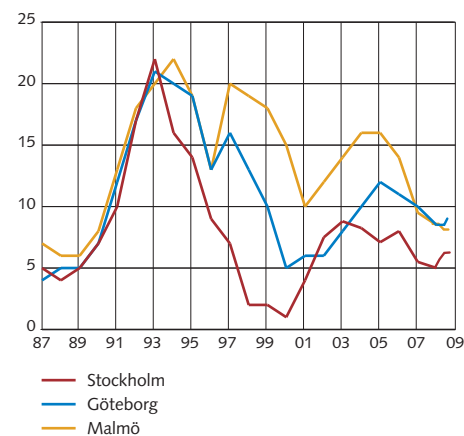
**Diagram 2:23. Reala priser och hyror för kontorslokaler i Stockholms cityläge**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Anm. Priserna har deflaterats med KPI.

Källor: Newsec och Riksbanken

**Diagram 2:24. Vakansgrad för kontorslokaler i citylägen**  
Procent

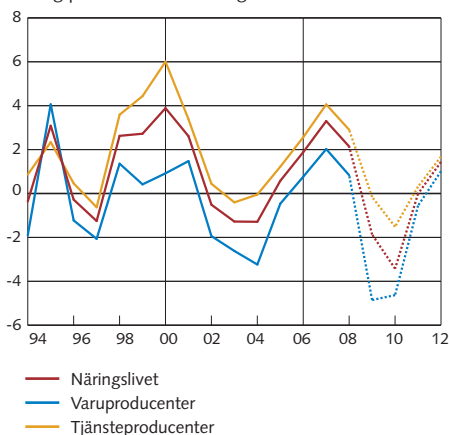


Källa: Newsec

79 Se Jones Lang LaSalle (2009), "Nordic City Report Autumn 2009", september.

80 Se Sveriges Bygginstrument (2009), "Byggningskonjunkturen", nr 3, oktober.

Diagram 2:25. Sysselsatta i näringslivet  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

## FASTIGHETSBOLAGEN

Den försämrade situationen på den kommersiella fastighetsmarknaden avspeglas i en fortsatt försämrad finansiell ställning bland fastighetsbolagen i Sverige. Även om konkurserna bland de fastighetsförvaltande företagen har ökat relativt lite jämfört med vad de har gjort inom andra branscher, så är det ändå en ökning.<sup>81</sup> Konkurserna ökar dock långsammare nu än i juni när den förra stabilitetsrapporten publicerades. Även om inga av de börsnoterade fastighetsbolagen har gått i konkurs har skuldsättningsgraden och belåningsgraden ökat respektive soliditeten sjunkit i merparten av dem.<sup>82</sup> Att dessa nyckeltal har försämrats beror dels på att bolagens räntebärande skulder har ökat, dels på att deras eget kapital minskat i värde. Därutöver har marknadsvärdet på fastigheterna fallit (se diagram 2:21).<sup>83</sup>

Fastighetsbolagens betalningsförmåga är fortfarande tämligen god men kommer att försämrans något framöver. Den tidigare goda utvecklingen på hyresmarknaden har medfört att hyresintäkterna har ökat för nästan samtliga av fastighetsbolagen, och därmed har deras driftöverskott ökat.<sup>84</sup> Samtidigt har räntekostnaderna fallit för de flesta av fastighetsbolagen till följd av Riksbankens kraftiga sänkningar av reporäntan. Detta har inneburit att räntetäckningsgraden och därmed betalningsförmågan för fastighetsbolagen överlag har förbättrats under rapportperioden. Framöver bedöms den minskade efterfrågan på hyresmarknaden på kontorslokaler bidra till lägre intäkter för fastighetsbolagen och till att deras betalningsförmåga därmed försämrans något.

81 Avser samtliga fastighetsbolag, det vill säga även icke-börsnoterade. Antalet konkurser bland fastighetsbolag med minst en anställd uppgick under tolv månadersperioden november 2008 – oktober 2009 till 63 stycken, vilket kan jämföras med 56 stycken under tolv månadersperioden november 2007 – oktober 2008, det vill säga en ökning med närmare 13 procent.

82 Avser de 14 av totalt 17 fastighetsbolag som är börsnoterade på NASDAQ OMX Stockholm och som vid tidpunkten för framtagandet av Finansiell stabilitet 2009:2 hade publicerat sina delårsrapporter för perioden januari – september 2009. Rapportperioden avser januari – september 2009. Om inget annat anges görs jämförelser med motsvarande period föregående år.

83 Diagram 2:21 illustrerar utvecklingen av priserna på kontorslokaler i Sveriges citylägen. De börsnoterade fastighetsbolagen äger också andra typer av fastigheter än kontor såsom butiker, industrilokaler och bostadshus. Se rapporten Finansiell stabilitet 2009:1 för en illustration av utvecklingen av priserna på dessa typer av kommersiella fastigheter till och med helåret 2008. Därutöver äger vissa av de svenska börsnoterade fastighetsbolagen också fastigheter i utlandet.

84 I genomsnitt löper hyreskontrakten som fastighetsbolagen avtalar med sina hyresgäster om på 3-5 år. Detta innebär att fastighetsbolagen påverkas av förändringar i marknadshyror först när hyreskontrakten löper ut och behöver omförhandlas till eventuellt lägre nivåer.

**Kreditrisken i bankernas utlåning till fastighetsbolagen är fortsatt hög.**

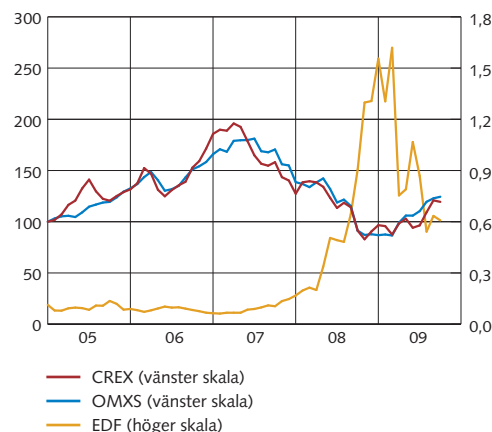
De förväntade konkurs sannolikheterna för fastighetsbolagen har sjunkit den senaste tiden, men är fortfarande höga i ett historiskt perspektiv. Priserna på fastighetsbolagens aktier har ökat något under samma period, ungefär i linje med börsen i övrigt (se diagram 2:26). Att fastighetsbolagens betalningsförmåga försämras innebär dock att kreditrisken i bankernas utlåning till kommersiella fastighetsbolag fortfarande är hög. Till detta bidrar också att värdena på lokalerna riskerar att fortsätta falla när förväntningarna om framtida intäkter justeras nedåt.

**Det är fortfarande svårt för fastighetsbolagen att hitta finansiering.**

Samtidigt är det en stor andel lån bara bland de börsnoterade fastighetsbolagen som kommer att behöva refinansieras under de närmaste åren. Samtidigt som fastighetsbolagen uppger att det är svårare än normalt att få banklån till investeringar, är frågan i vilken utsträckning de svenska storbankerna kommer att förnya de lån som successivt förfaller hos de svenska fastighetsbolagen. Det finns dessutom en osäkerhet om de utländska bankerna håller på att dra sig tillbaka och lämna den svenska marknaden, och om de svenska storbankerna i sådant fall kommer att ta över deras utestående lån.<sup>85</sup>

**Sammantaget väntas kreditrisken i bankernas utlåning till fastighetsbolagen vara fortsatt hög ännu ett tag.** Det hänger samman med en sämre intjäningsförmåga för fastighetsbolagen och fortsatt kraftiga fall i fastighetsvärden som påverkar fastighetsbolagens egna kapital negativt. I takt med den ekonomiska återhämtningen väntas dock kreditrisken minska i fastighetsbolagen, likt i företagssektorn överlag (se diagram 2:18). Det förklaras av att fastighetsbolagens egna kapital påverkas positivt av en förbättrad efterfrågan på hyresmarknaden, vilket i sin tur är ett led i det allmänt förbättrade efterfrågeläget i ekonomin. Kreditrisken överlag bedöms vara något lägre än i den förra stabilitetsrapporten till följd av att konjunkturbilden ser något bättre ut.

**Diagram 2:26. Förväntade konkurs sannolikheter (EDF) och aktiepriser för fastighetsbolag Index, januari 2005 = 100 och procent**



Anm. CREX motsvarar Carnegie Real Estate Index som består av fastighetsbolag som är noterade på NASDAQ OMX Stockholm A- och O-lista. OMXS motsvarar OMX Stockholm.

Källor: Moody's KVM Credit Edge, Reuters EcoWin och Riksbanken

<sup>85</sup> Enligt Grant Thornton (2009), "Fastighetsbolagen räknar med fortsatta stålbad", pressmeddelande, september, kan utlåningen från de utländska bankerna stå för omkring 200 miljarder kronor. Om de svenska storbankerna tog över dessa krediter, skulle det innebära att deras utlåning till fastighetsbolag i Sverige skulle öka med närmare 30 procent.

## De svenska bankernas låntagare i utlandet

Med hälften av utlåningen i utlandet är de svenska bankernas utländska verksamhet lika viktig som den inhemska. Övriga Norden är den största marknaden utanför Sverige, följt av Tyskland, de baltiska länderna och i mindre utsträckning Ukraina och Ryssland. Utlåningen är relativt jämnt fördelad mellan utländska och svenska hushåll, medan utländska företag utgör en något större andel än de svenska. I de baltiska länderna utgör de svenska bankerna en betydande del av banksystemet. Det betyder att utvecklingen i dessa länder har betydelse för det svenska finansiella systemet. De svenska bankernas utlåning i Ukraina och Ryssland är förhållandevis liten. Mot bakgrund av den mycket dåliga ekonomiska utvecklingen i framför allt Ukraina är dock sannolikheten för fortsatta kreditförluster i bankernas utlåning där fortfarande stor.

### ÖVRIGA NORDEN OCH TYSKLAND

**Recessionen har nått sin botten i Norden och Tyskland.** BNP-tillväxten bedöms bli svagt positiv i alla dessa länder under 2010. Exporten är viktig för såväl de nordiska ekonomierna som den tyska ekonomin och en fortsatt återhämtning är därför beroende av utvecklingen globalt. Tillväxten i BNP förväntas bli högst i Norge, som är det land som har drabbats minst av konjunkturedgången (se tabell 2:1). Finland och Danmark väntas få den lägsta tillväxten. I Finlands fall beror det på att exporten domineras av kapitalvaror där efterfrågan återhämtar sig långsammare än i andra branscher.<sup>86</sup> Danmarks export är mindre konjunkturkänslig. Den svaga tillväxten kan i stället tänkas härledas till återanpassningen av den tidigare överhettade bygg- och fastighetssektorn. I Finland och Danmark fortsatte industriproduktionen att minska under tredje kvartalet 2009, men i lägre takt än tidigare. I Norge och Tyskland ökade industriproduktionen, men från låga nivåer. Konfidensindikatorer för industrin vände uppåt i alla länderna, men också från låga nivåer.<sup>87</sup> Precis som i Sverige antas arbetslösheten stiga under de kommande åren (se tabell 2:2). I Tyskland har möjligheten för företag att minska arbetstiden för sina anställda bidragit till att dämpa uppgången i arbetslöshet.

86 Se Finlands Bank (2009), "Economic Outlook, Special Issue 2, 2009", september.

87 Se IFO (2009), "Business Climate Germany", oktober, och nationella statistikbyråer.

**Tabell 2:1. Förväntad BNP-utveckling**  
Årlig procentuell förändring

	2009	2010
Tyskland	-4,9	1,5
Danmark	-4,4	0,7
Norge	-1,1	2,4
Finland	-6,5	0,7

Källa: Consensus Forecast Inc. (2009), "Consensus forecast", november

**Tabell 2:2. Förväntad arbetslöshet**  
Procent

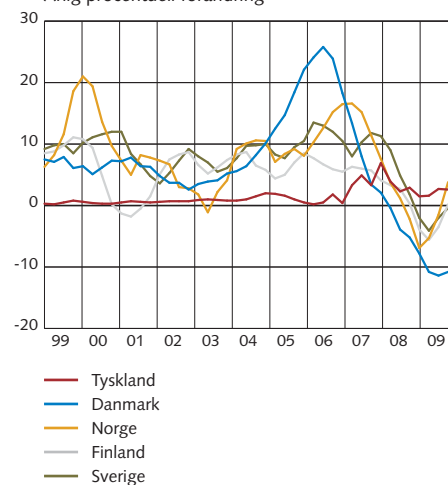
	2009	2010
Tyskland	8,2	9,5
Danmark	3,6	5,7
Norge	3,3	3,8
Finland	8,6	10,5

Källor: Consensus Forecast Inc. (2009), "Consensus forecast", november, och nationella centralbanker

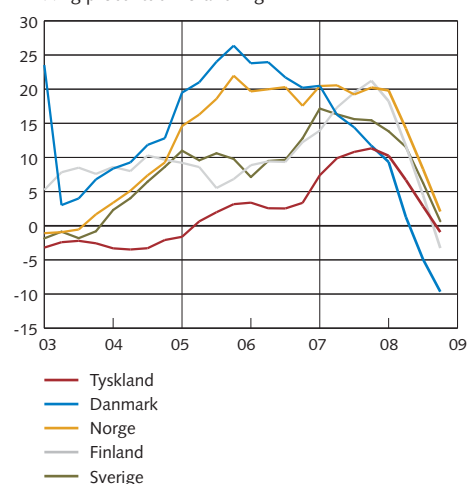
**Prisfallen på hus har stannat av i de nordiska länderna** (se diagram 2:27).<sup>88</sup> I Danmark väntas prisfallet fortsätta under 2010, men i långsammare takt än tidigare.<sup>89</sup> En förklaring till att de danska huspriserna fortsätter att falla är att de under högkonjunkturen steg betydligt mer än i övriga Norden. I Tyskland har huspriserna utvecklats stabilt trots konjunkturedgången. I Norge stiger huspriserna igen, men samtidigt varnar den norska centralbanken för att huspriserna ligger på för höga nivåer.<sup>90</sup>

**De nordiska företagens upplåning förväntas åter bli positiv, medan hushållens upplåning bedöms öka i en högre takt framöver.** Kredit-tillväxten hos företagen har fortsatt att minska sedan förra rapporten och är nu mycket låg eller negativ (se diagram 2:28). Enligt Riksbankens prognoser börjar företagen öka sin upplåning under 2010, i takt med att ekonomierna återhämtar sig. I Tyskland väntas det dröja något längre innan upplåningen ökar. Hushållens kredit-tillväxt ökar igen efter en tillfällig avmattning (se diagram 2:29). I Danmark är hushållens kredit-tillväxt tillfälligt negativ, men den väntas bli positiv under början av 2010. Enligt Riksbankens prognoser väntas upplåningstakten hos hushållen öka ytterligare under det kommande året, trots att arbetslösheten bedöms fortsätta att öka. En förklaring till det är det låga ränteläget.

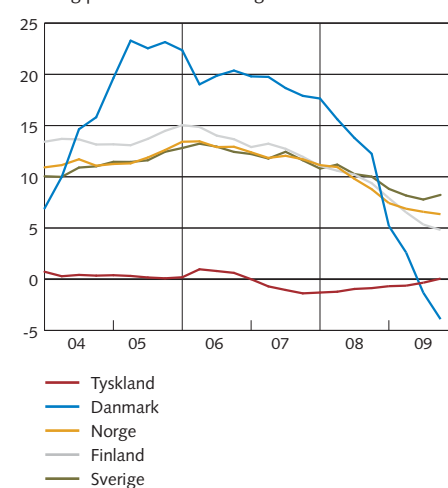
**Hushållens betalningsförmåga väntas bli sämre framöver.** Hushållens ekonomiska situation kommer att försämrats till följd av att arbetslösheten fortsätter att öka. Samtidigt förväntas räntorna stiga i takt med att konjunkturen förbättras, vilket minskar hushållens marginaler. Hushållens disponibla inkomster kommer dock att öka, framför allt

**Diagram 2:27. Husprisutveckling**  
Årlig procentuell förändring

Källor: Reuters EcoWin och BIS

**Diagram 2:28. Företagens upplåning**  
Årlig procentuell förändring

Källor: ECB och nationella statistikbyråer

**Diagram 2:29. Hushållens upplåning**  
Årlig procentuell förändring

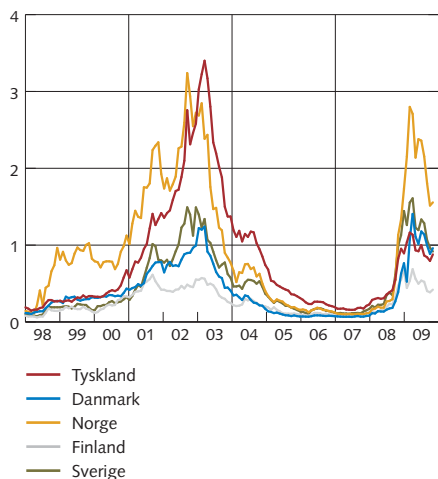
Källor: ECB och nationella statistikbyråer

88 För en mer utförlig genomgång av huspriser, se ruta "Utvecklingen av huspriser och bolånemarknader i Sverige och omvärlden".

89 Se Danmarks nationalbank (2009), "Monetary Review - 3rd Quarter 2009", september.

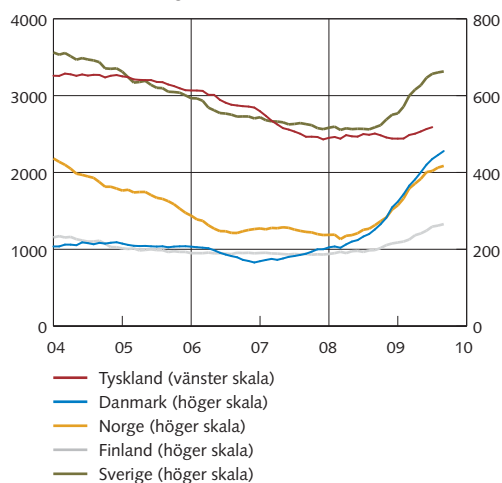
90 Se Norges bank (2009), "Experiences with the financial crisis", september.

Diagram 2:30. Förväntade konkurssannolikheter för börsnoterade icke-finansiella företag  
Procent



Källor: Moody's KMV Credit Edge och Riksbanken

Diagram 2:31. Företagskonkurser  
Tolv månaders glidande medelvärde



Anm. Tyskland saknar data för september 2009.

Källor: Nationella statistikbyråer

till följd av finanspolitiska stimulanser, vilket i viss mån motverkar försämringen. Hur betalningsförmågan påverkas skiljer sig dock åt mellan länderna. Finland och Tyskland drabbas, liksom Sverige, av hög arbetslöshet. Skuldkvoten är dock lägre i Finland och Tyskland än i Sverige, cirka 100 procent av disponibel inkomst. Eftersom Finland och Danmark väntas få en långsam återhämtning är hushållen där försiktiga. De minskar sin konsumtion och ökar sitt sparande.<sup>91</sup> I Danmark uppgår hushållens skulder till 275 procent av disponibel inkomst, vilket innebär att framtida räntehöjningar väntas leda till en minskning av de danska hushållens marginaler. Trots att den danska arbetslösheten blir relativt låg, väntas den procentuella ökningen av antalet arbetslösa bli större än i Sverige. I Norge innebär den snabba ekonomiska återhämtningen att arbetslösheten väntas hålla sig på en låg nivå. Den snabba återhämtningen fick Norges bank att höja styrrentan i oktober.

**Kreditförlusterna från hushållen väntas dock bli begränsade.** Det beror på att hushållen, trots försämrade betalningsförmåga, väntas klara av att betala sina räntor. Det beror också på att värdet av det bankerna får tillbaka vid en hushållskonkurs (återvinningsgraden) väntas vara fortsatt hög. I Danmark påverkas återvinningsgraden troligtvis negativt av fallande huspriser eftersom bostaden utgör hushållens största tillgång.<sup>92</sup> Sammantaget bedöms inte de nordiska och tyska hushållen orsaka bankerna några större kreditförluster. Däremot innebär en försämrade betalningsförmåga att hushållen kan behöva dra ner på annan konsumtion, vilket kan drabba andra sektorer i ekonomin, exempelvis företagssektorn.

**Företagens konkursrisk har minskat den senaste tiden men är fortsatt hög** (se diagram 2:30). Konjunkturedgången har medfört att vinsterna i de nordiska och tyska företagen har minskat. Samtidigt har lågkonjunkturen dämpat företagens investeringsvilja och därmed deras efterfrågan på krediter.<sup>93</sup> De sämre utsikterna för företagen har dessutom gjort bankerna mindre villiga att låna ut till företagen. I Danmark ökade konkurserna med 83 procent under andra kvartalet 2009 jämfört med andra kvartalet 2008 (se diagram 2:31). I Finland, Norge och Tyskland var motsvarande siffror 46, 58 respektive 12 procent.<sup>94</sup> Enligt Riksbankens prognos väntas konkursrisken minska under det kommande året, men den ökar till en början i Danmark.

91 Se Finlands Bank (2009), "Economic Outlook, Special Issue 2, 2009", september och Danmarks nationalbank (2009), "Monetary review – 3rd quarter 2009", september.

92 Se Danmarks Nationalbank (2009), "Monetary Review 2nd quarter 2009", juni.

93 Se ECB (2009), "Monthly Bulletin", augusti och OECD (2009), "OECD Economic Outlook", juni.

94 Se nationella statistikbyråer.

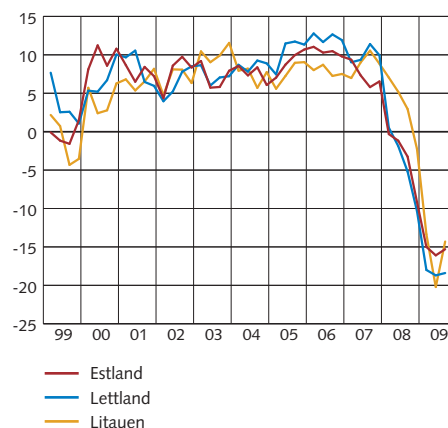
**De svenska bankerna är särskilt exponerade mot fastighets- och transportsektorn där kreditförlusterna förväntas öka.** Svenska banker har lånat ut cirka 285 miljarder kronor till kommersiella fastigheter i övriga Norden och Tyskland. I fastighetssektorn väntas vakanserna öka samtidigt som hyrorna väntas bli lägre, vilket talar för sämre intjäning för fastighetsbolagen framöver och lägre fastighetsvärden.<sup>95</sup> I transportsektorn har risken för konkurser ökat under året, framför allt på grund av att rederier har drabbats hårt av den ekonomiska krisen. Framför allt i Norge utgör rederiföretag en stor del av transportsektorn. Svenska banker har lånat ut cirka 160 miljarder kronor till rederier. Även i byggsektorn är konkursrisken högre än för det genomsnittliga företaget. Statliga satsningar har dock ökat aktiviteten i byggsektorn och därmed sannolikt minskat konkursrisken. I Danmark väntas ökade kreditförluster i jordbrukssektorn till följd av fallande priser på jordbruksland efter flera års kraftig uppgång, samtidigt som den danska jordbrukssektorn ökat sin belåning.<sup>96</sup>

**Sammanfattningsvis är kreditrisken fortsatt hög i bankernas utlåning till företagen i övriga Norden och Tyskland, även om den minskat något sedan den förra stabilitetsrapporten.** Det gäller framför allt företag i fastighets- och transportsektorn som fortfarande utgör en riskfylld exponering för de svenska bankerna. För hushållen väntas betalningsförmågan försämrats något framöver, men kreditförlusterna från hushållen väntas ändå bli begränsade. I takt med högre räntor kan dock hushållen behöva dra ner på annan konsumtion, vilket kan påverka andra sektorer i ekonomin negativt.

## De baltiska länderna

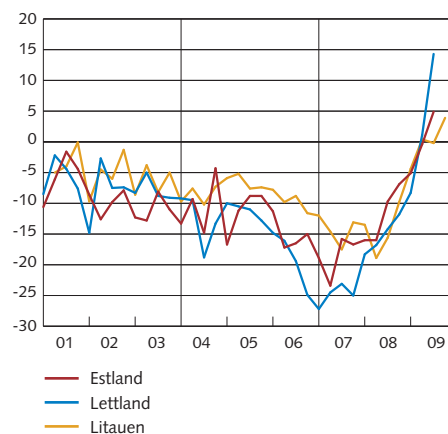
**I de baltiska länderna bromsade nedgången i ekonomierna upp under årets tredje kvartal** (se diagram 2:32). Utvecklingen har medfört att bytesbalansen uppvisar överskott, framför allt till följd av att importen har fallit mer än exporten (se diagram 2:33). Därtill har utländska företag gjort förluster på sina investeringar i de baltiska länderna, vilket innebär att utflödet av kapital minskar.<sup>97</sup> Samtidigt har arbetslösheten fortsatt att stiga (se diagram 2:34). Även om nedgången i ekonomierna har börjat avta är hushållens framtidsoptimism fortfarande kvar på låga nivåer i Lettland och Litauen. I Estland har däremot optimismen ökat den senaste tiden (se diagram 2:35). BNP väntas emellertid falla kraftigt under innevarande år. Även under nästa år väntas ekonomierna krympa.<sup>98</sup>

**Diagram 2:32. BNP**  
Årlig procentuell förändring



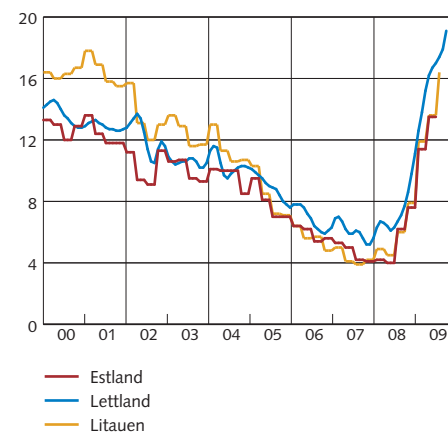
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2:33. Bytesbalans**  
Procent av BNP



Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2:34. Arbetslöshet**  
Procent



Källa: Eurostat

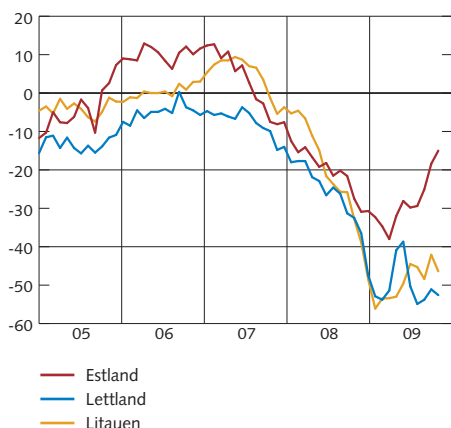
<sup>95</sup> Se Newsec, "Property Report, Autumn 2009", september.

<sup>96</sup> Se Danmarks nationalbank (2009), "Financial stability 1st half 2009", juni.

<sup>97</sup> Bytesbalansen är uppdelad i handelsbalans, tjänstebalans, faktorinkomster samt transfereringar. Utländska företags förluster har en positiv inverkan på bytesbalansen eftersom utflödet av kapital blir mindre.

<sup>98</sup> I år väntas BNP falla med nästan 13,7 procent i Estland, omkring 18 procent i Lettland och 18 procent i Litauen. Under 2010 väntas BNP falla med 0,1 procent i Estland, 4 procent i Lettland och nästan 4 procent i Litauen. Se "European Economic Forecast, Autumn 2009", EU-kommissionen.

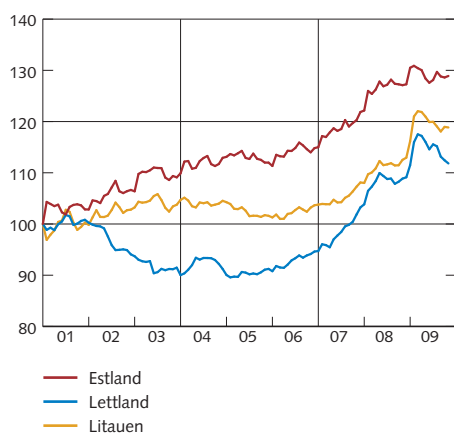
Diagram 2:35. Konfidensindikator för konsumenter  
Nettototal, procent



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

Källa: EU-kommissionen

Diagram 2:36. Reala växelkurser för de baltiska länderna  
Index, 2000 = 100



Anm. Växelkursen är korrigerad med prisnivån (KPI). Skalan är inverterad vilket betyder att ett lägre värde innebär en svagare växelkurs.

Källa: BIS

De baltiska ländernas konkurrenskraft har börjat förbättras till följd av interna devalveringar och att de reala effektiva växelkurserna har deprecierat (se diagram 2:36). Det gäller framför allt Lettland och Litauen. De nominella lönerna faller, även om nivån fortfarande är hög då lönerna steg kraftigt under flera år (se diagram 2:37). Även de reala lönerna faller i alla de tre länderna. Inflationstakten har fortsatt att minska snabbt och i Estland och Lettland faller priserna jämfört med samma period året före (se diagram 2:38). I alla länderna faller priserna på månadsbasis. Att konkurrenskraften har stärkts har dock inte förbättrat exporten som har fortsatt att försvagas. Samtidigt har exporten fallit även i länder där de reala effektiva växelkurserna har deprecierat mer, vilket tyder på att den globala efterfrågan fortfarande är mycket svag.

Det kommer att dröja länge innan de baltiska länderna återhämtar sig. Ytterligare skattehöjningar och nedskärningar av utgifterna kan behövas för att stabilisera de offentliga finanserna.<sup>99</sup> Det riskerar på kort sikt att dämpa den inhemska efterfrågan ännu mer. Samtidigt är återhämtningen i omvärlden fortfarande svag, vilket fortsätter att hålla tillbaka efterfrågan på ländernas export. Men allteftersom den globala efterfrågan återvänder borde efterfrågan på de baltiska ländernas export öka igen. Det förutsätter dock att dessa länder lyckas pressa ner löner och övriga priser ytterligare. När den globala efterfrågan så småningom återvänder har Estland en fördel jämfört med de övriga två länderna då en stor del av landets export går till de nordiska länderna. Lettland och Litauen är däremot mer beroende av varandra och av övriga öst- och centraleuropeiska länder där recessionen är djupare än i de nordiska länderna. Samtidigt kan Estlands export innehålla import från Lettland och Litauen. Eftersom förutsättningarna för exporten förbättras samtidigt som importen hålls tillbaka av en svag inhemska efterfrågan, talar det för att bytesbalansen kommer att fortsätta att stärkas i länderna. Samtidigt väntas utländska investerare fortsätta att göra förluster på sina investeringar, vilket också bidrar till överskottet.

**Behovet av extern finansiering för att finansiera underskotten i statsbudgetarna är stort.** Det gäller framför allt i Lettland och Litauen. Svårigheterna att få finansiering är dock stor eftersom kreditbetygen för de baltiska länderna har fortsatt att sänkas samtidigt som investerare successivt har minskat sina exponeringar mot Öst- och Centraleuropa generellt. Den senaste tiden har emellertid investerarnas förtroende börjat återhämta sig, vilket avspeglades i att intresset var stort när den litauiska staten emitterade en femårig dollarobligation under hösten. Lettland är dock helt beroende av finansiering via det internationella stödpaketet. I Estland är behovet av extern finansie-

<sup>99</sup> I år väntas underskotten i budgetarna uppgå till tre procent av BNP i Estland, drygt nio procent i Lettland och tio procent i Litauen. Se "European Economic Forecast, Autumn 2009", EU-kommissionen.



ring mindre än i de andra länderna eftersom landet har sparat tidigare budgetöverskott i fonder som kan användas för att täcka underskotten.<sup>100</sup>

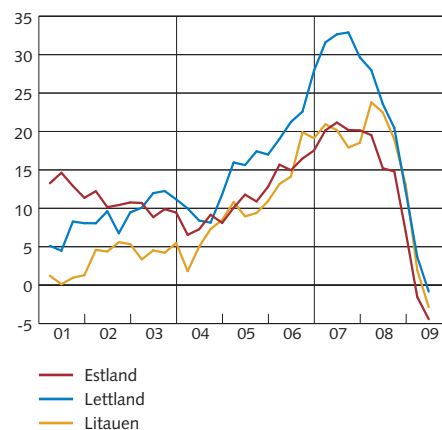
**Hushållens och företagens upplåning faller i alla de tre länderna** (se diagram 2:39 och 2:40). Denna utveckling beror på en svag efterfrågan på krediter samtidigt som bankerna har blivit mer återhållsamma i sin utlåning i linje med den svaga konjunkturutvecklingen. De utländska moderbankerna har dock till stor del fortsatt att förse sina dotterbanker med krediter för att upprätthålla kreditgivningen till kreditvärdiga hushåll och företag.<sup>101</sup> Att upplåningen faller indikerar att hushållen och företagen nu har börjat nettoamortera men även att bankerna har gjort reserveringar för kreditförluster i de baltiska länderna (se kapitel 3). Utvecklingen väntas fortsätta eftersom efterfrågan på lån är låg samtidigt som långivarna väntas vara fortsatt restriktiva i sin kreditgivning till följd av en sämre kreditkvalitet hos låntagarna. Dessutom väntas bankerna fortsätta att göra reserveringar för sannolika kreditförluster även de närmaste åren. En stor del av alla lån är tagna i utländsk valuta, framför allt i euro. I Estland och Lettland utgör andelen lån i utländsk valuta omkring 80 respektive 90 procent. I Litauen är andelen lägre. Samtidigt är låntagarnas inkomster i huvudsak i lokal valuta. Trots att upplåningen faller har hushållens och företagens skulder i förhållande till BNP fortsatt att öka till följd av att nominell BNP har fallit (se diagram 2:41). Det talar också för att återhämtningen i inhemsk efterfrågan kan dröja då en hög skuldsättning hämmar både konsumtion och investeringar.

**Hushållens och företagens betalningsförmåga har fortsatt att försvagas och denna utveckling riskerar att fortsätta.** Det märks inte minst i att antalet betalningsförseningar har fortsatt att öka snabbt i samtliga länder, även om de inte ökar lika snabbt i Estland (se diagram 2:42). Dessa riskerar att övergå i faktiska kreditförluster för bankerna. I Estland står företagssektorn för omkring 60 procent av betalningsförseningarna. I Lettland är andelen något lägre – drygt 50 procent. Det är främst fastighets- och byggbolag som har haft svårigheter att betala på sina lån, vilket speglar utvecklingen på fastighetsmarknaden där priserna har fallit kraftigt. De baltiska ekonomierna väntas fortsätta att försvagas, även om fallen i BNP bromsar upp, vilket talar för att förlusterna i företagssektorn kommer att fortsätta öka. Det innebär i sin tur att sannolikheten för att ett företag inte ska kunna betala på sitt lån ökar än mer. Likaså väntas lägre sysselsättning och högre arbetslöshet medföra att hushållens betalningsförmåga avtar. Låneräntorna är dock fortfarande låga, vilket även framöver minskar pressen på hushållens och företagens balansräkningar. Men eftersom länderna

<sup>100</sup> Statens stabilitetsfond och likviditetsfond uppgår till omkring 13 miljarder estniska kronor.

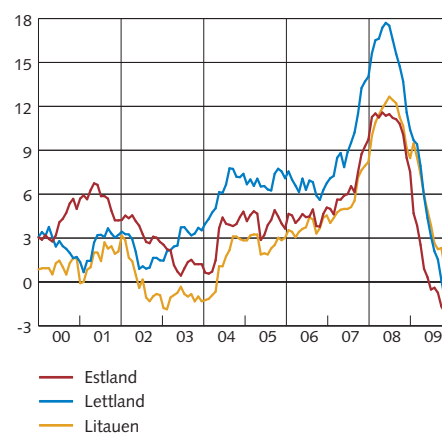
<sup>101</sup> I samband med att Lettland beviljades det internationella lånet signalerade de utländska bankerna med betydande verksamhet i Lettland sitt stöd för programmet. I september hölls en konferens i Stockholm där de fyra största utländska bankerna i Lettland återigen bekräftade att man skulle upprätthålla kreditgivningen till landet i linje med vad som antogs då IMF beräknade storleken på lånet.

Diagram 2:37. Nominella löner  
Årlig procentuell förändring



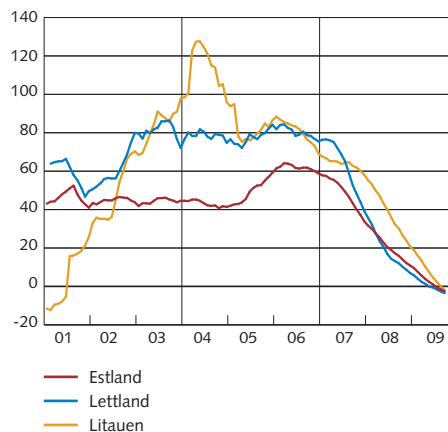
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:38. Harmoniserat index för konsumentpriser  
Årlig procentuell förändring



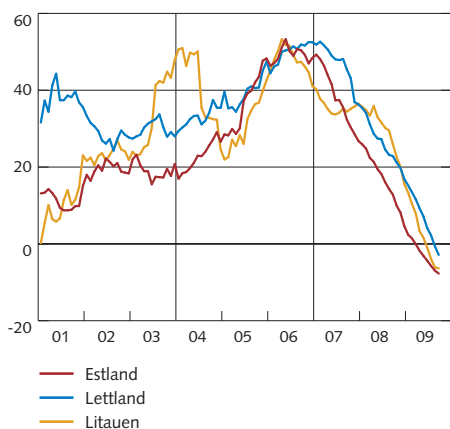
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 2:39. Hushållens upplåning  
Årlig procentuell förändring



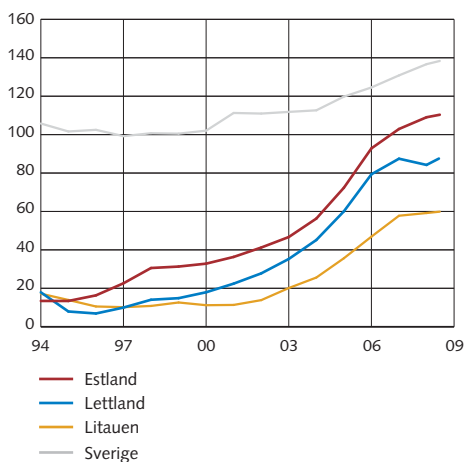
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2:40. Företagens upplåning**  
Årlig procentuell förändring



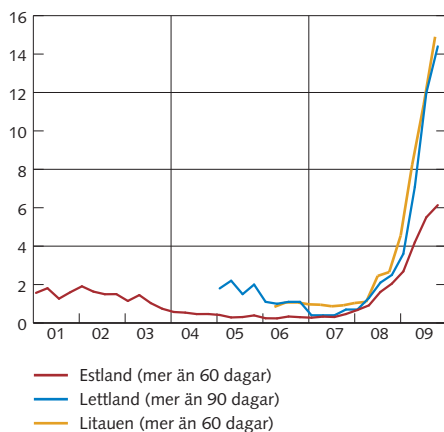
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 2:41. Hushållens och företagens skulder i förhållande till BNP**  
Procent



Källor: Nationella centralbanker och Reuters EcoWin

**Diagram 2:42. Betalningsförseningar**  
Procent av utestående utlåning



Anm. Definitionen av betalningsförseningar kan skilja mellan olika länder och jämförelser mellan länder bör därför göras med försiktighet. I Litauen avses oreglerade fordringar snarare än betalningsförseningar.

Källor: Eesti Pank, Financial and Capital Market Commission och Lietuvos bankas

har bundit sina valutor till euron är man beroende av penningpolitiken i euroområdet (se ruta Sedelfonder). Om euroområdet återhämtar sig snabbare än förväntat kan ECB behöva höja räntan snabbare än väntat. Det kommer att påverka låneräntorna även för de baltiska hushållen och företagen eftersom merparten av lånen är tagna i euro.

**Sammanfattningsvis väntas kreditkvaliteten hos låntagarna i de baltiska länderna vara fortsatt svag.** Det beror främst på att recessionen har fördjupats och att återhämtningen i ekonomierna väntas bli utdragen. Arbetslösheten och konkurserna har fortsatt att öka och betalningsförseningarna har därmed ökat. Dessa förväntas fortsätta att öka och nå sin topp under nästa år. Den sämre realekonomin väntas slå mot låntagarna med en viss eftersläpning, allteftersom arbetslöshetskassorna utförsäkrar sina medlemmar och företagets likvida tillgångar minskar. Samtidigt minskar också efterfrågan på krediter i alla de tre länderna, vilket innebär försämrade intjäningsmöjligheter för bankerna. Risker för ytterligare nedskärningar av statsbudgeten är stor, vilket hotar att fördjupa recessionen ännu mer. I ett sådant läge kan kreditkvaliteten försämrats ytterligare. På längre sikt är dock dessa nedskärningar nödvändiga för att komma tillrätta med de offentliga finanserna.

**Skillnaden mellan de tre baltiska länderna blir allt tydligare.** Estland har ett mer gynnsamt läge jämfört med Lettland och Litauen. I Estland är budgetunderskottet jämförelsevis litet och väntas ligga inom den tillåtna gränsen för ett eurointräde redan under innevarande år. Landet har också genom sina nordiska handelspartner möjlighet att återhämta sig snabbare. Samtidigt, trots att BNP har fallit kraftigt, har inte arbetsmarknaden drabbats i lika hög utsträckning som i de övriga två länderna och betalningsförseningarna har inte heller stigit lika mycket eller lika snabbt. En fördel för Litauen är att hushållens och företagens skuldbörda är lägre än i Estland och Lettland. Sammantaget har dock kreditrisken i de tre baltiska länderna fortsatt att öka i linje med förväntningarna i den senaste stabilitetsrapporten.

**F**lera länder i Sveriges närområde, till exempel Estland och Litauen, har så kallade sedelfonder.<sup>102</sup> Det betyder att valutan i respektive land är knuten med en fast växelkurs till en utländsk valuta. I den här rutan ges en beskrivning av hur en sedelfond fungerar. En sedelfond innebär i allmänhet ett högt förtroende för den fasta växelkursen. Nackdelen är dock att det är svårt för centralbanken att hantera likviditetsstörningar i den finansiella systemet. Rutan avslutas med ett stiliserat exempel som visar hur centralbankens, bankers respektive allmänhetens tillgångar och skulder förändras om allmänheten vill ta ut sin inlåning för att i stället hålla det i sedlar och mynt i ett system med en sedelfond.

*Hur fungerar sedelfonder?*

I en sedelfond är den inhemska valutan knuten med en fast växelkurs till en utländsk valuta. Med hjälp av en sedelfond garanterar centralbanken att innehavare av inhemska sedlar och mynt alltid kan växla sin valuta till den utländska valutan och tvärtom.<sup>103</sup> Centralbanken säkerställer detta genom att mängden inhemska valuta (sedlar och mynt samt reserver i centralbanker, den så kallade monetära basen M0) alltid motsvaras av en minst lika stor nettoreserv av utländsk valuta.<sup>104</sup> Kvoten mellan valutareserven och den monetära basen måste vara minst ett, men för att sedelfondssystemet ska vara trovärdigt krävs i regel att kvoten blir något högre.

Ett land med en sedelfond har litet eget inflytande över penningpolitiken. Landet "importerar" därmed den penningpolitik som förs i det land till vars valuta den egna valutan är knuten. Sedelfonder har därför ansetts vara attraktiva i många transitionsekonomier för att uppnå prisstabilitet genom att knyta sin valuta till valutan i ett land som för en trovärdig inflationspolitik.

I avsaknad av självständig penningpolitik sker i stället ekonomisk anpassning via finanspolitiken. Nackdelen med ett sedelfondssystem är att centralbanken saknar möjlighet att vidta vissa åtgärder. I ett läge då det råder betydande brist på likviditet (som under den aktuella finansiella krisen) kan centralbanken exempelvis inte tillföra stora mängder likviditet till ekonomin via lån i den inhemska valutan. Det skulle leda till att den monetära basen ökar, samtidigt som valutareserven förblir oförändrad. Det innebär att sedelfonden inte längre kan garantera att allmänheten kan växla den inhemska valutan till utländsk till den rådande växelkursen.

*Centralbankens, bankers och allmänhetens tillgångar och skulder i ett sedelfondssystem*

Hur centralbankens, bankers respektive allmänhetens tillgångar och skulder förändras vid transaktioner i ett sedelfondssystem kan enkelt illustreras med hjälp av ett teoretiskt exempel.<sup>105</sup> Exemplet som utgår från att banksektorn utgörs av utländska banker presenteras i tabell R1. I tabellen finns fyra sektorer: allmänheten, dotterbanken i landet med sedelfond, centralbanken och moderbanken i utlandet.

I utgångsläget (t0) äger allmänheten tillgångar i inhemska valuta i form av sedlar och mynt (100), bankinlåning (50) samt bostäder (100). För att finansiera detta har allmänheten tagit bostadslån (100) och finansierat resten med eget sparande (eget kapital).<sup>106</sup> Bostadslånen är utgivna av dotterbanken som i sin tur har finansierat detta med hjälp av upplåning i utländsk valuta från moderbanken i utlandet (50) samt inlåning i inhemska valuta (50). Centralbanken har i utgångsläget en valutareserv på 100 som på skuldsidan motsvaras av sedlar och mynt (100). I exemplet är valutareserven lika stor som utestående sedlar och mynt, enligt minimikravet

102 Lettland tillämpar inte en ren sedelfond, även om landets system har många likheter med ett sedelfondssystem. Den lettiska valutan är knuten till euron och tillåts variera med  $\pm 1$  procent. Precis som i en sedelfond motsvaras den inhemska valutan av en minst lika stor valutareserv som hålls av den lettiska centralbanken.

103 Resten av texten utgår från att sedelfonden sköts av centralbanken.

104 I rutan exempel exkluderas bankers reserver i centralbanker från den monetära basen.

105 Exemplet är baserat på mycket förenklade antaganden om de olika sektorernas tillgångar och skulder. Exemplet tar bland annat inte hänsyn till faktorer som bankers reservkrav i centralbanker, möjlighet för moderbanker i utlandet att tillföra likviditet eller krav att banker i vissa sedelfonder inte får ha betydande valutarisker.

106 I exemplet antas att hälften av allmänheten har lån i inhemska valuta och hälften i utländsk.

för att sedelfonden ska vara trovärdig.

I exemplet kan alltså centralbanken vid t0 säkerställa att alla (allmänheten) kan växla sina sedlar och mynt från inhemsk valuta till utländsk valuta. Centralbanken kan nämligen sälja sin valutareserv, erhålla utländsk valuta och betala ut dessa till allmänheten. Valutareserven är då slut men samtidigt finns inte heller några sedlar utestående i den inhemska valutan (eftersom allt nu finns i utländsk valuta), vilket innebär att sedelfonden fortfarande håller.

Vad händer om allmänheten vill ta ut sin inlåning i inhemsk valuta och i stället hålla det som sedlar och mynt (t1)? Allmänheten vänder sig då till sin bank (dotterbanken) och begär att ta ut inlåningen som sedlar och mynt. Eftersom dotterbanken i exemplet inte har några likvida tillgångar tillgängliga skulle banken kunna vända sig till centralbanken och finansiera köp av sedlar via lån i centralbanken. Men i en sedelfond är detta inte möjligt eftersom utelöpande sedlar i så fall skulle överstiga valutareserven. Detta framgår av exemplet där centralbanken ger lån

till dotterbanken (50) samtidigt som utelöpande sedlar ökar lika mycket (50). Utelöpande sedlar och mynt har i exemplet ökat till 150 medan valutareserven kvarstår på 100. Det innebär alltså att centralbanken inte längre kan garantera att alla som har sedlar i inhemsk valuta kan växla till utländsk valuta.

För att upprätthålla trovärdigheten är det viktigt att utlandet, eller i exemplet moderbankerna, är beredda att ge dotterbanken lån i utländsk valuta som kan användas för att växla till sedlar i landets valuta.

Slutsatsen är att sedelfonden i exemplet endast kan garantera att allmänheten kan växla de utestående sedlar och mynt som finns i omlopp i stadiet t0. Om allmänheten vill ta ut sin inlåning för att i stället hålla det i sedlar och mynt (eller konvertera inlåningen i inhemsk valuta till utländsk valuta) kan sedelfonden inte längre garantera detta. Anledningen är att sedlar och mynt plus inlåning i inhemsk valuta är större än valutareserven.

**Tabell R1. Olika sektors tillgångar och skulder – antal valutaenheter**

<b>Allmänheten</b>					
Tillgångar	t0	t1	Skulder	t0	t1
Sedlar och mynt i inhemsk valuta	100	150	Bostadslån	100	100
Inlåning i inhemsk valuta	50	0	Eget kapital	150	150
Bostad	100	100			
<b>Dotterbank i landet med sedelfond</b>					
Tillgångar	t0	t1	Skulder	t0	t1
Bostadsutlåning	100	100	Inlåning i inhemsk valuta	50	0
			Lån från moderbank i utländsk valuta	50	50
			Lån från centralbank i inhemsk valuta	0	50
<b>Moderbank utomlands</b>					
Tillgångar	t0	t1	Skulder	t0	t1
Utlåning till dotterbank i utländsk valuta	50	50	Lån i utländsk valuta	50	50
<b>Centralbanken</b>					
Tillgångar	t0	t1	Skulder	t0	t1
Valutareserv (utländsk valuta)	100	100	Sedlar och mynt i inhemsk valuta	100	150
Utlåning till dotterbank i inhemsk valuta	0	50			

Anm. Växelkursen i exemplet ovan är satt till 1:1  
Källa: Riksbanken

## Ukraina och Ryssland

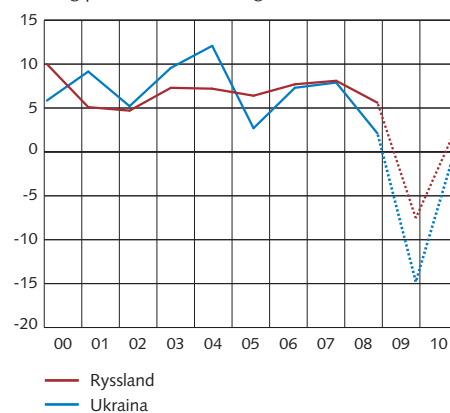
**Det ekonomiska läget i Ukraina och Ryssland har förbättrats något, men återhämtningen bedöms bli svår.** I Ukraina bedöms ekonomin successivt förbättras och BNP-tillväxten väntas bli positiv 2010 (se diagram 2:43). Detta beror till stor del på att den globala efterfrågan på råvaror successivt har börjat återvända. I och med att Ukraina till stor del är beroende av export av stål innebär de ökade stålpriserna att utsikterna för Ukrainas ekonomi har förbättrats något. Efterfrågan och världshandelspriserna på Rysslands viktigaste exportråvara, oljan, har också ökat. Detta har bidragit till att utsikterna även för Rysslands ekonomi har förbättrats något det senaste halvåret. Men jämfört med världsekonomin i övrigt kommer återhämtningen i båda länderna att bli svår. Detta på grund av de kraftiga förlusterna av inkomster under den globala lågkonjunkturen med kapitalutflöden och kraftigt försvagade inhemska valutor.<sup>107</sup>

**Ukraina fick under sommaren en tredje utbetalning från IMF, men osäkerheten är stor om fortsatt stöd.** IMF motiverade den tredje utbetalningen med att Ukrainas politiska ledning hade börjat genomföra många av de åtgärder som IMF haft som krav. Bland annat hade ledningen börjat reformera landets banksektor och meddelat planer på att öka statens intäkter genom exempelvis höjda priser på gas. Att IMF beviljade Ukraina denna utbetalning bidrog till att kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's höjde Ukrainas utsikter till positiva från att tidigare ha varit negativa.<sup>108</sup> Under hösten har dock osäkerheten ökat om IMF kommer att bevilja Ukraina en fjärde utbetalning. Detta beror på att landets ledning inför presidentvalet i början av 2010 har beslutat om en mer expansiv finanspolitik, vilket inte är förenligt med IMF:s krav.<sup>109</sup> På grund av osäkerheten om nästa utbetalning från IMF sänkte Standard & Poor's i oktober Ukrainas utsikter till stabila från positiva.<sup>110</sup>

### Ukrainas banksektor har karaktäriserats av stora kreditförluster.

Dessa beror framför allt på att en stor del av bankernas låntagare i Ukraina, likt i de baltiska länderna, har lånat i utländsk valuta (se diagram 2:44). I och med att den ukrainska valutan hryvnjan har försvagats kraftigt under det senaste året, med omkring 50 procent gentemot dollarn och euron, har lånekostnaderna för låntagarna ökat rejält och inneburit att många av dem i slutändan inte har kunnat betala sina lån. Upplåningen i Ryssland karaktäriseras däremot i mindre utsträckning av lån i utländsk valuta (se diagram 2:45). Upplåningen i Ryssland representerar inte heller en lika stor andel av landets nomi-

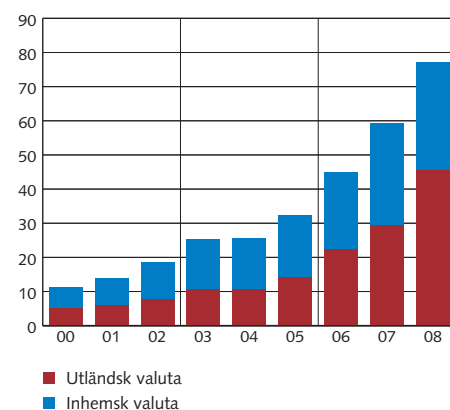
**Diagram 2:43. BNP i fasta priser**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser prognos enligt Eastern Europe Consensus Forecasts.

Källor: IMF World Economic Outlook Database, oktober 2009, Eastern Europe Consensus Forecasts, oktober 2009, och Riksbanken

**Diagram 2:44. Bankupplåning i utländsk och inhemska valuta i Ukraina**  
Procent av nominell BNP



Källor: Reuters EcoWin, IMF World Economic Outlook Database, oktober 2009, och Riksbanken

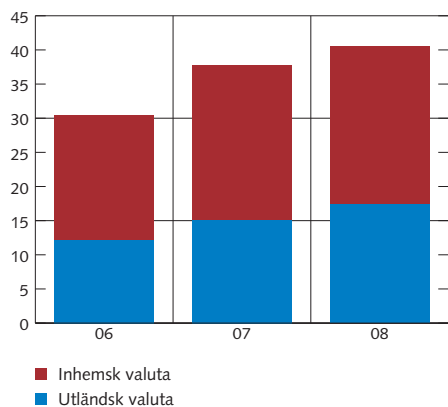
<sup>107</sup> Se exempelvis IMF (2009), "World Economic Outlook", oktober.

<sup>108</sup> Se Standard & Poor's (2009), "Ukraine Outlook Revised To Positive On Budgetary And Financial Reform Progress; Ratings Affirmed", juli.

<sup>109</sup> Se IMF (2009), "IMF Survey: IMF Urges Ukraine To Stick With Recovery Policies", november och "Mission Statement on Ukraine", Press Release No. 09/366, oktober.

<sup>110</sup> Se Standard & Poor's (2009), "Ukraine Outlook Revised To Stable From Positive On Renewed Political Uncertainty; 'CCC+' Long-Term FC Rating Affirmed", oktober.

**Diagram 2:45. Bankupplåning i utländsk och inhemsk valuta i Ryssland**  
Procent av nominell BNP



Källor: Reuters EcoWin, IMF World Economic Outlook Database, oktober 2009, och Riksbanken

nella BNP och har inte ökat i lika snabb takt under de senaste åren som fallet är i Ukraina. Kreditförlusterna i Ryssland har hittills heller inte varit så stora.

**Risken för kreditförluster fortsätter att vara hög i Ukraina och kommer sannolikt att öka ytterligare i Ryssland.** Detta mot bakgrund av att betalningsförmågan bland bankernas låntagare i Ukraina kommer att fortsätta att vara dålig, trots de något bättre indikationerna. Swedbank, som är den svenska bank som har störst utlåning i Ukraina, har dock redan gjort nedskrivningar på motsvarande hälften av den utlåning som banken hade vid årets början. Landet utgör därför en mindre risk än tidigare. De svenska banker som har störst utlåning i Ryssland, Nordea och Swedbank, förefaller däremot ha bedömt risken för kreditförluster i Ryssland som liten, jämfört med utlåningen i Ukraina. Under det tredje kvartalet har dock kreditförlusterna också ökat i Ryssland. Utifrån bedömningar av de svenska bankernas närvaro i landet, såväl som den ryska banksektorn som helhet, skulle risken för ökade kreditförluster kunna öka ytterligare.<sup>111</sup> Vid jämförelse mellan de två länderna framstår dock sannolikheten för fortsatta kreditförluster i dagsläget vara större i Ukraina än i Ryssland.

111 Se exempelvis FitchRatings (2009), "Russian Banks: Measuring Their Loss Absorption Capacity", augusti och Standard & Poor's (2009), "Banking Industry Country Risk Assessment: Russia", september.

## Sammanfattande riskbild för låntagarsektorn

Sammantaget har de ekonomiska förutsättningarna för bankernas låntagare förbättrats något sedan förra stabilitetsrapporten, i takt med att konjunkturen har passerat botten tidigare än väntat. Det finns dock fortfarande en osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen framöver och därmed betydande risker för låntagarsektorn.

**Det finns en risk att konjunkturen i de baltiska länderna kommer att vara svag en längre tid framöver.** Det beror på att hushållen och företagen kommer att behöva amortera av på sina skulder i högre takt för att skulderna inte ska fortsätta att stiga i förhållande till nominell BNP. Till skillnad mot de senaste åren kan låntagarna inte förlita sig på att värdet på bostäder och andra tillgångar fortsätter att stiga snabbt eller att skulderna urholkas av en hög inflationstakt. Utrymmet för ytterligare konsumtion och investeringar är därför begränsat. Det riskerar att fördröja återhämtningen i ekonomierna. Det skulle i sin tur medföra att betalningsförseningarna ökar i snabbare takt, särskilt när arbetslöshetsersättningarna löper ut och företagets uppbyggda vinstmedel minskar. Detsamma gäller om något av länderna tvingas överge sin fasta växelkurs. Då skulle skulderna mätt i inhemsk valuta stiga snabbt i förhållande till nominell BNP, låntagarnas betalningsförmåga urholkas och kreditförlusterna stiga snabbare än i huvudscenariot.

**Konsolideringen av de offentliga finanserna är centrala för stabiliteten i alla de tre baltiska länderna.** Om uthålligheten i de pågående finanspolitiska åtstramningarna skulle ifrågasättas i något av länderna, kan investerarna komma att omvärdera risken i hela regionen. Denna spridningsrisk har dock minskat jämfört med under den mest akuta finansiella krisen för ett år sedan. Samtidigt finns tecken på att investerarnas förtroende för regionen i viss mån börjat återvända, bland annat det stora intresset för emissionen av den litauiska statsobligationen tyder på det. Det är inte heller troligt att Estland skulle drabbas lika hårt som de andra länderna eftersom landet väntas klara Maastrichtkraven.

**Lettland är helt beroende av det internationella stödpaketet för att täcka underskotten i statsbudgeten.** Utvecklingen framöver beror således till stor del på hur landet lever upp till kraven från de internationella långgivarna. Politiska motsättningar inom regeringskoalitionen har under hösten gjort det svårt att driva igenom den förstärkning av budgeten för 2010 som utlovats i enlighet med villkoren för lånet. Totalt rör det sig om 500 miljoner lats eller drygt tre procent av BNP. Nu har emellertid budgeten accepterats av parlamentet i en första läsning. En färdig politisk överenskommelse om budgeten måste finnas inför IMF:s översyn i december om de internationella lånen ska kunna betalas ut.

**I Litauen är en av riskerna det inhemska banksystemet.** De inhemska bankerna har hittills, jämfört med de utländska bankerna, inte gjort några större reserveringar för framtida kreditförluster.<sup>112</sup> Om kreditförlusterna skulle visa sig vara stora kan det leda till en förtroendekris. I ett sådant läge har den litauiska centralbanken små möjligheter att ge likviditetsstöd och det går inte att bortse från risken att staten tvingas överta banker (se ruta Sedelfonder).

**Dagens låga räntor kan dölja betalningsproblem inom vissa hushållsgrupper i Sverige som kan komma fram på längre sikt.** Det finns en risk att hushållen bygger upp för stora skulder i ett läge där räntorna är onormalt låga och villkoren förmånliga. Dessa risker kommer att bli synliga först om några år när räntorna återgår till mer normala nivåer och den höga skuldsättningen därmed kan bli svår att bära. Denna risk förstärks av att ungefär 70 procent av hushållens nya lån tecknas till rörlig ränta. I det sammanhanget kan man ställa sig frågan i vilken utsträckning hushållen har tagit hänsyn till att räntan kommer att bli högre i takt med att konjunkturen återhämtar sig. Enskilda hushåll som av olika anledningar har missbedömt sin betalningsförmåga i framtiden kommer annars att få betalningssvårigheter. Om ekonomin återhämtar sig snabbare än förväntat kan räntan stiga tidigare och eventuellt i snabbare takt än de flesta förutser.<sup>113</sup> Enligt Riksbankens stresstester av mikrodata klarar dock hushållen i allmänhet ökade ränteutgifter och denna risk utgör inget direkt hot mot den finansiella stabiliteten. Däremot kan en sådan utveckling påverka andra delar av ekonomin eftersom hushållen då måste dra ner på annan konsumtion än boende. Detta påverkar exempelvis företagets utsikter och i förlängningen även utsikterna för bankernas intjäning och kreditförluster.

**Om hushållen har orimliga förväntningar om räntenivån framöver kan deras skuldkvot och huspriserna öka i en takt som är ohållbar på längre sikt.** Köp och finansiering av bostäder innebär långsiktiga åtaganden. För att undvika att hushållens skuldsättning och huspriserna utvecklas i en takt som på lång sikt inte är hållbar finns det därför anledning för låntagare att i dagsläget basera sina bedömningar på det ränteläge som väntas råda om ett par år och som förutses ligga betydligt över dagens låga nivå. Dessutom är det viktigt att bankerna försäkras om att utlåningen är långsiktigt hållbar genom att ha tillräckliga marginaler i kreditkalkylerna. I detta sammanhang kan det finnas anledning att se över belåningsgraderna och amorteringstakterna. Om detta inte skulle räcka för att hindra en utveckling som på sikt är ohållbar kan Finansinspektionen vidta åtgärder.

<sup>112</sup> I Litauen står de inhemska bankerna för omkring 14 procent av tillgångarna i banksystemet. I Lettland har de inhemska bankerna omkring 30 procent av tillgångarna. I Estland är det inhemska banksystemet mycket litet och står för endast 1 procent av marknaden.

<sup>113</sup> Se Sveriges riksbank (2009), "Pennyngpolitisk rapport", oktober.



**Det finns flera faktorer som kan medföra att kreditrisken i bankernas utlåning till de svenska företagen, i synnerhet fastighetsbolagen, blir större än förväntat.** En sådan faktor är om återhämtningen i konjunkturen fördröjs eller om nya störningar uppstår på de finansiella marknaderna. Då kan de svenska företagen både drabbas av finansieringsproblem och möta högre utlåningsräntor. Och om trenden med fortsatt fallande lönsamhet sammanfaller med en förnyad finansiell oro kommer sannolikt fler företag även att få svårt att finansiera sina räntekostnader. En annan risk hänger samman med att effekterna av den realekonomiska utvecklingen tenderar att påverka den kommersiella fastighetsmarknaden senare än andra sektorer, samtidigt som ränteförändringar får mer direkta effekter. Framöver väntas en förbättrad konjunktur och sysselsättning medföra att efterfrågan på fastighetstjänster på hyresmarknaden ökar och att efterfrågan på kontorslokaler och andra kommersiella fastigheter därmed ökar. Enligt Riksbankens prognos kommer dock sysselsättningen att börja öka igen först 2011. Samtidigt väntas reporäntan börja höjas snabbt till mer normala nivåer hösten 2010, när konjunkturen vänder.<sup>114</sup> Högre räntor medför att fastighetsbolagens räntetäckningsgrad och därmed betalningsförmåga kommer att försämrans. Detta innebär att fastighetsbolagen kan komma att få ökade kostnader innan intäkterna börjat öka igen. Därutöver tillkommer en osäkerhet om fastighetsbolagens möjlighet att finansiera sig, framför allt när det gäller de lån som successivt kommer att förfalla de kommande åren. Det finns en risk att detta sammantaget slår hårdare på bankernas kreditförluster än vad som antas i rapportens huvudscenario.

**Stresstester av fastighetsbolagen visar på en viss känslighet för förändringar i fastighetsvärden, hyresintäkter och upplåningsräntor.**<sup>115</sup>

Resultaten av testerna visar att det skulle fordras ett värdefall på ett medianbolags fastigheter motsvarande 30-35 procent för att värdet på bolagets skulder skulle överstiga värdet på dess tillgångar, och bolaget därmed vara konkursmässigt. Hyresintäkterna skulle behöva falla med 35-40 procent för att bolagets räntetäckningsgrad skulle understiga 100 procent, och dess kassaflöde därmed inte vara tillräckligt för att täcka räntekostnaderna. Upplåningsräntan skulle behöva öka med knappt tre procentenheter för att orsaka motsvarande försämring. Sammantaget skulle det mest oroande scenariot vara en kombination av fallande fastighetsvärden, fallande hyresintäkter och stigande upplåningsränta.

114 Se Sveriges riksbank (2009), "Penningpolitisk rapport", oktober.

115 Testet baseras på uppgifter rapporterade för rapportperioden januari-juni 2009 för de 18 fastighetsbolag som är börsnoterade på NASDAQ OMX Stockholm.



### Utvecklingen i bankerna – i korthet

Till följd av att de finansiella marknaderna har börjat fungera bättre har bankernas tillgång till marknadsfinansiering både ökat och blivit billigare. Samtidigt fortsätter dock centralbanker världen över att tillhandahålla likviditet och statliga åtgärdsprogram garanterar en stor del av banksystemen i världen. Därtill har återhämtningen i världsekonomin och i Sverige inletts, och tillväxten ser ut att bli något starkare än många förväntade sig för några månader sedan.

Detta innebär sammantaget att kreditrisken för de svenska bankerna har minskat. Trots det är kreditrisken den risk som dominerar för de svenska storbankerna och kreditförlusterna har ökat snabbt de senaste fyra kvartalen.

Hur stora kreditförlusterna kommer att bli framöver är fortsatt osäkert. I Riksbankens huvudscenario förväntas kreditförlusterna för de fyra svenska storbankerna uppgå till sammanlagt 155 miljarder kronor för åren 2009–2011, vilket innebär en nedjustering jämfört med huvudscenariot i den förra stabilitetsrapporten. Det beror främst på att prognosen för den makroekonomiska utvecklingen är ljusare. Samtidigt har utfallen hittills i år varit bättre än förväntat. Kreditrisken bedöms vara som störst i de baltiska länderna och ungefär hälften av de sammanlagda förlusterna i huvudscenariot förväntas härröra från bankernas verksamheter i dessa länder.

Riksbanken bedömer att bankerna har tillräckligt med kapital för att klara de kreditförluster som antagandena i huvudscenariot ger upphov till, och bankerna framstår fortfarande som välkapitaliserade i ett internationellt perspektiv.

Under hösten 2009 har Riksbanken och Finansinspektionen undersökt hur svenska banker i de baltiska länderna hanterar den snabbt växande stocken av problemkrediter och de säkerheter som hör till dessa. Bankernas hantering följer god internationell praxis och bankerna har en realistisk uppfattning om storleken på sina problemkrediter.<sup>116</sup>

Osäkerheten om den framtida konjunkturutvecklingen och dess effekter på bankerna är fortsatt stor. Riksbanken har därför i ett stresstest undersökt bankernas motståndskraft mot ett betydligt värre scenario än väntat. Samtliga svenska storbanker klarar sig bättre i det här stresstestet än i det som redovisades i juni. Detta beror till stor del på bankernas förbättrade kapital-situation. Samtidigt baseras det aktuella stresstestet på ett ljusare huvudscenario jämfört med den förra rapporten, vilket innebär att bankernas sammantagna kreditförluster blir lägre.

116 Med problemkrediter avses, i vid mening, oreglerade krediter som bedöms ligga i riskzonen att bli realiserade kreditförluster.

Riksbankens analys av banksektorn är koncentrerad till de fyra storbankerna: Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Tillsammans står de för ungefär tre fjärdedelar av både inlåningen från och utlåningen till den svenska allmänheten. Därmed har dessa banker en avgörande betydelse för den finansiella stabiliteten i Sverige. Storbankerna har dessutom en stor del av sin verksamhet i utlandet och en betydande del av deras riskexponering finns följaktligen utomlands. Därför omfattar Riksbankens analys bankernas koncerner där både svenska och utländska filialer och dotterbolag ingår.

Kapitlet inleds med en beskrivning av finanskrisens effekter på de svenska bankerna. Sedan följer en genomgång av storbankernas intjäning och lönsamhet. Därefter beskrivs bankernas utlåning och de risker som är förknippade med den. I avsnittet presenteras också Riksbankens huvudscenario för bankernas kreditförluster. Sedan följer en analys av bankernas kapital, vilken är en viktig del i bedömningen av bankernas förmåga att klara av potentiella förluster. Efter det diskuteras bankernas finansiering och likviditetsrisk. Därpå följer ett avsnitt om spridningsriskerna mellan bankerna. Kapitlet avslutas med en redogörelse för det stresstest som Riksbanken har genomfört.

#### FINANSKRISENS EFFEKTER PÅ DE SVENSKA BANKERNA

**Bankernas omgivande förutsättningar har förbättrats de senaste månaderna.** Sedan den förra stabilitetsrapporten publicerades i juni har de finansiella marknaderna börjat fungera bättre, såväl internationellt som i Sverige. Detta avspeglas bland annat i att finansiella institut nu i större utsträckning kan finansiera sig på de finansiella marknaderna och till en lägre kostnad än under den mest akuta krisen. Samtidigt har återhämtningen i världsekonomin och i Sverige inletts och tillväxten ser ut att bli något starkare än många förväntade sig för några månader sedan. Men utvecklingen är osäker och återhämtningen kommer att ta tid. Sammantaget innebär dock detta att förutsättningarna för de svenska bankerna och dess låntagare har förbättrats. Den positiva utvecklingen är dock inte entydig och det finns fortfarande delar av de finansiella marknaderna som fungerar dåligt. Både den finansiella och den reala utvecklingen beror dessutom till stor del på de kraftiga räntesänkningar som centralbanker runt om i världen har genomfört, samt på de övriga stödåtgärder som myndigheter överlag vidtar. Dessa åtgärder är fortfarande av betydelse för att de finansiella marknaderna ska fungera.

**Bankernas kreditrisk har minskat men är fortfarande den mest framträdande risken.** De ljusare konjunkturutsikterna har medfört att Riksbankens huvudscenario över de svenska bankernas kreditförluster har reviderats ner, men det råder en betydande osäkerhet om hur stora de kommer att bli. Till följd av risken för framtida förluster i spåren av den globala recessionen har banker världen över sökt nytt kapital i form av nyemissioner och statliga kapitaltillskott. Till exempel har tre av de svenska storbankerna genomfört nyemissioner och samtliga fyra storbanker har dessutom sänkt eller helt avstått från utdelningar till aktieägarna.<sup>117</sup>

**En förstärkning av regelverket är en förutsättning för ett stabilt globalt finansiellt system.** En av krisens mest centrala lärdomar är att den finansiella regleringen och tillsynen i alltför stor utsträckning har varit inriktade på att identifiera och förebygga risker i enskilda institut och på enskilda marknader. Därför är flera av de aktuella förslagen på ny reglering och tillsyn av finansiella institut inriktade på ett systemperspektiv (se artikel Att minska risken för framtida kriser – ett starkare "macroprudential framework"). Dessa nya regler leder sannolikt till att kraven på bankernas kapital och likviditet kommer att öka, att det nuvarande kapitalkravet kompletteras med ett icke riskvägt mått för att undvika att skuldsättningen blir för hög och att konjunkturförstärkande faktorer som inverkar negativt på den reala ekonomin minskar (se ruta Den internationella regleringsagendan). Samtidigt som denna översyn av internationella regleringar av den finansiella sektorn är nödvändig riskerar den skapa osäkerhet kring bankernas framtida intjäning och lönsamhet så länge detaljerna i de nya regleringarna inte är kända.

117 Swedbank har genomfört två nyemissioner på sammanlagt 27,5 miljarder kronor, SEB:s genomförda nyemission uppgår till 15 miljarder kronor och Nordeas nyemission motsvarar 2,5 miljarder euro.

**S**venska bankers och finansiella företags verksamhet regleras av lagar och föreskrifter som i stor utsträckning har sitt ursprung i internationellt överenskomna regler och riktlinjer. I första hand styrs det svenska regelverket av den reglering som utformas på EU-nivå, vilken Sverige i egenskap av medlemsland är skyldigt att införa i nationell rätt. EU-lagstiftningen bygger i sin tur i hög grad på riktlinjer och standarder som utformas i andra internationella organ, såsom exempelvis Bank for International Settlements (BIS), Financial Stability Board (FSB) och International Accounting Standards Board (IASB). Till följd av den finansiella krisen pågår för närvarande omfattande diskussioner i dessa organ om hur den finansiella regleringen bör utformas för att förebygga och hantera framtida kriser. Framför allt handlar diskussionerna om behovet av att ändra och komplettera redan existerande internationella regler och riktlinjer, men även om hur en högre grad av samordning ska kunna uppnås inom områden som inte tidigare varit föremål för internationell harmonisering. Eftersom utfallet av det internationella regleringsarbetet kommer att ha stor inverkan på det svenska regelverket, och därmed också på svenska banker och andra finansiella företag, ges i denna ruta en kortfattad beskrivning av några av de viktigaste förändringarna som diskuteras internationellt.

### *Kapital i banksektorn*

En av de mest centrala lärdomarna från krisen är att bankernas kapitalbuffertar inte har varit tillräckligt motståndskraftiga för att kunna möta de förluster som uppstått. De internationella standarder som utarbetas av BIS (inom ramen för Baselkommittén) och som reglerar kapitalets sammansättning och storlek – de så kallade Basel II-reglerna – kommer därför att reformeras i flera olika avseenden:

- *Striktare och mer harmoniserade standarder för vad som får räknas in i kapitalbasen.* Huvuddelen av bankernas primärkapital ska bestå av ordinärt aktiekapital och balanserade vinster. Reglerna för vilka övriga poster som får räknas in i kapitalet kommer att harmoniseras och skärpas. Bland annat ska reglerna för kapitalinstrument med skuldliknande egenskaper, så kallat hybridkapital, ses över.
- *Krav på mer kapital.* Kapitalkraven för de tillgångar som banker har i det så kallade handelslagret skärps.<sup>118</sup> Jämfört med nuvarande regler kommer det i genomsnitt att krävas mer än dubbelt så mycket kapital för denna typ av tillgångar. Vidare införs striktare kapitalkrav för vissa värdepapperiserade tillgångar. En diskussion pågår också om att höja kapitalkraven mer generellt när förhållandena på de finansiella marknaderna har stabiliserats. Bland annat övervägs ett särskilt kapitalpåslag för systemviktiga banker.
- *Ett icke-riskvägt kapitalkrav.* I syfte att förebygga att bankernas skuldsättning i förhållande till kapitalet blir för hög införs sannolikt ett icke-riskvägt kapitalkrav (leverage ratio). Detta krav är tänkt att fungera som ett "golv" om det riskvägda kapitalkravet sjunker under viss nivå. Hur det icke-riskvägda kapitalkravet ska beräknas och på vilken nivå det kommer att ligga är ännu inte klart.
- *Ett särskilt "kontracykliskt" kapitalkrav.* För att säkerställa att bankerna har tillräckligt med kapital för att kunna hantera förluster och bedriva verksamhet utan störningar över hela konjunkturcykeln övervägs ett särskilt "kontracykliskt" kapitalkrav. Genom att koppla kapitalkraven till någon lämplig indikator är avsikten att bankernas kapital ska byggas upp under goda tider och kunna tillåtas minska i sämre tider.

<sup>118</sup> Till handelslagret räknas tillgångar och positioner som innehas i syfte att på kort sikt omsättas på finansiella marknader för att på så sätt dra nytta av förändringar i marknadspriser.

I juli 2009 antog Baselkommittén nya standarder rörande kapitalkrav i handelslagret och värdepapperiserade tillgångar. Dessa ska börja tillämpas av banker och tillsynsmyndigheter senast den 31 december 2010. Vad gäller övriga ovanstående frågor ska nya standarder antas före utgången av 2010. Det är ännu inte fastställt från och med när dessa standarder ska börja tillämpas.

Inom EU har arbetet med att införliva de nya Basel II-standarderna i EG-rätten redan inletts. För närvarande bereds ett direktivförslag som bygger på de standarder rörande kapitalkrav för handelslagret och för vissa värdepapperiseradstillgångar som Baselkommittén fattade beslut om i juli 2009. Enligt plan ska dessa regler börja gälla i medlemsstaterna den 1 januari 2011. Därutöver pågår förberedande diskussioner inom de områden där Baselkommittén aviserat förändringar men ännu inte antagit färdiga standarder. Tidpunkten för ikraftträdandet av dessa regler är ännu oklar, men EU kommer sannolikt att rätta sig efter de datum som beslutas av Baselkommittén.

På ett antal områden har EU också valt att gå före med egna regleringsinitiativ som i vissa delar innebär mer långtgående reformer än de som planeras inom Baselkommittén. Exempelvis fattade EU i våras beslut om ett lagstiftningspaket bestående av följande regelreformer på kapitalkravsområdet:

- *Harmoniserade regler för användning av hybridkapital.* I EG-rätten har tidigare saknats regler för bankernas användning av hybridinstrument. Mot bakgrund av detta införs regler som lägger fast kriterier för vilka typer av hybridkapital som ska få räknas in i primärkapitalet. De nya reglerna slår också fast gränsvärden för hur stor andel av kapitalet som får utgöras av hybridinstrument. I samband med att Baselkommittén antar nya standarder för kapitalbasens sammansättning kommer sannolikt dessa regler att behöva justeras.

- *Värdepapperisering.* Krav ställs på att ett institut som skapar värdepapperiseringsinstrument själv måste behålla en viss risk-exponering mot instrumenten eller deras underliggande tillgångar. Krav ställs också på att de institut som investerar i värdepapperiserade instrument ska genomföra en noggrann granskning av instrumenten.
- *Ändrade regler för koncentrationsrisker.* Befintliga EU-regler om gränsvärden för hur stora exponeringar en bank får ha mot enskild motpart, eller grupp av motparter med inbördes anknytning, reformeras. Ändringarna syftar framför allt till att stärka harmoniseringen i EU genom att ta bort möjligheter till nationella undantag. En viktig förändring är att gränsvärdena för exponeringar mellan banker skärps.

Dessa regelförändringar ska börja tillämpas i medlemsstaterna den 1 januari 2011. Utöver detta har EU kommissionen aviserat att man vill skärpa kapitalkraven för bankernas bostadsutlåning. För det första vill man införa ett särskilt kapitalpåslag för bostadslån som ges i annan valuta än den som låntagaren har sina inkomster i. För det andra vill man införa en fast övre gräns för den belåningsgrad (lånets storlek i förhållande till bostadens värde) där banken kan tillgodogöra ett lägre kapitalkrav. Den föreslagna gränsen om 40 procent skulle med största säkerhet innebära en väsentlig ökning av kapitalkraven för de allra flesta banker inom EU.

Dessa förslag har dock ännu inte antagits formellt av kommissionen och har därför inte heller varit föremål för förhandlingar mellan EU:s medlemsstater. Det är således osäkert om dessa förslag kommer att genomföras och i så fall hur de slutligt kommer att utformas.

#### *Likviditetsreglering*

Under hela den finansiella krisens förlopp har likviditetssituationen i det globala finansiella systemet varit mycket ansträngd. Bankernas likviditetsbuffertar liksom deras strategier för att

hantera likviditeten har i många fall varit otillräckliga för att hantera likviditetsbristen. Många centralbanker har således varit tvungna att tillföra stora mängder likviditet för att upprätthålla stabiliteten på de finansiella marknaderna. Mot bakgrund av detta arbetar Baselkommittén med att skapa en global standard för likviditetshandling. Standarden syftar till att öka harmoniseringen av den internationella likviditetstillsynen och att stärka bankernas motståndskraft mot likviditetspåfrestningar. Standarden innebär ökade inslag av bindande och kvantitativa krav på bankernas likviditetshandling och bygger på två huvudsakliga komponenter.

- *"Liquidity coverage ratio"*. Krav ställs på att bankerna måste hålla en viss mängd obelånade och mycket likvida tillgångar i förhållande till de betalningsflöden som kan komma att ske på kort sikt och under ansträngda förhållanden.
- *"Structural liquidity ratio"*. För att säkerställa en god långsiktig likviditetshandling införs också kvantitativa krav på den mängd långfristig och stabil finansiering en bank måste hålla.

Dessa standarder ska färdigställas och antas av Baselkommittén före utgången av 2010 och kommer därefter sannolikt att införas i EU-lagstiftningen. Baselkommittén har ännu inte beslutat något datum för när standarderna ska börja tillämpas och det är därför också oklart när eventuella nya EU-regler kan komma att börja gälla.

#### Redovisning

Den finansiella krisen har även utlöst en omfattande debatt om redovisningsreglernas betydelse för finansiell stabilitet. Framför allt har diskussionen handlat om hur befintliga regler för redovisning av finansiella instrument har bidragit

till att förstärka krisen. International Accounting Standards Board (IASB), det organ som utarbetar internationella redovisningsstandarder, genomför mot bakgrund av detta en översyn av befintliga standarder, vilken bland annat innefattar följande initiativ:

- *Nya regler för kategorisering och värdering av finansiella instrument*. För att förenkla och förbättra redovisningen av finansiella instrument ska antalet värderingskategorier för finansiella instrument minskas. Instrumenten ska i framtiden värderas antingen till "verkligt värde"<sup>119</sup> eller till "upplupet anskaffningsvärde".<sup>120</sup> Vilken värderingskategori som ska användas ska bland annat styras av i vilket syfte instrumentet innehas. Reglerna ska på så sätt bättre avspegla de faktiska riskerna i verksamheten.
- *Reserveringar för förväntade förluster*. Enligt befintliga redovisningsstandarder har det enbart varit möjligt för en bank att göra förlustreserveringar om det inträffat en faktisk händelse som med sannolikhet kan antas påverka de framtida betalningsströmmarna på ett eller flera lån negativt. Förslaget till nya regler innehåller en möjlighet att göra reserveringar på basis av mer långsiktiga förväntade förluster, utan krav på att reserveringarna ska vara kopplade till någon specifik händelse. På detta sätt tillåts banker att i ett tidigt skede ta hänsyn till framtida förmodade förluster. En viktig avsikt med detta är att bankerna ska kunna bygga upp buffertar i goda tider som man sedan kan utnyttja när tiderna blir sämre.

Nya standarder för kategorisering och värdering av finansiella instrument publicerades i november 2009. Dessa ska börja tillämpas från och med 2013, men får börja användas på frivillig basis redan för 2009 års bokslut. I övriga de-

<sup>119</sup> Redovisning till verkligt värde (fair value) innebär förenklat att ett finansiellt instrument ska redovisas till det marknadsvärde det har vid redovisningstillfället.

<sup>120</sup> Redovisning till upplupet anskaffningsvärde (amortized costs) innebär att ett finansiellt instrument redovisas till det belopp som inbetalats vid emissionstillfället med justering för upplupna betalningsflöden, såsom exempelvis räntor.



lar förväntas nya standarder antas under 2010. Ändringar i IASB:s standarder blir tillämpliga inom EU efter att kommissionen, i samråd med nationella experter, beslutar att de ska antas. Detta sker normalt inom några månader efter det att IASB fattat beslut om nya standarder. I fråga om de nya standarderna för kategorisering och värdering av finansiella instrument har dock kommissionen valt att skjuta på införandet på obestämd framtid, vilket innebär att banker inom EU inte kommer att kunna tillämpa reglerna vid 2009 års bokslut.

#### *Oreglerade företag och marknader*

Graden av reglering skiljer sig åt mellan olika aktörer inom det finansiella systemet. Medan banker är föremål för en omfattande reglering är andra företag, institutioner och marknader oreglerade. Till följd av krisen förs nu diskussioner om behovet av att utöka regleringen för att täcka in större delar av det finansiella systemet.

- *Hedgefonder och riskkapitalbolag.* EU-kommissionen antog i april 2009 ett förslag om att införa en harmoniserad reglering av förvaltare av hedgefonder och riskkapitalfonder på EU-nivå. I förslaget ställs krav på att fonder över en viss storlek måste ha ett särskilt tillstånd för sin verksamhet. Fonderna blir också föremål för ett kapitalkrav. I förslaget ingår också en möjlighet att reglera vilken belåningsgrad fonderna får ha. Enligt tidplan ska regleringen antas innan årsskiftet. Det är dock osäkert om detta kommer att vara möjligt med tanke på att förslaget mött en hel del motstånd hos medlemsstaterna.
- *Kreditvärderingsinstitut.* EU-kommissionen antog i slutet av 2008 ett förslag till reglering av kreditvärderingsinstitut. Regleringen innebär att instituten blir föremål för registrering och myndighetstillsyn. Krav ställs också på att de metoder som används för att göra kreditvärderingar ska vara väl genomlysta. Regleringen bygger i

hög grad på de internationella standarder som tagits fram av International Organization of Securities Commission (IOSCO). Regleringen har antagits av ministerrådet och Europaparlamentet och blir gällande i medlemsstaterna från december 2009.

#### *Handel med finansiella instrument*

Mycket uppmärksamhet har riktats mot frågan om det behövs reglering för att uppmuntra marknadsaktörer att använda sig av centrala motparter för så kallade OTC-derivat. Frågan har aktualiserats eftersom marknaderna för dessa instrument har fungerat sämre under krisen än marknaderna för derivat som clearas via centrala motparter (se ruta Central motpartsclearing). I USA bereds ett lagförslag som innebär krav på att standardiserade OTC-derivat ska clearas via reglerade centrala motparter. Även inom EU pågår en process med att utreda behovet av en reglering för OTC-derivatmarknaderna. EU-kommissionen har nyligen presenterat en rad preliminära förslag till åtgärder som efter konsultation med medlemsstater och marknadsaktörer ska omsättas i ett formellt regleringsförslag under 2010. I detta ingår bland annat ett förslag att instrument som inte clearas via en central motpart ska ges ett högre kapitalkrav.

#### *Hantering av krisdrabbade banker*

De verktyg som myndigheter har för att hantera krisdrabbade banker har i många fall fungerat bristfälligt under den aktuella krisen. På grund av skillnader i nationell lagstiftning har det varit särskilt problematiskt att hantera problem i banker som bedriver verksamhet i flera länder. På global nivå pågår därför flera projekt, bland annat i FSB och Baselkommittén, för att ta fram förslag på hur kriser i gränsöverskridande banker kan hanteras på ett effektivt sätt. Inom EU arbetar kommissionen med att ta fram förslag till ett harmoniserat europeiskt krishanteringsramverk för banker. Detta innefattar allt från åtgärder

för att kunna ingripa i ett tidigt skede av en kris till regler för rekonstruktion och avveckling av banker på obestånd. Enligt plan ska ett direktivförslag presenteras under 2010.

#### *Ersättningssystem*

Många bedömare menar att ersättningssystemen i finanssektorn har lett till ökat risktagande och därmed varit en bidragande orsak till den finansiella krisen. FSB tog under våren 2009 fram ett antal vägledande principer för sunda ersättningssystem. Dessa innebär bland annat att tillsynen och genomlysningen av institutens ersättningsmodeller bör öka, att styrelsens ansvar för ersättningssystemet bör stärkas samt att ersättningarna bör ha en tydlig koppling till verksamhetens risker. G20-länderna har ställt

sig bakom principerna och med utgångspunkt i detta har FSB utarbetat en standard för hur dessa principer kan omsättas i finansiell reglering och tillsyn. Med beaktande av FSB:s principer och standarder har EU-kommissionen utarbetat ett förslag till reglering av ersättningssystem, vilken enligt plan ska börja gälla i medlemsstaterna den 1 januari 2011. Redan nu finns dock en icke-bindande rekommendation från EU-kommissionen som rör ersättningspolicier inom finanssektorn. I Sverige har Finansinspektionen fått regeringens uppdrag att genomföra dessa rekommendationer i det svenska regelverket senast den 31 december 2009. I det förslag till föreskrifter som presenterats har Finansinspektionen valt att ta hänsyn till FSB:s riktlinjer i den mån de bidragit med ytterligare precision i förhållande till EU-rekommendationen.

## Intjäning och lönsamhet

Verksamheten i de nordiska länderna är basen för de svenska bankernas resultat. Ungefär 90 procent av resultatet före skatt (rörelse-resultatet) kommer från de nordiska länderna, varav Sverige står för drygt hälften. Bankernas största intäktsposter är räntenettet, som är skillnaden mellan ränteintäkter och räntekostnader, och provisionsnettot som utgörs av avgifter för olika tjänster och produkter. Dessa två intäktsposter står tillsammans för omkring 80 procent av intäkterna. Sett till bankernas kostnader är det personalkostnader som står för den största delen.

**De senaste åren är räntenettet den intäktspost som ökat mest** (se diagram 3:1). Den främsta förklaringen till detta är att bankernas utlåning har ökat. Utlåningen i de nordiska länderna dominerar i de fyra storbankerna, även om den geografiska uppdelningen av utlåningsverksamheten till viss del skiljer sig åt mellan bankerna. Exempelvis har Nordea en mindre andel av verksamheten i Sverige. I gengäld härrör en jämförelsevis större andel av Nordeas utlåning och rörelseresultat från de andra nordiska länderna än för de andra bankerna. Utlåningen till de baltiska länderna, som fått stor uppmärksamhet den senaste tiden, står för omkring sex procent av storbankernas totala utlåning. För Swedbank utgör utlåningen till de baltiska länderna 15 procent av bankens totala utlåning, för SEB är motsvarande andel 13 procent och för Nordea tre procent (se tabell 3:1).

**Tabell 3:1. Utlåning i storbankerna, geografiskt uppdelad, september 2009**  
Procentuell andel av utlåning till allmänheten och miljarder kronor

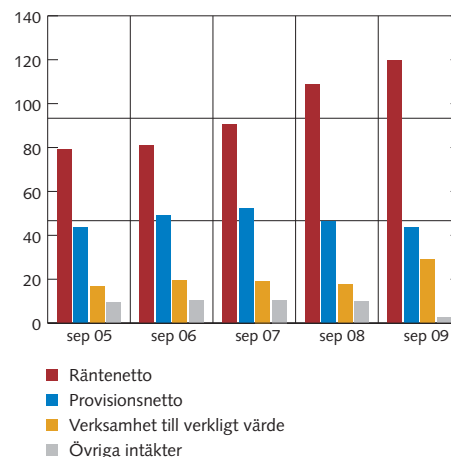
	Handelsbanken	Nordea	SEB	Swedbank	Totalt
Sverige	68	25	56	80	50
Norge	12	16	3	*	10
Danmark	4	28	1	*	13
Finland	6	18	1	*	9
Estland	*	1	4	6	2
Lettland	*	1	3	4	2
Litauen	*	1	6	4	2
Tyskland	1	*	25	*	4
Storbritannien	4	*	*	*	1
Övriga Östeuropa	<1	3	<1	2	2
Övriga världen	4	7	2	4	4
Utlåning till allmänheten, miljarder kronor	1 476	2 890	1 207	1 245	6 818

Anm. \* indikerar att uppgift om utlåningen saknas eller att utlåningen är mycket liten. \*\* övriga Östeuropa innefattar Polen, Ryssland och Ukraina.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

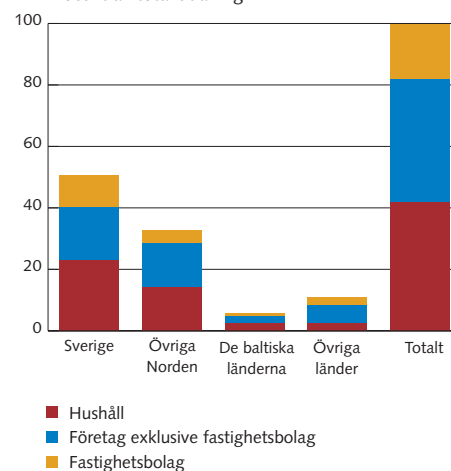
**Räntenettet fortsatte att öka under resultatperioden.**<sup>121</sup> Utvecklingen förklaras bland annat av att bankernas in- och utlåningsvolymerna har ökat. Av diagram 3:3 framgår att räntenettomarginalen, räntenettet i förhållande till räntebärande tillgångar, har vidgats under resultat-

**Diagram 3:1. Bankernas intäkter**  
Miljarder kronor, rullande fyra kvartal



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:2. Utlåning uppdelad på geografiskt område och låntagarkategori, september 2009**  
Procent av total utlåning



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:3. Räntenetto i förhållande till räntebärande tillgångar, räntenettomarginalen**  
Procent



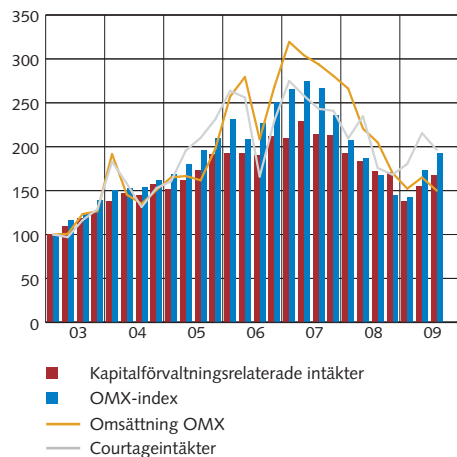
Anm. Räntenettet anges som rullande fyra kvartal i förhållande till genomsnittliga räntebärande tillgångar.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

<sup>121</sup> Resultatperioden omfattar de fyra senaste kvartalen fram till och med tredje kvartalet 2009. Jämförelser görs med de föregående fyra kvartalen om inget annat anges. Siffrorna är justerade för engångseffekter.

**Diagram 3:4. Värdepappersrelaterade provisionsintäkter i storbankerna samt omsättning och börsindex**

Index, kvartal 1 2003 = 100



Källor: Bankernas resultatrapporter, NASDAQ OMX och Riksbanken

perioden. Om ökningen i räntenettet bara hade drivits av ökade volymer skulle räntenettomarginalen ha varit i stort sett oförändrad. I stället har både utlåningsmarginalen och inlåningsmarginalen alltså haft betydelse för räntenettomarginalen.<sup>122</sup> Eftersom bankerna under den senaste tiden inte har sänkt utlåningsräntorna lika mycket som deras finansieringskostnader har minskat har deras utlåningsmarginal ökat. Den här effekten motverkas dock i viss mån av att bankernas inlåningsmarginal har minskat till följd av den senaste tidens låga ränteläge.

**Provisionsintäkterna varierar med utvecklingen och omsättningen på aktiemarknaden.** Högre aktiekurser påverkar avgifter för kapitalförvaltning och omsättningen påverkar courtageintäkter. Följaktligen har provisionsintäkterna minskat sedan första kvartalet 2007, för att stiga under andra och tredje kvartalet 2009 (se diagram 3:4). Övriga provisioner såsom avgifter på betalningar och utlåning ökade med fem procent under resultatperioden. Hur provisionsnettot utvecklas beror således på utvecklingen och omsättningen på aktiemarknaden och hur aktiviteten i ekonomin fortskrider.

**Sammantaget fortsatte bankernas intjäning, det vill säga resultat före kreditförluster, att öka under perioden men i lägre takt än tidigare.**

Däremot har bankernas reserveringar för framtida kreditförluster ökat kraftigt. Det har medfört att resultatet efter kreditförluster har fortsatt att minska. Som en följd av detta har lönsamheten minskat trots att intjäningen ökat. Sedan mitten av 2007 har storbankernas lönsamhet, mätt som räntabilitet på eget kapital, sjunkit efter fyra års uppgång. Under resultatperioden uppgick den till åtta procent, vilket kan jämföras med genomsnittet för de senaste tio åren som är 15 procent.

**Riksbanken bedömer att intäkterna och intjäningen i bankerna framöver fortsätter att öka.** Räntenettet förväntas öka framöver trots att inlåningsmarginalerna pressas av det låga ränteläget. Det beror på att bankerna även i fortsättningen antas hålla utlåningsräntan på en relativt hög nivå så att utlåningsmarginalen ökar och därmed bidrar till ett ökat räntenetto. De lägre räntenivåerna bidrar samtidigt till att upprätthålla efterfrågan på lån. Den sammanlagda utlåningen från storbankerna förväntas därför fortsätta att öka det närmaste året, även om ökningstakten kommer att vara lägre. Sammantaget är det mest troligt att bankerna kompenserar de lägre inlåningsmarginalerna med ökade utlåningsmarginaler. I kombination med att utlåningen antas öka något kommer detta att leda till att räntenettet sannolikt fortsätter att öka, men i avtagande takt. På längre sikt kommer en högre räntenivå, allt annat lika, att bidra positivt till räntenettet eftersom inlåningsmarginalerna ökar.

<sup>122</sup> Med utlåningsmarginal avses skillnaden mellan bankernas genomsnittliga finansieringskostnad och genomsnittliga utlåningsränta, och med inlåningsmarginal avses skillnaden mellan vad bankerna erhåller för placeringar på marknaden och den genomsnittliga ränta de betalar för inlåning.

## Utlåning och kreditrisk

**Kreditrisken är den största risken i bankernas verksamhet.** Omkring 60 procent av storbankernas tillgångar består av utlåning till allmänheten (se diagram 3:5). Bankerna har även tillgångar som är exponerade mot marknadsrisk, såsom räntebärande värdepapper, men dessa utgör en betydligt mindre del av den totala risken. Olika exponeringar innebär att kreditrisker skiljer sig åt mellan bankerna. Tabell 3:2 visar bankernas exponeringar mot olika riskområden. Respektive exponering anges i förhållande till kärnprimärkapitalet, som är kärnan i det kapital som ska täcka oförutsedda förluster. Ett högt värde i tabellen innebär således genomgående en högre kreditrisk än ett lågt värde. Av tabellen framgår att Swedbank har jämförelsevis störst exponering mot de baltiska länderna och att SEB har den näst största exponeringen. För Handelsbanken är det främst utlåning till kommersiella fastighetsbolag som utgör den mest framträdande riskexponeringen, medan Nordea utmärker sig med sina exponeringar mot rederibranschen och riskkapitalbolag.

**Tabell 3:2. Bankernas utlåning mot riskområden i förhållande till kärnprimärkapitalet, september 2009**  
Procent

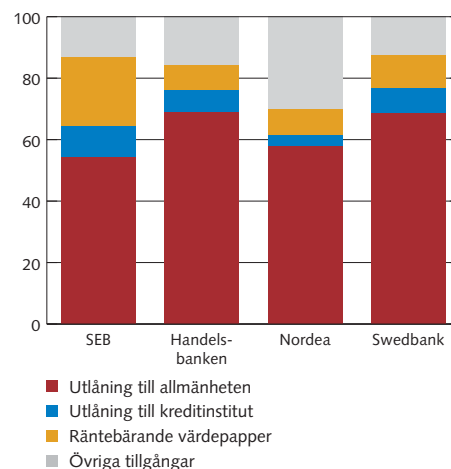
	Swedbank	SEB	Nordea	Handelsbanken
Rederi	24	30	57	24
Riskkapitalbolag	19	19	41	-
Kommersiella fastigheter exklusive utlåning i de baltiska länderna	90	125	104	499
De baltiska länderna	237	166	42	0
- varav kommersiella fastigheter	37	28	5	0

Anm. "-" anger att uppgift saknas. I Swedbanks kärnprimärkapital ingår den nyemission på 15 miljarder kronor som genomfördes i oktober 2009.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

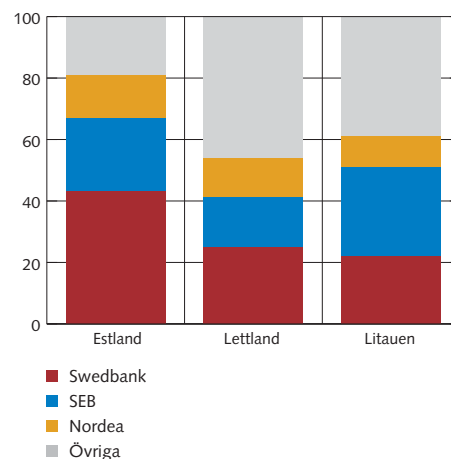
**Utlåningen i de baltiska länderna minskar.** Till viss del förklaras den lägre utlåningstillväxten av att bankerna är mer försiktiga i sin utlåning. Utöver detta har efterfrågan sjunkit till följd av att det ekonomiska läget i dessa länder har blivit sämre. Men de svenska storbankerna är fortfarande marknadsledande i regionen (se diagram 3:6). Storbankernas totala utlåning till allmänheten i de baltiska länderna uppgick vid slutet av tredje kvartalet 2009 till 400 miljarder kronor, vilket motsvarar sex procent av storbankernas totala utlåning. Uppdelat per land var storbankernas utlåning till allmänheten 142 miljarder kronor i Estland, 120 miljarder i Lettland och 138 miljarder i Litauen. I alla de tre länderna väntas BNP-tillväxten vara negativ i år och nästa år. Till följd av detta har Nordea, SEB och Swedbank utökat sina reserveringar för sannolika kreditförluster i de baltiska länderna.

**Diagram 3:5. Fördelning av totala tillgångar**  
Procent, september 2009



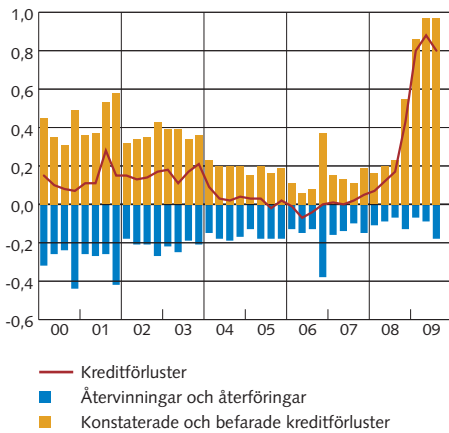
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:6. Utlåning i de baltiska länderna, marknadsandelar**  
Procent, september 2009



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 3:7. Storbankernas kreditförluster  
Procent av utlåningen



Anm. Annualiserade data.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

## KREDITRISK

### Storbankernas kreditförluster som andel av utlåningen har ökat kraftigt.

Deras kreditförluster väntas dock nu bli något mindre än vad Riksbanken presenterade i huvudscenariot i den förra stabilitetsrapporten. Detta beror på att återhämtningen i realekonomin väntas bli starkare. Kreditförlusterna ökade till knappt 51 miljarder kronor under resultatperioden och uppgick till 0,7 procent av utlåningen. Det kan jämföras med knappt sex miljarder kronor och 0,1 procent under föregående resultatperiod. Framför allt steg kreditförlusterna mot slutet av perioden och uppräknat till årstal uppgick tredje kvartalets kreditförluster till 57 miljarder kronor, vilket motsvarar 0,8 procent av utlåningen (se diagram 3:7). De ökade kreditförlusterna förklaras främst av att reserveringar för befarade kreditförluster har ökat. För närvarande uppgår reserveringarna till drygt 60 miljarder – de konstaterade kreditförlusterna är fortfarande låga. För en utförlig förklaring se ruta Vad är kreditförluster? i Finansiell stabilitet 2009:1.

**Kreditförlusterna från bankernas verksamhet i de baltiska länderna uppgick till 22 miljarder under resultatperioden** (se ruta Bankernas hantering av problemkrediter i de baltiska länderna). Det motsvarar drygt 40 procent av storbankernas totala kreditförluster. Motsvarande andel av SEB respektive Swedbanks kreditförluster var 72 respektive 59 procent, medan andelen för Nordea var tio procent. Nordeas kreditförluster bestod till 44 procent av förluster i den danska verksamheten. Drygt två tredjedelar av Handelsbankens kreditförluster kom från den svenska verksamheten.

### HUR STORA BLIR KREDITFÖRLUSTERNA I DE SVENSKA BANKERNA?

I detta avsnitt presenterar Riksbanken sin bedömning av den förväntade utvecklingen för kreditförlusterna i de svenska storbankerna. Detta huvudscenari sträcker sig fram till och med 2011 och ska hållas isär från det stresstest som presenteras längre fram i rapporten.

Genom att dela upp storbankernas totala utlåning på olika låntagarkategorier och de geografiska områden som bankerna har exponeringar mot kan kreditförlusterna skattas för varje exponering. Dessa summeras sedan till totala kreditförluster. För att skatta kreditförlusterna krävs kännedom om bankernas exponeringar (E), sannolikheter för fallissemang (probability of default, PD) och förväntade förlustgrader vid fallissemang (loss given default, LGD). Den förväntade kreditförlusten (KF) för låntagarkategori *i* och region *j* beräknas enligt följande:

$$KF_{ij} = E_{ij} \cdot PD_{ij} \cdot LGD_{ij}$$

Uppgifter om kreditportföljerna bygger på offentliga data från bankernas rapporter för tredje kvartalet 2009. För att skatta kredit-

volymer samt sannolikheten för fallissemang för varje region och låntagarkategori använder sig Riksbanken av egenutvecklade modeller som grundar sig på Riksbankens respektive Consensus Forecasts bedömning av hur några centrala makroekonomiska variabler kommer att utvecklas i respektive land (se tabell 3:3). I ett andra steg görs en kvalitativ och kvantitativ bedömning av konsistensen mellan regioner och över låntagarkategorier i de modellbetingade prognoserna. Förlustgrader vid fallissemang baseras på uppgifter från Moody's KMV och Riksbankens uppskattningar. I Riksbankens beräkningar för de fyra storbankerna är viktad LGD för bankernas sammanlagda portfölj (hushåll och företag) 45 procent.

**Tabell 3:3. Makroekonomiska variabler per land, 2009-2011**  
Procent

	Industriproduktion			KPI			3 mån ränta		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Sverige	-9,6	8,5	4,4	-0,7	1,6	3,4	0,2	0,5	2,4
Danmark	-14,9	2,2	9,5	1,3	1,5	1,2	1,5	0,5	2,0
Norge	-7,4	2,0	6,8	2,1	1,7	3,7	2,1	2,9	4,9
Finland	-19,7	3,3	9,3	0,6	1,2	1,7	1,2	0,5	2,0
Tyskland	-16,3	4,2	11,3	0,3	0,9	2,8	0,9	1,5	3,4
Storbritannien	-10,2	1,8	6,9	2,0	2,0	2,0	0,8	1,4	1,4
Estland	-26,7	-3,3	0,5	-0,5	-2,3	1,2	5,9	7,3	8,8
Lettland	-20,0	-5,8	0,5	3,2	-4,5	-2,5	11,1	11,6	13,3
Litauen	-17,3	-8,5	0,5	3,5	-2,0	2,2	7,7	8,5	10,0

Anm. Tremånadersräntan i inhemsk valuta i de baltiska länderna är av mindre betydelse då de flesta lån är tagna i euro.

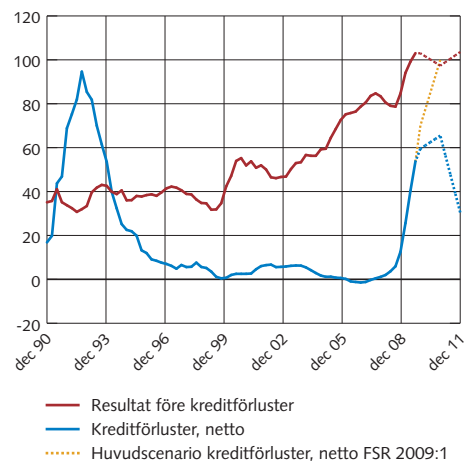
Källor: Consensus Forecasts och Riksbanken

Det är viktigt att understryka att osäkerheten i beräkningarna av kreditförluster är stor. Därtill har bankerna relativt stor frihet att bokföringsmässigt fördela förluster över tiden, vilket inte fångas i beräkningarna. Det gör att även en prognos som bygger på perfekt information vad gäller en banks exponeringar, sannolikheter för fallissemang och förlustgrader vid fallissemang inte alltid kommer att motsvara de kreditförluster som bokföringsmässigt redovisas.

**Samtliga branscher och geografiska områden påverkas av den globala recessionen, men kreditkvaliteten påverkas olika mycket.** De största förlusterna i förhållande till utlåningen antas komma från bankernas exponeringar i de baltiska länderna. Detta beror främst på den fortsatt svaga makroekonomiska utvecklingen i dessa länder (se tabell 3:3). Antalet konkurser väntas öka på bred front bland företag på de utvecklade marknaderna där de svenska bankerna är aktiva. Konjunktürkänsliga sektorer som till exempel transport- och byggsektorn förväntas vara extra utsatta (se kapitel 2). Förlusterna från lån till kommersiella fastigheter i Sverige förväntas bli lägre än under krisen på 1990-talet. Detta beror främst på det allmänt låga ränteläget. Men inte desto mindre kommer fallet i ekonomisk aktivitet att leda till stigande kreditförluster från utlåningen till kommersiella fastighetsbolag. Kreditförlusterna väntas bli lägst när det gäller lån till nordiska hushåll med bostäder som säkerheter. Det beror på dels att de sociala

**Diagram 3:8. Resultat före kreditförluster och kreditförluster, netto, i storbankerna**

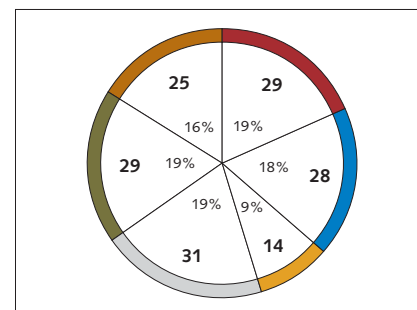
Summerat över fyra kvartal, miljarder kronor, fasta priser, 2009-09-30



Anm. Streckade linjer avser kreditförlusterna i Riksbankens huvudscenariot och prognosen för resultat före kreditförluster enligt konsensus från SME Direkt, oktober 2009.

Källor: Bankernas resultatrapporter, SME Direkt och Riksbanken

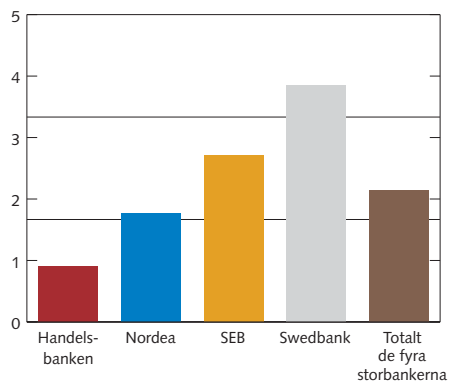
**Diagram 3:9. Fördelning av kreditförluster under perioden fjärde kvartalet 2009 till 2011 per region i Riksbankens huvudscenariot**  
Miljarder kronor och procent



■ Sverige  
■ Norden exklusive Sverige  
■ Estland  
■ Lettland  
■ Litauen  
■ Litauen  
■ Övriga världen

Källa: Riksbanken

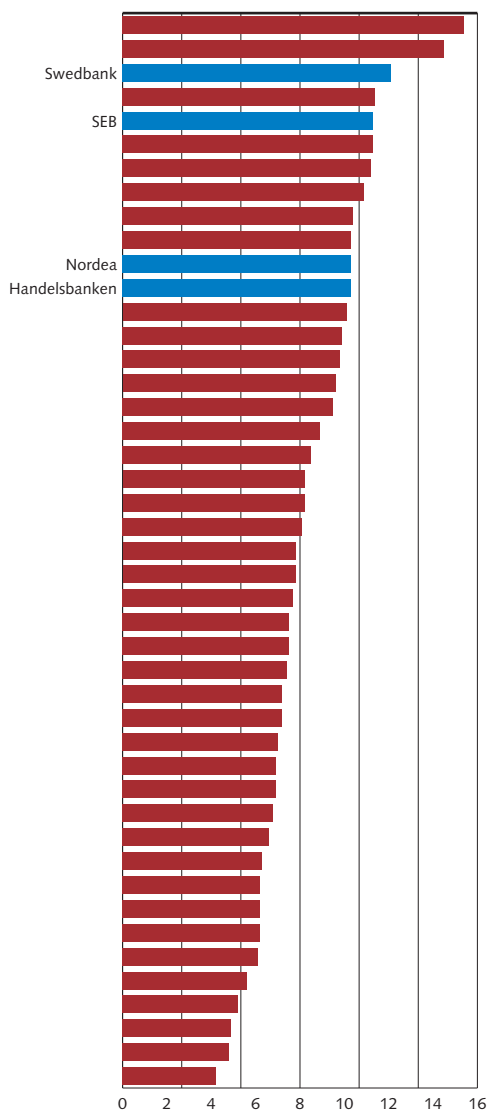
**Diagram 3:10. Totala kreditförluster i Riksbankens huvudscenariot i förhållande till utlåningen**  
Procent



Anm. Bankernas kreditförluster 2009 till 2011 anges i förhållande till den ingående utlåningen 2009.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:11. Europeiska bankers kärnprimärkapitalrelationer, juni 2009**  
Procent



Anm. Uppskattade och observerade kärnprimärkapitalrelationer enligt Basel II, inklusive genomförda och annonserade nyemissioner efter andra kvartalet 2009. Av sekretesskäl anges inte bankernas namn.

Källa: Nomura

skyddsnäten i Norden är förhållandevis väl utbyggda, dels att nordiska hushåll skulle drabbas av långvariga juridiska konsekvenser om de ställer in betalningarna på ett bostadslån.

**Enligt Riksbankens huvudscenariot förväntas de fyra storbankerna sammantaget göra kreditförluster på totalt 155 miljarder kronor 2009–2011.** Kreditförlusterna förväntas bli 60 miljarder kronor 2009, 65 miljarder kronor 2010 och 30 miljarder kronor 2011 (se diagram 3:8). Knappt 50 procent av kreditförlusterna härrör från bankernas verksamhet i de baltiska länderna och ungefär en tredjedel kommer från verksamheten i Sverige och övriga Norden (se diagram 3:9).

**Tabell 3:4. Storbankernas kreditförluster under 2009, 2010 och 2011 i huvudscenariot och utlåning, totalt och i de baltiska länderna**  
Miljarder kronor

	Kreditförluster					Utlåning till allmänhet och kreditinstitut exkl. repor, slutet av kvartal 3, 2009
	2009	(Varav kv 4 2009)	2010	2011	Totalt	
	60	(16)	65	30	155	6 870
Varav Estland	4,4	(1,4)	5,3	3,8	13,5	142
Lettland	12,2	(2,6)	13,5	5,5	31,2	122
Litauen	10,4	(3,4)	14,3	4,5	29,2	136

Källa: Riksbanken

**Kreditförlusterna har justerats ned jämfört med Riksbankens bedömning i juni** (se diagram 3:8). I det förra huvudscenariot i juni som sträckte sig över 2009 och 2010 uppgick kreditförlusterna till totalt 170 miljarder. Summan av de realiserade kreditförlusterna under de tre första kvartalen 2009, de kreditförluster som nuvarande huvudscenariot ger upphov till för fjärde kvartalet 2009 och helåret 2010 summerar till 125 miljarder kronor. Denna nedrevidering beror dels på att konjunktutsikterna förbättrats jämfört med föregående rapport, dels på att kreditförlusterna de tre första kvartalen i år blivit lägre än väntat. Det är i första hand i Sverige som kreditförlusterna bedöms bli mindre. I de baltiska länderna förväntas kreditförlusterna däremot öka något mer än i bedömningen i juni, till följd av att ekonomierna har fortsatt att utvecklas mycket svagt.

## KAPITAL

**I ett internationellt perspektiv är de svenska storbankerna välkapitaliserade.** Det framgår av diagram 3:11 som jämför europeiska bankers kärnprimärkapitalrelationer. De svenska bankernas kärnprimärkapitalrelationer är bland de högsta i Europa och överstiger väl den lägsta lagstadgade nivån. Den starka kapitaliseringen ökar tillgången till marknadsfinansiering och möjliggör en snabbare återgång till normala finansieringsförhållanden för bankerna. Detta är särskilt viktigt för de svenska storbankerna eftersom dessa till stor del är beroende av



finansiering på marknaden. De svenska bankerna är välkapitaliserade även när hänsyn tas till kreditförlusterna i Riksbankens huvudscenario.

**Samtliga svenska banker har aktivt agerat för att öka sitt primärkapital i förhållande till riskvägda tillgångar.** Till skillnad mot banker i andra länder har detta skett utan statlig inblandning.<sup>123</sup> Sedan september 2008 har det samlade primärkapitalet ökat med drygt 30 procent samtidigt som de riskvägda tillgångarna, efter full implementering av Basel II, har minskat med åtta procent. Av tabell 3:5 framgår att nyemitterat aktiekapital, som tillhör det kapital som har högst kvalitet, står för det största bidraget till ökningen av primärkapitalrelationen. Även primärkapitaltillskottet, som är en hybrid mellan eget kapital och skuld, har ökat relationen. Reducerade och uteblivna utdelningar, liksom periodens resultat, har också bidragit till det ökade primärkapitalet. Även minskade riskvägda tillgångar har medverkat till att öka primärkapitalrelationen för bankerna.

**Tabell 3:5. Förändring primärkapitalrelationer**  
Procent

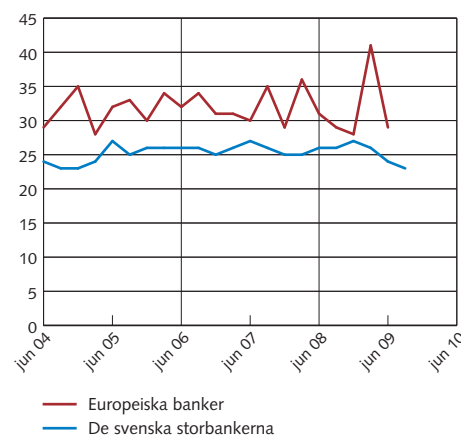
	Swedbank	Nordea	SEB	Handelsbanken
Primärkapitalrelation september 2008	8,7	7,9	9,9	10,0
Nyemission aktiekapital*	4,1	1,3	1,9	0,0
Primärkapitaltillskott	0,1	0,4	0,2	0,8
Reducerad/utebliven utdelning 2008	0,4	0,3	0,4	0,1
Resultat	-0,7	1,0	0,7	1,0
Förändring riskvägda tillgångar	1,2	1,1	0,4	1,6
Summa förändring primärkapitalrelation	5,1	4,1	3,6	3,5
Primärkapitalrelation september 2009	13,8	12,0	13,5	13,5
Primärkapitalrelation september 2009, övergångsregler*	10,7	10,5	12,5	9,1

Anm. Primärkapitalrelationen efter full implementering av Basel II. \*Inklusive Swedbanks nyemission på 15 miljarder som genomfördes i oktober 2009.

Källa: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Förutom att säkra tillgången till marknadsfinansiering kan bankernas ökade kapitalisering vara en anpassning till kommande regler om ökat kapital.** Under en längre tid har relationen mellan bankernas tillgångar i förhållande till deras eget kapital ökat, både internationellt och i svenska banker. Detta indikerar att risktagandet i bankerna har ökat. Som en effekt av den finansiella krisen, där vikten av tillräckliga kapitalbuffertar blivit mycket tydlig, pågår internationella diskussioner om att ändra och komplettera reglerna kring bankernas kapitalkrav. Bland annat diskuteras behovet av att höja de redan befintliga riskvägda kapitalkraven, men också att införa ett icke riskvägt kapitalkrav (leverage ratio) som är tänkt att fungera som ett golv för att undvika att skuldsättningsgraden blir för hög (se ruta Den internationella regleringsagendan). Att en sådan reglering kommer att införas är sannolikt, men dess exakta utformning är ännu inte känd. Av diagram 3:12 framgår dock att skuldsättningsgraden i svenska banker har börjat minska i takt med att deras kapital förstärkts.

**Diagram 3:12. Tillgångar i förhållande till eget kapital**



Anm. I europeiska banker ingår: ABN Amro, Banco Santander, Barclays, BNP Paribas, Commerzbank, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, UBS och Unicredit.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

123 Svenska staten tecknade, som befintlig ägare, sin pro-rata-andel i Nordeas nyemission.

**E**rfarenheter, inte minst från 1990-talets svenska bankkras, visar att en effektiv hantering av bankers problemkrediter kan spara betydande belopp och dessutom underlätta bankernas arbete. En uppskattning, som baseras på svenska bankers aktuella kreditåtgången i de baltiska länderna, indikerar att det sammanlagda beloppet och antalet problemkrediter under en treårsperiod kan bli omfattande.<sup>124</sup> Under hösten 2009 har Riksbanken och Finansinspektionen undersökt hur svenska banker i de baltiska länderna hanterar den snabbt växande stocken av problemkrediter och de säkerheter som hör till dessa. Hanteringen följer god internationell praxis och bankerna har en realistisk uppfattning om storleken på sina problemkrediter.

Lösningarna i de individuella lånefallen varierar givetvis, beroende på vad banken bedömer leder till bästa ekonomiska utfall för den. I många fall har hanteringen av lån och säkerheter överförs till en specialiserad avdelning inom banken. Även transferering till en Asset Management Corporation (AMC) förekommer.

*Hantering av problemkrediter i en särskild enhet inom banken eller i en AMC*

När volymen av problemlån överstiger en viss nivå är det ändamålsenligt för banken att avskilja dessa lån från den vanliga organisationen och lägga dem i särskilda enheter inom banken eller i ett avskilt dotterbolag, en AMC. Med detta uppnår man flera syften:

- Bankledningen kan koncentrera sig på att föra banken ut ur den aktuella krisen i stället för att använda sin tid på hantering av en stor mängd enskilda problemkrediter.
- Man kan anställa expertis, av slag som vanligtvis inte finns i banken, för att hantera problemtillgångar, såsom fastighetsexperter, "industridoktorer" med mera.
- Transparensen i bankens balansräkning blir tydligare genom att dåliga tillgångar

identifieras och avskiljs. Därmed underlättas även omvärldens värdering av banken.

Det är viktigt att tillgångarna värderas till realistiska, konservativa, priser vid transfereringen, antingen den sker inom banken eller till en AMC. Orealistiskt höga priser döljer de verkliga förlusterna. Det är också viktigt att organisationen av hanteringen av problemlånen nära följer tillgångarnas struktur. Exempelvis kan det finnas olika enheter för hantering av fastighetsinnehav, företagskrediter respektive privatkundskrediter.

Det viktigaste i hanteringen av problemlånen är att maximera återvinningen eller minimera förlusterna om marknaden fortsatt är ogynnsam. Detta sker i olika steg. Först sker en uppdelning mellan de lån där återvinningen förväntas bli högre om lånefordran kvarstår och omstruktureras och de övriga lån där utnyttjandet av lånesäkerheten kan förväntas ge en högre återvinning. Därefter genomförs olika värdehöjande operationer, såsom att renovera fastigheter och omstrukturera företagsorganisationer. Sedan inväntas bästa läge för försäljning inom de lagstadgade kraven.

*Slutsatser av genomgången av de svenska bankerna*

Bankerna har i stort valt liknande sätt att organisera hanteringen av sina problemtillgångar till följd av verksamheten i de baltiska länderna, även om graden av centralisering skiljer sig något. Många problemlån hanteras lokalt, men större eller mer svårhanterade lån sköts i en central så kallad workout-enhet i Stockholm. Den lokala organisationen har särskilda enheter för låneomförhandlingar (fördelade på olika lånekategorier), inkrävande av säkerheter och hantering av inkrävda fastigheter. Till dessa enheter har knutits särskild expertis.

Utöver centrala workout-enheter finns centralt i Stockholm även en AMC för hantering av inkrävda fastighetsäkerheter. Dessutom har Stockholm funktioner för att koordinera verksamheten, till exempel så att liknande ärenden från olika länder behandlas på liknande

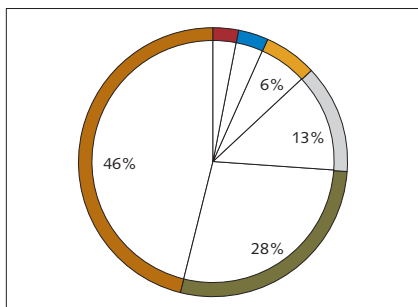
<sup>124</sup> Beräkningar av beloppet görs i denna rapport såväl i avsnittet "Hur stora blir kreditförlusterna i de svenska bankerna?" som i stresstestet.

---

sätt. Riksbanken anser att bankernas förstärkta organisation för att ta hand om och avveckla dåliga krediter följer god internationell praxis. Dessutom har bankerna en realistisk uppfattning om den potentiella storleken av andelen nödlidande lån som bedöms nå sin topp under 2010. Bankernas reserveringar för identifierade problemlån ligger i nivå med vad som varit brukligt vid tidigare bankkriser. Riksbanken är dock tveksam till om detta räcker i den djupa kris som råder i dessa länder.

Det finns flera faktorer som försvårar de svenska bankernas hantering: Lagstiftningen i de baltiska länderna är delvis ofullständig och oprövad när det gäller problemkrediter och inkrävande av säkerheter. Domstolarna är för närvarande överbelastade på grund av dels stora volymer av problemlåneärenden, dels av de i många fall tidsödande procedurerna för en bank när den önskar ta säkerheten i besittning, exempelvis ta över en fastighet.

**Diagram 3:13. Bankernas finansieringskällor, september 2009**  
Procent

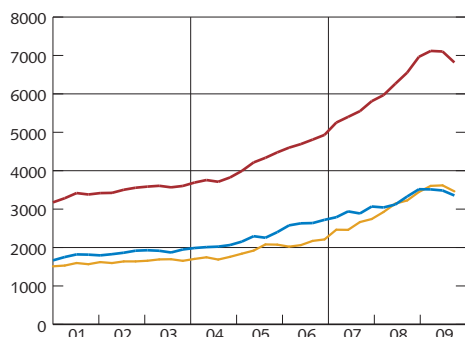


- Krediter från Riksbanken, 3 %
- Statsgaranterad upplåning via Riksgälden, 4 %
- Interbank, netto
- Säkerställda obligationer i SEK
- Övriga emitterade värdepapper
- Inlåning

Anm. Storbankernas finansieringskällor uppgår till omkring 7 300 miljarder kronor.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Diagram 3:14. Bankernas in- och utlåning, september 2009**  
Miljarder kronor



- Utlåning
- Inlåning
- Inlåningsunderskott

Anm. Inlåningsunderskott = utlåning – inlåning.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

## Finansiering – likviditetsrisk

En av banksystemets viktigaste funktioner är att omvandla kortfristig in- och upplåning till långfristig utlåning. En stor del av bankernas skulder, det vill säga finansieringen av bankernas verksamhet, är att betrakta som likvid. Bankernas tillgångar i form av utlåning är däremot till stor del illikvida. Därmed har bankerna en likviditetsrisk att hantera. Anledningen är att bankerna inte vet med säkerhet hur de kommer att kunna finansiera sig i framtiden och till vilket pris, och kan dessutom ha svårt att snabbt omsätta tillgångarna.

**Bankernas finansiering består till hälften av marknadsfinansiering och till hälften av inlåning från allmänheten** (se diagram 3:13). Sammanlagt uppgår bankernas finansiering till omkring 7 300 miljarder kronor. Marknadsfinansieringen utgörs främst av emitterade värdepapper där obligationer står 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. Dessutom har krediter från Riksbanken och andra centralbanker tillsammans med statligt garanterad upplåning ersatt delar av den normala finansieringen.

**Det har blivit lättare för de svenska bankerna att finansiera sig på de finansiella marknaderna men förhållandena är fortfarande ansträngda.** Det stora marknadsberoendet innebär således ett fortsatt problem för de svenska bankerna. Visserligen har inlåningen ökat från allmänheten, men utlåningen har ökat i högre grad. Därmed har skillnaden mellan utlåning och inlåning, det så kallade inlåningsunderskottet, också ökat (se diagram 3:14). Inlåningsunderskottet visar hur stor del av bankernas utlåning som inte går att finansiera via inlåning och som därmed måste finansieras på annat sätt. Vid utgången av tredje kvartalet 2009 uppgick inlåningsunderskottet till 3 500 miljarder kronor.

**De förbättrade möjligheterna till marknadsfinansiering har lett till att bankerna börjat låna upp på längre sikt än tidigare.** Sedan förra stabilitetsrapporten har riskaptiten på marknaden till viss del återvänt. Bankerna har därmed kunnat finansiera sig på längre löptider till lägre priser. Löptiden i bankernas nyupplåning har därför ökat. Det innebär att skillnaden mellan när tillgångar och skulder förfaller har minskat och likaså likviditetsrisken. I och med att bankerna är så pass beroende av att finansiera sig på marknaden ökar deras genomsnittliga finansieringskostnader när löptiden på marknadsfinansieringen ökar. Men trots att förhållandena på de finansiella marknaderna har förbättrats är det globala banksystemet fortfarande beroende av att centralbankers extraordinära åtgärder och att möjligheten till upplåning med statlig garanti finns på plats.

**I spåren av den finansiella krisen kommer ny likviditetsreglering att införas** (se ruta Den internationella regleringsagendan). Den nya regleringen syftar bland annat till att öka kvaliteten i bankernas likviditetsreserver och minska beroendet av alltför kortfristig finansiering. För att anpassa sig till de nya regleringarna kommer en stor del av det internationella banksystemet att behöva öka andelen långfristig finansiering i sina balansräkningar. Eftersom bankerna sannolikt kommer att behöva göra anpassningen vid ungefär samma tid kan det ökade utbudet av obligationer driva upp kostnaden på bankernas finansiering. Dessutom är det en lång process för en bank att förlänga löptidsstrukturen i upplåningen, men det innebär att bankernas likviditetsrisk minskar. En reglering av likviditet är även önskvärd av ytterligare en anledning. I dagsläget saknas ett enhetligt förhållningssätt till hur likviditetsreserver definieras. Bankernas rapportering skiljer sig åt avseende såväl innehåll som omfattning. Detta skapar onödigt osäkerhet. Riksbanken anser därför att bankerna behöver öka transparensen i redovisningen av sina likviditetsreservers sammansättning. Andra områden där bankerna behöver öka transparensen är de antaganden som ligger bakom de kassaflödesanalyser och stresstester som ofta redovisas i bankernas offentliga publikationer. I bankernas redovisning bör det också, bland annat, ingå en förfallostruktur av marknadsfinansiering fördelat på valutor och tidsintervall, samt information som visar sammansättningen av de emissioner av värdepapper som har gjorts under rapportperioden.

**En stor del av bankernas marknadsupplåning är i utländsk valuta.**

Under normala förhållanden är detta positivt eftersom det minskar beroendet av en enskild marknad. Men under den finansiella krisen har det visat sig att det är den utländska marknadsfinansieringen som varit svårast för de svenska bankerna att refinansiera. Det har stundtals varit mycket svårt och i vissa fall omöjligt för bankerna att emittera i utlandet. Det betyder att en stor del av bankernas obligationer och certifikat som förfallit till betalning inte kunnat omsättas, men sedan andra kvartalet 2009 har möjligheterna till refinansiering förbättrats. Riksbanken och andra centralbanker har visserligen ersatt delar av den valutaupplåning som försvunnit. Inom det närmaste året förfaller dock ytterligare omkring 1 300 miljarder kronor av storbankernas emitterade värdepapper i utländsk valuta, vilket innebär en betydande risk för banksektorn. En stor del av den utländska upplåningen omvandlas, eller swappas, dock till svenska konor för att lånas ut till svenska låntagare (se rutan Säkerställda obligationer i euro som swappas till svenska kronor – en dekomponering av kostnader).

## Säkerställda obligationer i euro som swappas till svenska kronor – en dekomponering av kostnader

**D**en finansiella krisen har tydliggjort de likviditetsriskerna som kan uppstå när bankerna finansierar sig på alltför kort sikt samtidigt som utlåningen ofta är långfristig. En annan risk är växelkursrisken som uppkommer genom att bankerna i stor utsträckning finansierar sig på utländska värdepappersmarknader trots att merparten av deras utlåning sker i kronor. Eftersom majoriteten av svenska bolåntagare lånar till rörlig ränta medan bankerna oftast finansierar sig på värdepappersmarknader med lån till fast årlig ränta uppstår också en ränterisk. För att skydda sig mot dessa tre risker ger bankerna ut obligationer med lång löptid och använder olika derivatinstrument, främst ränteswappar och cross currency swappar.<sup>125</sup> I samband med detta får bankerna bära kostnader för olika riskpremier. Under den finansiella krisen har dessa kostnader ökat kraftigt. Exempelvis steg riskpremierna sammantaget cirka 150 punkter mellan våren 2008 och våren 2009. Nedan förklaras varför kostnaden för olika riskpremier har ökat så kraftigt under krisen.

### *Tre risker vid bankernas finansiering*

Svenska låntagare lånar ofta till tremånaders rörlig ränta. Utöver räntan får de dessutom betala en marginal till banken som ska täcka bankens risker och vinst vid utlåning. Om vi antar att marginalen uppgår till 0,5 procent skulle banken rent teoretiskt kunna låna upp på interbankmarknaden till tremånaders rörlig ränta och därmed tjäna cirka 0,5 procent. Med en sådan strategi blir banken utsatt för en stor *likviditetsrisk* när den lånar till tremånaders ränta eftersom det är mer sannolikt att lånet till kunden kommer att löpa längre än tre månader, ofta över flera år. För att säkerställa att banken har möjlighet att låna ut under flera år räcker det alltså inte med att den finansierar sig på tre månader. Banken behöver i stället välja finansiering på längre löptider.

För att finansiera sig på längre löptider väljer bankerna ofta att emittera obligationer på den utländska värdepappersmarknaden. Det kan förklaras av att dessa marknader historiskt sett varit mer likvida och att bankerna vill diversifiera sig. En stor del av den utländska upplåningen vill banken omvandla till svenska kronor för att kunna låna ut i svenska kronor till svenska låntagare. Därigenom utsätter sig banken för *ränte- och valutarisk*.

Följande exempel illustrerar hur en bank som vill låna ut svenska kronor till kund på fem år till tremånaders rörlig ränta kan säkra långfristig finansiering i svenska kronor genom att låna på euromarknaden utan att ta på sig ränte- och växelkursrisk. För att finansiera sig på detta sätt ingår banken fyra avtal.<sup>126</sup>

### *Hantering av bankernas risker*

I första steget emitterar banken en säkerställd obligation i euro med en löptid på fem år och med fast årlig ränta (A1). På så vis säkerställer banken finansiering i fem år. I exemplet betalar banken en ränta på fyra procent. Banken kommer emellertid att få en ränterisk eftersom den vill låna ut till kund med rörlig ränta (E1) men lånar upp till fast ränta (A1). Banken ingår därför en ränteswap på fem år i euro där den tar emot fast ränta på 2,7 procent (B1) och betalar rörlig ränta som motsvarar sexmånaders referensränta 6M EURIBOR (B2). Därmed uppgår bankens kostnad för finansieringen till 6M EURIBOR plus skillnaden mellan den fasta räntan i obligationen (A1) och den fasta räntan i ränteswappen (B1).<sup>127</sup> Denna skillnad kallas för *spread over swap*.

Banken har sin finansiering i euro (A1) men vill låna ut i svenska kronor (E1). Banken skulle kunna lösa det genom att växla euro mot svenska kronor på spotmarknaden. Men eftersom de ska återbetala lånet i obligationen i euro

<sup>125</sup> En ränteswap innebär en överenskommelse mellan två parter om att under en given tidsperiod byta räntebetalningar. Exempelvis kan en part välja att betala en fast ränta i utbyte mot att erhålla en rörlig ränta. Vid ränteswappar i svenska kronor och euro är konventionen att ange den rörliga räntan som den aktuella referensräntan STIBOR respektive EURIBOR. I en cross currency swap utbyts två valutor vid swappens ingång och sedan byts de tillbaka på förfalldagen. Dessutom sker räntebetalningarna i respektive valuta under swappens löptid. En cross currency swap är uppbyggd av en serie av kortare valutaterminer.

<sup>126</sup> I verkligheten är det sannolikt att lånet till kund löper längre än fem år. I exemplet antas lånet dock bara löpa i fem år.

<sup>127</sup> 4 procent – 2,7 procent + 6M EURIBOR

om fem år skulle de i sådana fall vara utsatt för växelkursrisk. Banken hanterar växelkursrisken med hjälp av en så kallad cross currency swap (C). De euro som banken har fått in i emissionen av den säkerställda obligationen (A1) lånas ut i fem år i cross currency swappen (C1) mot att banken får låna svenska kronor (C2).<sup>128</sup> För detta erhåller banken tremånaders referensränta 3M EURIBOR (C1) och betalar tremånaders referensränta 3M STIBOR plus en spread (C2). Denna spread kallas för *cross currency basis spread* och visar något förenklat hur mycket dyrare det är att ta ett lån i euro och byta ut, eller swappa, det till kronor jämfört med att låna i kronor.

Banken har nu säkerställt att den inte har någon ränterisk i svenska kronor eftersom de räntebetalningar den får från bolånekunderna är baserade på 3M STIBOR (E1), vilket motsvaras av ett liknande STIBOR-utflöde i cross currency swappen (C2). Banken har emellertid fortfarande en ränterisk i euro som den måste hantera. Anledningen är att inflödet i cross currency swappen (C1) sker till 3M EURIBOR medan utflödet i ränteswappen sker till 6M EURIBOR (B2). Dessa flöden matchar därför inte varandra i löptid,

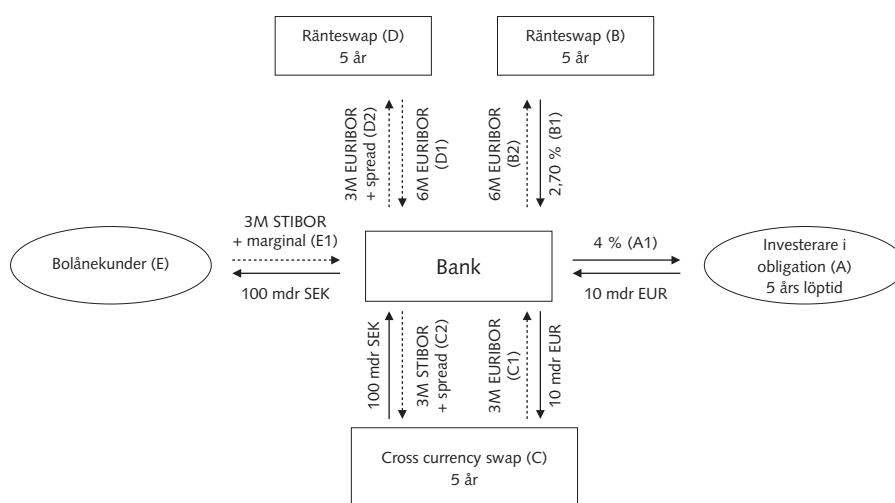
vilket banken hanterar genom att ingå ytterligare en ränteswap (D) som löper i fem år. I den swappen erhåller banken 6M EURIBOR (D1) och betalar 3M EURIBOR plus en spread (D2).<sup>129</sup> Denna spread kallas för *money market basis spread*.

Genom dessa transaktioner har banken nu säkrat finansiering i fem år, eliminerat all ränterisk och skyddat sig mot förlust på grund av den växelkursrisk som uppstått genom att banken lånat ut i svenska kronor och finansierat sig med en obligation i euro.

*Kostnaden för bankernas hantering av risker har ökat*

Kostnaden att göra dessa transaktioner har ökat kraftigt under den nuvarande krisen (se tabell R2). Våren 2008 skulle banken få betala netto 3M STIBOR plus ytterligare 20 räntepunkter för alla transaktioner, medan motsvarande kostnad uppgick till 3M STIBOR plus 170 räntepunkter våren 2009. Dessa 150 räntepunkter i ökad kostnad kan delas upp i *spread over swap*, *cross currency spread* och *money market basis spread*. Nedan förklaras varför dessa tre spreadar har ökat så kraftigt.

Bild R1. Emission av säkerställd obligation i euro som byts ut till svenska kronor



Anm. Streckade linjer motsvarar rörliga räntebetalningar.  
Källa: Riksbanken

<sup>128</sup> Transaktionen sker till rådande växelkurs mellan EUR/SEK, vilket i detta exempel antas vara 10.

<sup>129</sup> När banken ingår ränteswap B är marknadskonventionen i euro att den fasta räntan i ränteswappen byts mot 6M EURIBOR. Om swappen i stället hade gjorts med 3M EURIBOR som referensränta hade banken eliminerat all ränterisk i euro utan att behöva göra ränteswap D.

Tabell R2. Dekomponering av kostnader för banken

	Vad gör banken	Pris våren 2009	Pris våren 2008
A	Betalar	4,0 %	4,5 %
B1	Erhåller	2,7 %	4,3 %
B2	Betalar	6 mån EURIBOR	6 mån EURIBOR
C1	Erhåller	3 mån EURIBOR	3 mån EURIBOR
C2	Betalar	3 mån STIBOR + 0,3 %	3 mån STIBOR
D1	Erhåller	6 mån EURIBOR	6 mån EURIBOR
D2	Betalar	3 mån EURIBOR + 0,1 %	3 mån EURIBOR
<b>Nettokostnad</b>	<b>Betalar</b>	<b>3 mån STIBOR + 1,7 %</b>	<b>3 mån STIBOR + 0,2 %</b>
<i>Varav spread over swap</i>	<i>A-B1</i>	<i>1,3 %</i>	<i>0,2 %</i>
<i>Varav cross currency basis spread</i>	<i>C2</i>	<i>0,3 %</i>	<i>0 %</i>
<i>Varav money market basis spread</i>	<i>D2</i>	<i>0,1 %</i>	<i>0 %</i>

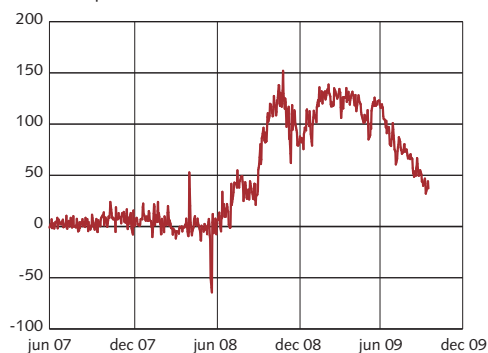
Anm. Exemplet baseras på svenska säkerställda obligationer i euro. Siffrorna är avrundade.  
Källa: Riksbanken

### Spread over swap

Under krisen har det varit svårt för investerare att bedöma bankers kreditrisker. Därför har de valt att göra korta placeringar och därmed försvårat bankernas möjligheter att säkra lång finansiering. Därmed har en stor del av finansieringen skett till kortare löptider. Bankerna behöver emellertid säkra också lång finansiering och är därför beredda att betala extra för detta. Spread over swap uttrycker den premie bankerna är beredda att betala för att erhålla finansiering

med hjälp av en obligation på fem år i stället för att finansiera sig var sjätte månad på interbankmarknaden. Denna spread är också ett mått på den extra kompensation som investerare kräver för den ökade kreditrisk det innebär att i fem år placera i en obligation jämfört med att var sjätte månad placera på interbankmarknaden. Den ökade spreaden är således en funktion av både likviditets- och kreditrisker, vilka båda har varit högst påtagliga under krisen (se diagram R15).

Diagram R15. Spread over swap för säkerställda obligationer i euro, fem år  
Räntepunkter



Anm. Diagrammet visar tyska säkerställda obligationer i euro eftersom det inte finns några motsvarande uppgifter (kurva) för svenska säkerställda obligationer i euro. Exemplet i tabell R2 baseras dock på svenska säkerställda obligationer i euro.  
Källa: Reuters Ecowin och Riksbanken

### Cross currency basis spread

För att finansiera ett lån i kronor kan bankerna emittera obligationer i utländsk valuta och sedan byta ut eller swappa dessa till svenska kronor i en cross currency swap (se ovan). I en sådan swap lånar den svenska banken svenska kronor (och betalar referensräntan STIBOR) och lånar ut euro (och erhåller referensräntan EURIBOR). Att basis spreaden i STIBOR har ökat skulle kunna förklaras av att efterfrågan på kronor i utbyte mot euro i cross currency swappen har varit stor. Men eftersom emissionsvolymen av säkerställda obligationer i euro inte har varit omfattande under krisen kan ökningen i spreaden snarare förklaras av att riskaptiten har minskat. Detta har tydligt berört främst mindre likvida valutor



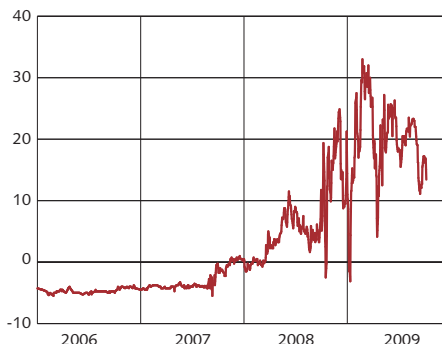
såsom svenska kronor. För att kompensera sig mot den ökade risken att handla med svenska kronor har banker som erhåller STIBOR krävt kompensation i form av högre spread. Diagram R16 visar hur cross currency basis spreaden har ökat under krisen.

#### Money market basis spread

EURIBOR är räntan på en icke säkerställd placering på interbankmarknaden. Eftersom en placerare som lånar ut ett nominellt belopp till en låntagare i princip kan förlora allt är EURIBOR förknippad med kreditrisk. För en placerare kommer det därför att vara mer attraktivt att placera på tre månader och sedan göra en ny placering på samma löptid i stället för att placera hos en motpart på sex månader. Att 6M EURIBOR är högre än 3M EURIBOR kan därför till viss del förklaras av kreditrisk.<sup>130</sup> En ränteswap innehåller mycket mindre kreditrisk än en placering till EURIBOR, men trots detta baseras flöden i swappen på EURIBOR.<sup>131</sup> Detta skapar problem och måste justeras för i swappen.

Den bank som i en ränteswap tar emot 6M EURIBOR och betalar 3M EURIBOR kommer nämligen att ta emot ett för högt ränteflöde eftersom 6M EURIBOR innehåller en premie för en kreditrisk (och likviditetsrisk) som inte finns i ränteswappen. Ränteskillnaden i 6M EURIBOR och 3M EURIBOR som kan förklaras av denna riskpremie läggs därför till 3M EURIBOR. Därmed kompenserar man den aktör som annars hade fått ta emot ett för lågt ränteflöde (3M EURIBOR utan tillägg). Under krisen har riskpremien ökat tydligt på grund av att kredit- och likviditetsriskerna mellan olika löptider har blivit större, vilket innebär att justeringen mellan tre och sex månader i ränteswappen också blir större. Diagram R17 visar hur money market basis spreaden har ökat under krisen.

Diagram R16. EUR/SEK cross currency basis spread, fem år, Räntepunkter



Källa: Bloomberg

Diagram R17. Money market basis spread (mellan 6 mån EURIBOR och 3 mån EURIBOR), fem år, Räntepunkter



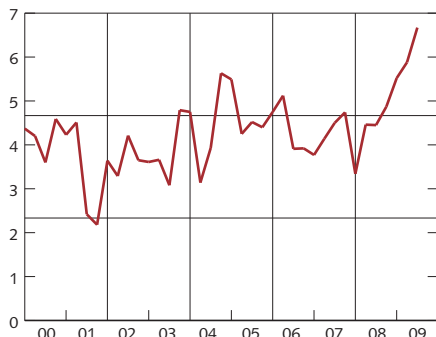
Källa: Bloomberg

Under den finansiella krisen har det alltså blivit betydligt dyrare för banker att finansiera sig med lång löptid med hjälp av en säkerställd obligation utgiven i euro, jämfört med att använda sig av kort finansiering på den svenska marknaden till tremånaders interbankränta. Det är framför allt kostnaden för att försäkra sig mot likviditetsrisk som ökat, men även övriga kostnader i samband med ränte- och växelkursrisker har stigit under krisen. En stor del av den ökade kostnaden har förts över till bankernas kunder. Det innebär att den marginal som banken lägger på referensräntan 3M STIBOR (se E1 i Bild R1) har ökat under krisen.

130 En del av kurvans lutning förklaras också av likviditetsrisk eftersom efterfrågan på lång finansiering sedan finanskrisens början sommaren 2007 överstigit utbudet.

131 I en ränteswap utväxlas inga nominella flöden. I stället byter man ut endast ränteflöden som bygger på ett fiktivt underliggande belopp. Det gör att de flöden som byter ägare i en ränteswap är mycket mindre jämfört med på interbankmarknaden, vilket också förklarar varför kreditrisken i en ränteswap blir lägre.

**Diagram 3:15. Den storbank som har lägst primärkapitalrelation efter det att en annan svensk storbank ställt in sina betalningar**  
Procent



Anm. Storbanken med den lägsta primärkapitalrelationen är inte nödvändigtvis samma bank vid varje tillfälle.

Källa: Riksbanken

## Spridningsrisk

Storbankernas centrala roll i det finansiella systemet medför att de har stora exponeringar gentemot varandra och mot enskilda företag, så kallade motpartsexponeringar. Om en bank eller ett företag får problem och ställer in sina betalningar kan det därför leda till betydande förluster för de övriga bankerna. Risken för att detta inträffar benämns spridningsrisk och avser alltså risken att problem i ett institut sprider sig till andra institut via motpartsexponeringar. Genom att begränsa sina motpartsexponeringar och begära säkerheter för sina lån kan bankerna begränsa den direkta spridningsrisken.

Spridningsrisken kan även vara indirekt. Eftersom bankernas verksamheter är likartade och de i stor utsträckning är exponerade mot samma typ av makroekonomiska risker kan information om att en bank har problem väcka oro på marknaden över att även andra banker har problem. Detta kan till exempel medföra att investerare blir mindre villiga att bidra med finansiering, vilket kan leda till likviditetsproblem och på längre sikt finansieringsproblem även för de andra bankerna.

Både direkt och indirekt spridningsrisk kan i värsta fall leda till att flera banker får problem samtidigt, vilket riskerar att påverka hela det finansiella systemets funktion.

**Riksbankens tester visar att den direkta spridningsrisken i det svenska banksystemet har minskat.** Jämfört med den förra rapporten är bankernas största motpartsexponeringar lika stora eller något mindre i förhållande till både det totala värdet på bankernas stora exponeringar och primärkapitalet. I ett historiskt perspektiv är motpartsexponeringarna mot andra banker dock små, framför allt på grund av att dagslånen mellan bankerna fortfarande är begränsade. Samtidigt har bankerna förstärkt sitt primärkapital. Sammantaget innebär detta att den direkta spridningsrisken är lägre än tidigare. Under det senaste halvåret hade ingen bank en exponering som, givet antagandena i Riksbankens tester, skulle leda till att primärkapitalrelationen sjönk under det lagstadgade kravet på primärkapital om fyra procent i händelse av att en annan svensk bank ställde in sina betalningar (se diagram 3:15).<sup>132</sup> Inte heller förlusten av den största exponeringen mot andra motparter än de svenska storbankerna ledde i Riksbankens test till att direkta spridningseffekter uppkom. Testerna baseras på uppgifter om storbankernas 15 största motpartsexponeringar, som Riksbanken samlar in kvartalsvis.<sup>133</sup> För att bedöma risken för spridningseffekter beräknar Riksbanken effekten på respektive storbanks primärkapital om banken förlorade någon eller ett flertal av sina större exponeringar.

<sup>132</sup> I Riksbankens test antas att 75 procent av bankernas exponering gentemot det fallande institutet eller företaget går förlorad och att 25 procent kan återvinnas. Testet motsvarar en situation där en aktör helt utan förvarning ställer in alla sina betalningar med omedelbar verkan. Möjlig återvinning antas dessutom bli förhållandevis låg. Den resulterande primärkapitalrelationen ska därför ses som ett utfall av ett stresstest.

<sup>133</sup> För en utförlig genomgång av Riksbankens motpartsdata se rutan "Riksbankens motpartsdata" i rapporten Finansiell stabilitet 2008:2.

**Riksbanken bedömer att den indirekta spridningsrisken har minskat något jämfört med förra rapporten, men fortfarande är på en hög nivå.** Det förklaras av att förtroendet på de finansiella marknaderna har återhämtat sig något och många banker har förstärkt sitt kapital. Förtroendet på de finansiella marknaderna är dock inte återställt och osäkerheten om utvecklingen framöver kvarstår. En enskild negativ händelse som drabbar en svensk bank riskerar därför att få negativa konsekvenser också för de andra svenska bankerna, även om de faktiska exponeringarna bankerna emellan inte är större än att bankerna skulle klara av att förlora dem. Till exempel skulle en sådan händelse kunna leda till att även de andra svenska bankerna får svårt att finansiera sig på marknaden.

### Stresstest av bankernas motståndskraft

Riksbanken genomför regelbundet stresstester för att bedöma hur mindre sannolika, men möjliga, negativa händelser påverkar bankernas motståndskraft. Inför den här rapporten har Riksbanken, i likhet med stresstestet i den förra stabilitetsrapporten, testat hur de svenska storbankerna påverkas om världsekonomin utvecklas betydligt sämre än vad som sker i huvudscenariot. Även om det i dagsläget finns tecken på att ekonomin långsamt börjar återhämta sig råder det stor osäkerhet om detta är början på en uthållig förbättring. Det finansiella systemet är dessutom fortfarande känsligt för enskilda chocker. En negativ händelse riskerar därför att utlösa nya problem på de finansiella marknaderna, vilket i sin tur kan leda till att den realekonomiska utvecklingen blir sämre och situationen för bankerna värre än i Riksbankens huvudscenario. Kopplingar, i form av både finansiella länkar och handelsförbindelser, gör att problem snabbt kan sprida sig till andra sektorer och länder än de ursprungligen drabbade.

Scenariot för det aktuella stresstestet utspelar sig under drygt två år, från och med fjärde kvartalet 2009 till och med 2011. I scenariot antas uppgången i ekonomin komma av sig. I stället är produktionsutvecklingen noll eller svagt negativ under 2010 och 2011. Scenariot speglar alltså en utdragen lågkonjunktur med två bottnar, en så kallad double-dip recession. Under scenariot väntas även sysselsättningen minska mer än i Riksbankens nuvarande prognoser samtidigt som fastighetspriserna faller betydligt. För bankerna betyder det att kreditkvaliteten i deras låneportföljer försämras såväl i Sverige som utomlands. I testet antas dessutom den makroekonomiska utvecklingen ha större inverkan på kreditförlusterna än i huvudscenariot. Utvecklingen påverkar samtidigt storbankernas intjäning negativt. Med hänsyn till storbankernas geografiska marknader antas följande inträffa:

- I Sverige och övriga Norden sker en kraftig försämring av kreditkvaliteten, vilket leder till att kreditförlusterna i förhållande till utlåningen (kreditförlustnivån) stiger. Framför allt drabbas den kommersiella fastighetssektorn och företagssektorn hårt, med ökade konkurser som följd. Även utlåningen till hushåll bidrar till att kreditförlustnivån stiger, främst på grund av att andelen fallerande konsumentkrediter ökar. Kreditförlusterna från bolån stiger också, men inte i samma utsträckning som för andra delar av bankernas låneportföljer.
- I de baltiska länderna fortsätter kreditkvaliteten att försämrans. Den relativa försämringen i kreditkvaliteten jämfört med huvudscenariot är emellertid mindre i dessa länder än i Sverige och Norden eftersom krisen redan i dag har slagit hårt i dessa länder.
- I Tyskland och Storbritannien, liksom i stora delar av övriga världen, följer utvecklingen samma mönster som i Sverige och övriga Norden, med betydligt högre kreditförluster än i huvudscenariot under hela perioden. Utvecklingen i övriga Östeuropa antas däremot bli mer lik den i de baltiska länderna. Även i denna region antas den relativa försämringen i ekonomin jämfört med huvudscenariot vara mindre än i andra länder eftersom krisen också i många av dessa länder redan är mycket omfattande. Den genomsnittliga kreditförlustnivån per år i bankernas övriga utlåning är 3,2 procent, men den varierar från land till land och från år till år (se tabell 3:6 för en sammställning av kreditförlusterna i stresstestet).

**Tabell 3:6. Kreditförlustnivå per år i stresstestet för storbankerna**  
 Procent av total utlåning till allmänheten och kreditinstitut i respektive bransch eller land

Typ av exponering	2009 kv 4	2010	2011
Sverige	0,9	1,0	0,6
Hushåll	0,4	0,4	0,4
Icke-finansiella företag	1,6	1,8	1,0
Finansiella företag	1,5	1,7	0,9
Fastighetsbolag	1,5	1,7	0,9
Norden exklusive Sverige	1,6	1,8	0,6
Totalt de baltiska länderna	12,2	13,6	9,7
Estland	8,2	9,1	6,4
Lettland	14,6	16,2	12,0
Litauen	14,3	15,9	11,4
Tyskland	1,6	1,8	0,6
Storbritannien	2,3	2,6	0,3
Övriga världen	3,2	3,5	2,7
Totalt	1,9	2,2	1,1

Anm. Kreditförlustnivåerna i tabellen anger kreditförluster i respektive region eller bransch i förhållande till utlåningen i periodens början till denna region eller bransch. För kvartal 4 2009 anges den annualiserade nivån. I stresstestet har samma branschfördelning som för Sverige använts för Norge, Finland och Danmark. För de baltiska länderna har åtskillnad gjorts mellan utlåning till företag och till hushåll. Kategorin fastighetsbolag inkluderar också flerbostadshus och bostadsrättsföreningar.

Källa: Riksbanken

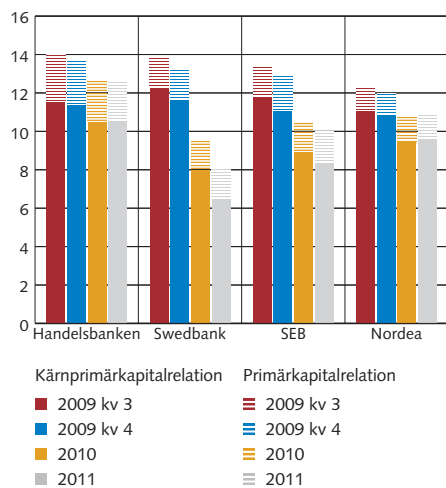
Riksbankens stresstest baseras på offentliga uppgifter om storbankernas utlåning och kapital som gällde vid utgången av det tredje kvartalet 2009. Utifrån dessa uppgifter och antaganden om utvecklingen av kreditkvaliteten i olika branscher och geografiska områden beräknas bankernas kreditförluster. För att beräkna bankernas primärkapitalrelation i slutet av stressscenariot görs följande antaganden:

- Resultat före kreditförluster blir 85 procent av marknadsaktörernas genomsnittsprognos för respektive storbank under 2009, 2010 och 2011.<sup>134</sup>
- Ingen utdelning görs till aktieägarna under 2010. Däremot görs en avsättning för utdelning under 2010 och 2011 motsvarande 40 procent av nettovinsten i de fall en bank gör ett positivt nettoresultat.
- Bankerna är passiva i bemärkelsen att de inte aktivt minskar sina riskvägda tillgångar eller skaffar kapitaltillskott.
- Beräknade kreditförluster dras av från riskvägda tillgångar i slutet av varje år. Resterande riskvägda tillgångar ökar med fem procent per år på grund av försämrade kreditkvalitet.<sup>135</sup>
- Swedbanks nyemission i september 2009 har lagts till den kapitalbas som banken redovisade tredje kvartalet 2009.

<sup>134</sup> Se SME Direkt (2009), oktober.

<sup>135</sup> En viktig fråga är hur storleken på bankernas riskvägda tillgångar påverkas när konjunkturen blir sämre. I stresstestet antar Riksbanken att bankernas riskvägda tillgångar ökar med fem procent per år. Ökningen antas vara lika stor för alla banker. I verkligheten kommer dock effekterna av migrationen i riskvägda tillgångar att skilja sig åt mellan bankerna eftersom de använder sig av olika beräkningsmetoder. För en utförligare diskussion om hur en försämrade konjunkturedgång påverkar bankernas riskvägda tillgångar se rapporten Finansiell stabilitet 2009:1.

Diagram 3:16. Bankernas primär- och kärnprimärkapitalrelation, faktisk och i stresstestet  
Procent



Anm. Kapitalrelationerna har justerats upp med avsättningen för utdelning som gjorts hittills under 2009.

Källa: Riksbanken

Resultatet av Riksbankens stresstest visar att kreditförlusterna för de fyra storbankerna sammantaget uppgår till 256 miljarder svenska kronor under scenariot (se tabell 3:7). Den största andelen av kreditförlusterna, 38 procent, kommer från bankernas verksamhet i de baltiska länderna. Till följd av kreditförlusterna sjunker primärkapitalrelationen i var och en av bankerna, men den överstiger fortfarande det lagstadgade minimikravet på minst fyra procent under hela perioden (se tabell 3:8 och diagram 3:16). Swedbanks och SEB:s primärkapitalrelationer faller mer i jämförelse med Nordeas och Handelsbankens. Detta beror på att de i jämförelse med de andra två bankerna har en större andel av sin utlåning i de baltiska länderna där graden av stress är hög under hela 2011. De fyra storbankernas primärkapital består dock i olika utsträckning av hybridkapital, vilket har en sämre förmåga att absorbera förluster än eget kapital. Bankernas primärkapitalrelationer kan därför inte helt jämföras med varandra. Handelsbanken är den bank som har den högsta andelen hybridkapital i sitt primärkapital och Nordea den som har den lägsta andelen. Som lägst uppgår bankernas primärkapitalrelation till mellan 8,1 och 12,8 procent och kärnprimärkapitalrelationen, det vill säga primärkapital exklusive hybridkapital, till mellan 6,8 och 10,5 procent i stresstestet (se tabell 3:8 och diagram 3:16).

Tabell 3:7. Storbankernas kreditförluster i stresstestet och utlåning, totalt och i de baltiska länderna för storbankerna  
Miljarder kronor

	2009 kv 4	2010	2011	Totalt	Utlåning till allmänheten och kreditinstitut exkl. repor, slutet av kvartal 3 2009
Totala kreditförluster	33	147	76	256	6 870
varav					
<i>Estland</i>	3	13	8	24	142
<i>Lettland</i>	4	19	11	34	122
<i>Litauen</i>	5	21	12	38	136

Källa: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

**Tabell 3:8. Resultat och kapitalrelationer i stresstestet och för de fyra storbankerna**  
Miljarder kronor och procent

	Handelsbanken			Swedbank			SEB			Nordea		
	2009*	2010	2011	2009*	2010	2011	2009*	2010	2011	2009*	2010	2011
Resultat före kreditförluster	4	15	16	4	14	15	4	15	16	8	38	41
Kreditförluster	5	20	9	8	36	22	8	34	18	13	57	27
Resultat efter kreditförluster	-1	-5	7	-4	-22	-27	-3	-18	-2	-5	-19	14
Skatt	0	0	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	-4
Resultat efter skatt och avsättning för utdelning	-1	-5	3	-4	-22	-7	-3	-18	-2	-5	-19	6
Primärkapital i början av året	87	87	82	84	77	61	101	98	78	214	209	290
Primärkapital i slutet av året	87	82	85	79	57	49	98	78	76	209	190	196
Riskvägda tillgångar i slutet av året	628	638	660	607	599	607	749	751	770	1 732	1 759	1 818
Primärkapitalrelation i slutet av året, procent												
enl, Basel II	13,8	12,8	12,8	13,1	9,6	8,1	13,0	10,4	10,0	12,1	10,8	10,8
enl, övergångsregler	9,2	8,5	8,5	10,1	7,3	6,1	12,1	9,6	9,3	10,6	9,4	9,4
Kärnprimärkapitalrelation i slutet av året (Basel II, %)	11,4	10,5	10,6	11,6	8,1	6,8	11,3	8,9	8,5	10,8	9,5	9,6

Anm. \*Siffrorna för 2009 avser enbart det fjärde kvartalet. Således avser resultatet före kreditförluster prognostiserat resultat för det fjärde kvartalet och "primärkapital i början av perioden" är ställningen redovisad vid utgången av kvartal tre 2009. I stresstestet beräknas bankernas kreditförluster utifrån antaganden om utvecklingen av kreditförluster i olika branscher och geografiska områden. Dessa kreditförluster dras i första hand av från bankernas vinst (det vill säga resultat före kreditförluster). Om vinsten inte räcker till för att täcka hela kreditförlusten används primärkapitalet för att täcka den överskjutande delen av kreditförlusten. Ett minskat kapital i förhållande till riskvägda tillgångar betyder försämrad motståndskraft. Enligt lag måste banker ha en kapitalbas motsvarande minst åtta procent av riskvägda tillgångar, vilket givet att bankerna har tillräckligt med supplementärt kapital kan översättas till ett primärkapitalkrav motsvarande minst fyra procent av riskvägda tillgångar.

Källa: Bankernas resultatrapporter, SME Direkt och Riksbanken

### Stresstestet visar att bankernas motståndskraft förbättrats jämfört med i den förra rapporten.

Var och en av de fyra storbankerna klarar sig bättre i det här stresstestet än i det förra, i den bemärkelsen att de har en högre primärkapitalrelation i slutet av stresstestets sista år. Detta beror till stor del på att bankerna sedan våren 2009 har stärkt sitt primärkapital genom att emittera nytt kapital. De har dessutom på andra sätt agerat för att stärka sina balansräkningar och minskat sina riskvägda tillgångar, vilket bidragit till att de i utgångsläget har en högre primärkapitalrelation än vid tidpunkten för det förra stresstestet. Samtidigt förhåller sig det aktuella stresstestet till ett ljusare huvudscenario jämfört med den i den förra rapporten, vilket gör att bankernas kreditförluster under varje enskilt år är lägre.

**Stora kreditförluster riskerar emellertid att påverka bankernas möjligheter att finansiera sig på marknaden.** Även om bankerna har tillräckligt med kapital för att absorbera kreditförlusterna i stresstestet utan att deras kapitaltäckning underskrider kapitaltäckningskraven, innebär det inte nödvändigtvis att bankerna skulle vara opåverkade om stressscenariot skulle bli verklighet. För det första skulle såväl kundernas som investerarnas förtroende för bankerna minska om kreditförlusterna steg till nivåerna i stresstestet. För det andra är det troligt att bankernas kreditbetyg skulle komma under press. Dessa två förhållanden skulle kunna leda till att det blir svårare för de svenska bankerna att finansiera sig på marknaden.

### Sammanfattande riskbild för de svenska storbankerna

**Kreditförlusterna utgör fortfarande en stor risk för de svenska bankerna.** Det beror främst på att de makroekonomiska utsikterna generellt blivit bättre, vilket minskar risken för stora kreditförluster. Men det beror också på att bankerna stärkt sin kapitalposition genom aktivt agerande som till exempel att emittera stamaktier och hybridkapital. I huvudscenariot förväntas storbankerna göra kreditförluster på sammanlagt 155 miljarder kronor åren 2009-2011. Detta påverkar naturligtvis bankernas lönsamhet, men innebär trots allt att de är fortsatt välkapitaliserade. Osäkerheten kring den framtida konjunkturutvecklingen och dess inverkan på bankernas kreditförluster är stor. Därför har Riksbanken testat bankernas motståndskraft mot ett betydligt sämre scenario än huvudscenariot. Trots de betydligt högre kreditförluster ett sådant scenario för med sig klarar bankerna det lagstadgade kapitalkravet med god marginal. Utfallet visar att bankerna klarar detta stresstest bättre än det i föregående rapport. Det beror på att bankerna förbättrat sin kapitalposition. Samtidigt baseras stresstestet på det ljusare ekonomiska läget i huvudscenariot, vilket innebär lägre kreditförluster.

**Bankerna har lättare att finansiera sig, men centralbankens och myndigheters åtgärder är fortfarande avgörande för att de finansiella marknaderna ska fungera.** De finansiella marknaderna vilar på en bräcklig grund och förtroendet kan snabbt försvinna. Skulle till exempel ett scenario liknande det i stresstestet inträffa, skulle det sannolikt innebära att bankerna får problem att finansiera sig via marknaden och att de därmed blir mer beroende av statliga stödåtgärder. I synnerhet gäller det marknadsfinansiering i utländsk valuta.



## ■ ARTIKEL



# ■ Att minska risken för framtida kriser – ett starkare "macroprudential framework"

## Reglering och tillsyn har inte förhindrat krisen

107

Att det skulle utbryta en finansiell kris av den omfattning som faktiskt skedde för två år sedan var det knappast någon som förutsåg. Det saknades visserligen inte indikationer på ökande risker i världsekonomin: under ett antal år före krisens utbrott kunde man se betydande globala obalanser byggas upp, med stora och varaktiga sparandeöverskott på vissa håll i världen och underskott på andra. Överskotten sökte sin placering på de globala finansmarknaderna. Den goda tillgången på investeringsvilligt kapital i kombination med låga räntor på riskfria tillgångar gjorde att efterfrågan på tillgångar med högre avkastning ökade. Priserna ökade snabbt på många tillgångsmarknader runtom i världen och premierna för kreditrisk föll till nivåer som föreföll – och senare visade sig vara – långsiktigt ohållbara.

Det saknades alltså inte tecken på riskuppbbyggnad och många varnade för tendenser till överdrivna prisuppgångar, så kallade bubbler, på vissa tillgångsmarknader. Trots detta var indikationerna inte tillräckligt starka för att övertyga tillräckligt många om behovet av motåtgärder. Framför allt tycks det inte ha funnits någon tydlig helhetsbild av de globala konsekvenserna av att någon av "bubblorna" skulle spricka. Till detta har den finansiella sektorn blivit alltför svår att överblicka, med stora komplexa institut med verksamheter och engagemang över hela världen. Och i den komplicerade väv av finansiella instrument och artificiella mellanhänder som vuxit fram visste till slut ingen var riskerna fanns.

Men även om överblicken hade varit större, är det tveksamt om de motåtgärder som fanns att tillgå hade varit verksamma. En allmän slutsats av krisen är snarare att den reglering och tillsyn som funnits inte har räckt till för att hindra vare sig ett överdrivet risktagande i uppgångsfasen eller ett destruktivt flockbeteende i nedgångsfasen. I den internationella debatten har det därför på senare tid alltmer kommit att talas om att förstärka "the macroprudential framework".

## Vad menas med "macroprudential"?

Adjektivet "macroprudential" har inte någon vedertagen motsvarighet i svenska språket.<sup>136</sup> Ordet anger att något – till exempel reglering, tillsyn eller annan övervakning – syftar till att begränsa risken för allvarliga störningar i det *finansiella systemet som helhet*. I förlängningen är målet att begränsa de samhällsekonomiska kostnader som kan följa av sådana störningar. Att stärka "the macroprudential framework" innebär således att ge tillsyns- och regleringsstrukturen skarpare fokus på systemet som helhet för att minska risken för framtida systemkriser. Om man ska använda ett svenskt ord för "macroprudential" hamnar därför möjligen "systemkrisförebyggande" eller "systemriskminimerande" närmast vad det egentligen handlar om.

<sup>136</sup> Första gången begreppet dyker upp i offentliga dokument är 1986 i en BIS-publication. Borio (2009a) gör en utvinning kring begreppets användning.

"Macroprudential" skiljer sig från "microprudential" (även här saknar vi en motsvarighet till begreppet på svenska).<sup>137</sup> "Microprudential" anger att något syftar till att minska riskerna för fallissemang i *enskilda finansiella institut*, alldeles bortsett från konsekvenserna av ett sådant fallissemang på det finansiella systemet och ekonomin i stort. Ändamålet med detta kan närmast karakteriseras som investerar- eller konsumentskydd, även om olika "microprudential" åtgärder ibland även kan ha systemskyddande effekter.

Man kan skilja mellan två dimensioner hos en "macroprudential" ansats. För det första är man intresserad av hur risken fördelar sig i det finansiella systemet vid en given tidpunkt, *tvärsnittsdimensionen*. För det andra bryr man sig om hur den aggregerade risken utvecklas över tiden, *tidsdimensionen*.

Tvärsnittsdimensionen handlar om hur man kan hantera risken för att problem ska få samtidig spridning över hela det finansiella systemet. Sådana spridningsrisker finns dels på grund av att instituten är sammanlänkade exempelvis genom exponeringar mot varandra, dels för att de är exponerade mot samma slags eller högt korrelerade risker.

Man kan använda en analogi för att illustrera skillnaden i inriktning mellan makro- och mikroansatserna. Borio (2009b) liknar det finansiella systemet vid en portfölj av värdepapper, där varje värdepapper representerar ett finansiellt institut. Med ett "microprudential" perspektiv skulle varje förlust som drabbar ett enskilt värdepapper (finansiellt institut) vara lika betydelsefull oavsett i vilket värdepapper (institut) den uppstår. I motsats till detta innebär ett "macroprudential" perspektiv att man enbart bekymrar sig över förluster i portföljen (det finansiella systemet) som helhet. Med det senare synsättet är det alltså korrelationen mellan instituten och graden av diversifiering i *systemet som helhet* som är det intressanta.

Från ett makroperspektiv är det således möjligt att enskilda institut kan förefalla stabila samtidigt som det finansiella systemet som helhet inte är det. Så kan vara fallet exempelvis om ett enskilt institut har en väldiversifierad tillgångsportfölj samtidigt som koncentrationen i det finansiella systemet som helhet är hög. Även om alla institut sprider sina risker i de egna balansräkningarna, kan det ske till priset av att allt fler exponerar sig mot samma slags risker. På så sätt skulle en negativ chock lättare kunna påverka flera institut samtidigt; den icke-diversifierbara risken i systemet ökar.

En viktig skillnad mellan de båda ansatserna är sättet att se på risk. Med en "macroprudential" ansats beror den aggregerade risken på institutens kollektiva beteende. Kollektivt kan instituten nämligen påverka priser på finansiella tillgångar och hur mycket som handlas med dessa i ekonomin. Detta har betydelse för tillståndet i ekonomin som helhet, vilket i sin tur föder tillbaks in i tillståndet i instituten. En "microprudential" ansats bortser från sådana återkopplingseffekter, det vill säga behandlar risken som utifrån given, "exogen". Utgångs-

137 På svenska skulle vi möjligen kunna säga "institutkrisförebyggande" eller "institutriskminimerande".

punkten är i stället att ett enskilt institut isolerat har mycket liten påverkan på marknaden och ekonomin som helhet.

Tidsdimensionen hos en "macroprudential" ansats handlar om hur riskerna för systemet som helhet kan förstärkas dels genom sät- tet på vilket aktörer i det finansiella systemet interagerar, dels genom återkopplingar mellan det finansiella systemet och den reala eko- nomin. Konjunkturförstärkande, eller "procykliska", tendenser i det finansiella systemet är ett välkänt fenomen. Under perioder med stark tillväxt ökar efterfrågan på lån för företagsinvesteringar och bostads- köp. Normalt under en sådan uppgångsfas brukar upplevelsen av risk minska. Och bland både låntagare och långgivare finns ofta tendenser till överoptimism om uppgångens varaktighet. Det gör att priserna på tillgångar av olika slag, exempelvis fastigheter, stiger och riskpremier- na faller. Konkurrensen om lönsamma affärer ökar. Banker expanderar sina balansräkningar samtidigt som de försöker öka skuldsättnings- graden och finansiera sig på kortare löptider. De banker som inte gör detta blir normalt straffade av aktiemarknaden. Men när konjunkturen vänder vill alla samtidigt dra ner exponeringarna och sälja tillgångar som man uppfattar som särskilt riskfyllda. Detta kan ses som en sund och rationell respons hos individuella institut. Det är också ett bete- ende som normalt uppmuntras utifrån ett "microprudential" perspek- tiv. Men när alla institut samtidigt säljer samma tillgångs- slag kommer priserna på dessa tillgångar att sjunka dramatiskt. Detta kan i sin tur tvinga institut att sälja andra tillgångar, vilket driver ner marknads- priserna generellt. Volatiliteten i priserna och korrelationen mellan olika tillgångs- slag ökar. När förluster drabbar instituten i ökande omfatt- ning, kan likviditeten på viktiga marknader försvinna.

Och när bankerna samtidigt drar ner på sin utlåning och höjer utlåningsräntorna kan många låntagare drabbas av problem. Antalet företagskonkurser ökar, med ökade kreditförluster för bankerna som följd. Det uppstår alltså negativa återkopplingseffekter mellan den finansiella och den reala ekonomin. Till skillnad från en renodlad mik- roansats tar makroansatsen hänsyn till att beteenden som kan verka rimliga från det enskilda institutets perspektiv kan få icke önskvärda effekter för systemet som helhet genom olika återkopplingseffekter.

### Reglering, tillsyn och övervakning – vem gör vad?

Det finns alltså två olika synsätt ifråga om finansiell tillsyn, övervak- ning och reglering – ett systemfokuserat ("macroprudential") och ett institutfokuserat ("microprudential"). Det senare förknippas oftast med de finansiella tillsynsmyndigheternas uppdrag, medan det förra i större utsträckning förknippas med centralbankers roll att främja sta- biliteten i det finansiella systemet. Att centralbanker, vid sidan av sina penningpolitiska uppdrag, ofta har en sådan roll hänger bland annat ihop med deras centrala funktion i de stora betalningssystemen liksom deras unika möjligheter att tillföra likviditet i banksystemet och stärka marknadens funktionsförmåga.

Det ska dock påpekas att det finns tillsynsmyndigheter, exempelvis den svenska Finansinspektionen, som vid sidan om den institutfokuserade tillsynen även har uppgifter kopplade till stabiliteten i det finansiella systemet. Det finns också centralbanker som även har den institutfokuserade tillsynen bland sina uppgifter, även om så inte är fallet i exempelvis Sverige. Trots undantagen är den här arbetsfördelningen mellan tillsynsmyndigheter och centralbanker ganska typisk. Det beror helt enkelt på att de båda uppgifterna kräver lite olika kompetens. Hos myndigheter med uppgiften att utöva tillsyn över enskilda institut har man ofta en stor andel företagsekonomer, revisorer och jurister bland de anställda. Tillsynsmyndigheterna har ofta ett försteg när det gäller att förstå hur riskhanteringen praktiseras i de enskilda instituten. Centralbanker har en större tonvikt på makroekonomer och finansiella ekonomer i staben av medarbetare och de har i regel ett försteg när det gäller att förstå kopplingarna mellan det finansiella systemet och makroekonomin och hur de finansiella marknaderna fungerar.

Även sätten att arbeta skiljer sig mellan centralbanker och tillsynsmyndigheter, inte minst i fråga om befogenheter att ingripa och påverka exempelvis ett oönskat beteende bland finanssektorns aktörer. Tillsynsmyndigheter har som regel betydande möjligheter att gripa in direkt mot enskilda institut, exempelvis genom reglering, förelägganden och sanktioner. Centralbanker har ofta en betydande analyskapacitet, men får i hög grad förlita sig på sin förmåga att övertyga med argument för att få genomslag för sina riskbedömningar i finanssektorns beteende.

Som tidigare antyddes finns dock betydande skillnader mellan olika länder. Även om centralbanker ofta har en roll som anknyter till stabiliteten i det finansiella systemet, kan utformningen av mandaten och de befogenheter som följer av dessa variera. Även hur tillsynen är organiserad och var den är placerad skiljer sig mellan länder. En del länder har all finansiell tillsyn samlad inom en och samma myndighet medan andra länder har valt att låta olika myndigheter ansvara för tillsynen av olika finansiella verksamheter, med separata myndigheter för till exempel bankverksamhet, försäkringsverksamhet och värdepappershandel. I vissa länder är banktillsynen placerad inom centralbanken, medan den i andra länder är helt fristående. I krisens kölvatten har många länder valt att tydligare koppla samman ansvaret för den institutfokuserade och den systemorienterade tillsynen. Bland annat har Tyskland och Belgien nyligen tagit steg mot att ge respektive lands centralbank ett tydligare ansvar för både system- och instituttillsynen.

## Hur ser det ut i Sverige?

I Sverige startade utvecklingen av en "macroprudential" verktygslåda på allvar som ett svar på 1990-talets bankkras. Den krisen blottade flera allvarliga brister såväl hos bankerna som i myndigheternas beredskap. I finanssektorn saknades då i hög grad en utvecklad kultur kring hanteringen av de ökade risker som den snabbt expanderande utlåningen medförde i kölvattnet av 1980-talets lättnader i kreditregleringen. Men även myndigheter som Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksbanken saknade tillräcklig överblick över riskerna i banksystemet för att förutse och motverka den kris som skulle komma. Ingen av dessa myndigheter hade heller fått uppgiften att anlägga ett sådant övergripande perspektiv.

Efter bankkrisen stod det därför klart att beredskapen behövde stärkas. Enligt riksbankslagen ska Riksbanken, vid sidan av att upprätthålla ett fast penningvärde, främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Betalningsväsendet är en viktig del av det finansiella systemet, där affärsbankerna har en central roll. Riksbankslagen ger dock inte Riksbanken några direkta tillsynsbefogenheter gentemot bankerna, utan är till stor del hänvisad till att försöka påverka risktagandet i banksektorn på annat sätt, exempelvis genom att med hjälp av goda analyser peka på risker och sårbarheter i systemet. Efter bankkrisen på 1990-talet var det därför naturligt att Riksbanken tog initiativ till att utveckla analyser och stresstester av "macroprudential" karaktär. Rapporten Finansiell stabilitet har nu sedan 1997 varit en central del av Riksbankens stabilitetsarbete och en viktig utgångspunkt för dialog med bankerna och andra aktörer. Riksbanken blev genom stabilitetsrapporten pionjär ifråga om att publicera en "macroprudential" analys. Sedan dess har centralbankerna i ett sextiototal länder samt Internationella valutafonden och Europeiska centralbanken följt efter.

I Sverige är det Finansinspektionen som har ansvaret för tillsynen över bankerna. Tonvikten i tillsynen ligger på enskilda institut och konsumentskydd. Finansinspektionen har dock i sin instruktion, vid sidan om att verka för ett gott konsumentskydd, även fått uppdraget att arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system. Inom ramen för detta uppdrag utövar Finansinspektionen därför även vad man kallar stabilitetstillsyn, och man publicerar liksom Riksbanken stresstester av enskilda institut. Även om det finns en viss överlappning, skiljer sig Finansinspektionens sätt att arbeta en del från Riksbankens genom att det anlägger ett mer atomistiskt perspektiv på systemriskerna. Kraven på den dagliga, institutfokuserade, tillsynen är också höga och tar mycket resurser från Finansinspektionens stabilitetstillsyn.

Behovet att samordna insatserna för att främja stabiliteten i det finansiella systemet har därför blivit allt tydligare, och sedan 1990-talets svenska bankkras har samarbetet mellan myndigheterna utvecklats. Det finns sedan ett antal år tillbaka en överenskommelse mellan Riksbanken, Finansinspektionen och Finansdepartementet om att

samarbeta och utväxla information i frågor som rör finansiell stabilitet och krishantering. Sedan Riksgäldskontoret utsågs till stödmyndighet 2008 omfattas även denna myndighet av samarbetsöverenskommelsen. Uppdraget som stödmyndighet innebär bland annat att besluta om stödåtgärder till banker i kris.

Riksbanken har också ingått överenskommelser om finansiell stabilitet och krishantering, så kallade Memoranda of Understanding (MoU), med andra centralbanker och utländska myndigheter med en roll knuten till stabiliteten i det finansiella systemet.

### För mycket "microprudential" och för lite "macroprudential"

Att man i den internationella debatten nu efterlyser ett starkare "macroprudential" ramverk är till stor del en följd av att reglerna och tillsynen på många håll varit alltför inriktade på hälsotillståndet i enskilda institut och haft för lite fokus på bredare utvecklingstendenser, som exempelvis kreditexpansionen i ekonomin, och på länkarna mellan olika institut i det finansiella systemet. Framför allt har den finansiella tillsynen inte i tillräckligt hög grad tagit hänsyn till riskerna för omfattande spridning av finansiella problem till följd av de finansiella institutens betydande exponeringar mot varandra och deras ofta likartade exponeringar. Det är just sådana spridningseffekter som kan få de allvarligaste återverkningarna på det finansiella systemet och i förlängningen den reala ekonomin.

En del faktorer har också verkat procykliskt så att problem i den finansiella sektorn har återverkat negativt på den reala ekonomin och vice versa. I goda tider finns, som nämnts, nästan alltid en tendens att expandera kreditgivningen och att förringa riskerna med detta. Men när konjunkturen slutligen vänder tenderar samma aktörer att springa mot utgångarna samtidigt, vilket totalt sett bara förvärrar situationen. När förhållandena på de globala finansmarknaderna försämrades hösten 2008, ökade kreditriskpremierna mycket hastigt, särskilt för de låntagare som bedömdes vara mest riskfyllda. Banker och andra finansiella institut världen över började dra ner sina exponeringar och minska skuldsättningen. Den snabbt minskande utlåningen förstärkte tillbakagången i den globala konjunkturen. Det spädde i sin tur på utvecklingen med kraftiga fall i tillgångsvärden och ökade kreditförluster för bankerna. Det uppstod en ond spiral i världsekonomin, där den finansiella oron förstärkte den realekonomiska försvagningen och vice versa.

Vissa egenskaper hos det finansiella regelverket, exempelvis kapitaltäckningskraven under Basel II och vissa regler för hur kreditförluster redovisas, har förstärkt de cykliska tendenserna i det finansiella systemet. De här egenskaperna hos regelverket har – åtminstone på ett teoretiskt plan – länge varit kända, men några effektiva mekanismer för att motverka dem har inte funnits på plats.

Tillsynsarrangemangen avspeglade inte heller i tillräckligt hög grad finanssektorns ökade internationalisering. De senaste decennierna



na har de finansiella marknaderna blivit alltmer sammanlänkade. Och stora komplexa finansiella institut har kommit att bedriva omfattande verksamhet i flera länder. Exempelvis härstammar omkring hälften av de svenska bankernas tillgångar och intjäning från utlandet, främst de övriga nordiska länderna. Samtidigt bedrevs tillsynen huvudsakligen utifrån nationella mandat och fokuserade på företagen inom den egna jurisdiktionen. Tillsynen saknade därför den överblick som behövdes. I krisens kölvatten har det följaktligen uppstått en rad initiativ i många internationella forum för att skärpa stabilitetstillsynen. Det handlar både om att skapa en tydligare koppling mellan den institutsfokuserade tillsynen och den mer systemorienterade stabilitetstillsynen samt att skärpa de stabilitetsfrämjande verktygen i största allmänhet.

### Många internationella initiativ

Internationellt har initiativen kring förstärkningen av "the macroprudential framework" på senare tid varit många och berör många och skiftande delar av ramverket.

#### *"Diskretionära" korrigeringsverktyg*

En stor del av diskussionen handlar just nu om behovet av effektiva "korrigeringsverktyg". Med detta menas verktyg som gör att myndigheterna bättre ska kunna påverka riskbeteendet i finanssektorn och öka motståndskraften i det finansiella systemet generellt. Det handlar bland annat om hur man får myndigheternas bedömningar att få tillräckligt genomslag i de finansiella aktörernas riskbeteende. Förutom att åstadkomma en effektiv kommunikation behöver man fundera över om man har de verktyg som behövs för att utöva tillräckligt tryck på aktörerna för att de ska ändra sitt beteende.

En fråga som diskuterats livligt är om räntepolitiken i större utsträckning kan användas för att minska tendenserna till riskupbyggnad i ekonomin. Till detta kommer olika förslag som syftar till att minska de likviditetsrisker som följer av bankernas allt större beroende av kortfristig finansiering på värdepappersmarknaderna. Även möjligheten att lägga ett extra kapitalkrav på särskilt stora och komplexa (och därmed systemviktiga) banker har diskuterats. Ökade möjligheter att frånga principen om att tillgångar ska redovisas till "verkligt värde" ("fair value") har också diskuterats. Ett annat förslag går ut på att sätta tak på belåningsgraden, det vill säga hur stora lån bankerna får ge i förhållande till säkerheternas värde (loan-to-value). Exempelvis har myndigheterna i Hongkong nyligen infört en sådan möjlighet för att stävja en alltför kraftig kreditexpansion.

#### *Automatiska korrigeringsverktyg*

En fråga som debatterats mycket är i vilken grad "korrigerande ingrepp" mot finansiella institut ska baseras på bedömningar i det enskilda fallet eller om de ska grunda sig på fastare och mer förutsägbara regler i form av mer eller mindre automatiska mekanismer. I debatten har det framförts förslag på olika typer av automatiska

stabilisatorer som man skulle kunna använda sig av för att motverka de konjunkturförstärkande – procykliska – effekterna vid problem i finanssektorn. Det handlar om verktyg för att dämpa tendenserna till riskupbyggnad och öka bankernas motståndskraft mot störningar. Ett sådant förslag rör möjligheterna att låta bankernas reserveringar för kreditförluster variera på ett sätt som snarare dämpar än förstärker konjunktursvängningar. Tanken är att bankerna ska kunna göra större reserveringar i "goda" tider och därmed kunna redovisa en jämnare utveckling av kreditförlusterna över cykeln, så kallad *dynamic provisioning*. Ett annat förslag är att införa kontracykliska kapitalbuffertar, det vill säga kräva att bankerna håller större kapitalbuffertar i tider av högkonjunktur och tendenser till snabb kreditexpansion och mindre i perioder med mer dämpad tillväxt. Att låta likviditetsbuffertar och tak på belåningsgraden variera med konjunkturen enligt någon fast regel är också exempel på de automatiska stabilisatorer som diskuterats.

#### *Samordning av information och bedömningar*

En fråga som diskuterats är hur myndigheter ska kunna bli bättre på att inhämta information om förhållanden i finanssektorn och omvärlden i övrigt för att bättre kunna bedöma riskerna för framtida kriser i det finansiella systemet. Den svår genomträngliga strukturen i det finansiella systemet har pekat på vikten av bättre genomlysning av finanssektorn. Ett annat problem har varit att se de risker som byggs upp bortom den egna jurisdiktionen. Tidigare kriser har i huvudsak varit inhemskt genererade. I Sverige och i många andra länder har krisen den här gången till stor del importerats utifrån. Det finns därför behov av att på ett betydligt bredare sätt än tidigare samordna information och bedömningar över gränserna.

En stor del av diskussionen upptas därför av hur man kan skapa mer ändamålsenliga institutioner för detta. För närvarande håller man i Europa på att fastställa formerna för ett nytt råd, *European Systemic Risk Board* (ESRB). Rådet, som kommer att placeras vid ECB, kommer att få i uppgift bland annat att samla in och analysera information som kan ha betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet i EU.

För att stärka samordningen av den finansiella tillsynen inom EU ombildas nu också de existerande samarbetskommittéerna för tillsyn på bank-, värdepappers- och försäkringsområdena till myndigheter. Därigenom får de här organen större befogenheter att ingripa.

En stor utmaning blir givetvis att utveckla verktygen för den analys som ligger till grund för bedömningar av systemhot och eventuell behov av motåtgärder. Ett problem har ju varit att riskupbyggnaden skett under perioder när hälsotillståndet i finanssektorn åtminstone på ytan förefallit vara på topp. Och svårigheterna med att avgöra om exempelvis en kreditexpansion är resultatet av överoptimism eller är fundamentalt motiverad ska inte underskattas. Detta pekar på vikten av att det sker ett löpande forsknings- och utvecklingsarbete för att få fram bättre indikatorer på uppbyggnaden av systemriskerna.

## Slutord

Det målmedvetna arbete som Riksbanken bedrivit sedan 1990-talet för att utveckla sin stabilitetsanalys och andra stabilitetsfrämjande verktyg har sannolikt bidragit till att utgångsläget i den svenska finanssektorn i den nu rådande krisen varit gynnsammare än på många andra håll i världen. Samtidigt vet vi att det i goda tider kan vara frestande att ignorera myndigheternas varningar, och det kan vara svårt att avstå från möjligheter att expandera när alla kurvor pekar uppåt. Den kraftiga kreditexpansion i euro som några av de svenska bankerna genomfört i de baltiska länderna är exempel på ett agerande som inneburit betydande risker, vilket Riksbanken påpekat i flera stabilitetsrapporter. När konjunkturen vände nedåt i dessa länder gav detta agerande upphov till bekymmer som inte kan negligeras.

För att *hantera* en kris har Riksbanken handfasta verktyg, främst i form av olika sätt att tillföra likviditet till banksystemet. Men för att *förebygga* uppkomsten av en kris är Riksbankens instrument till stor del "mjuka". Det handlar om att övertala och övertyga med argument, något som ibland brukar gå under benämningen "moral suasion". Detta skiljer Riksbanken från exempelvis Finansinspektionen, som har större möjligheter att gripa in direkt mot enskilda institut.

För Riksbankens del innebär krisen ett tillfälle till självrannsakan som inte bör försittas. Inte minst kan det finnas anledning att fundera över olika sätt att få bättre genomslag för analyser och bedömningar i de finansiella aktörernas beteende. Kan vi bli tydligare och mer direkta när det gäller att formulera varningar och riskscenarier? Kan vi exempelvis använda oss av större offentlighet, öppna brev och liknande, för att öka pressen på banker att förändra sitt riskbeteende? Och hur ska vi hantera bankernas allt större utlåning i utländsk valuta? Detta är exempel på frågor som Riksbanken nu måste ställa sig.

Tidigare finanskriser har i huvudsak uppstått i enskilda länder eller regioner och därigenom främst varit nationella angelägenheter. Den globala vidden av dagens kris pekar på behovet av att ytterligare utveckla det internationella samarbetet kring finansiell reglering, tillsyn och krishantering. På ett brett internationellt plan pågår nu ett omfattande arbete för att konstruera ett reglerings- och tillsynssystem som minskar riskerna för en ny stor finanskris.

Det internationella arbetet med att utveckla en "macroprudential" verktygslåda är ännu i sin linda, och vi vet ännu inte vilken väg den framtida regleringen kommer att följa.

Det finns en risk att vissa åtgärder kan minska möjligheten att genomlysna riskerna i banksektorn. Exempelvis skulle en alltför stor flexibilitet i redovisningsreglerna till följd av ökade möjligheter att frångå "verkligt värde-principen" kunna öka risken att banker – eller myndigheter – frestas att manipulera värderingen så att en bank ser friskare ut än vad den verkligen är.

När det gäller de olika korrigeringsverktyg som diskuteras har automatiska mekanismer för att dämpa cyklerna fördelen av att vara transparenta och förutsägbara. På så sätt medför de inte minst

större rättssäkerhet för berörda institut. I det perspektivet framstår kontracykliska kapitalbuffertar som en något mer transparent form av automatisk stabilisator än exempelvis dynamiska reserveringar, som ju i högre grad är beroende av bankernas redovisning, som i sin tur är lättare att manipulera. Automatiska stabilisatorer minskar dock precisionen och slår mer urskillningslöst än "diskretionära" ingrepp som bygger på bedömningar i varje enskilt fall. Att helt förlita sig på diskretionära ingrepp ökar dock risken att en farlig utveckling inte ska korrigeras i tid. Det troliga är att myndigheterna kan behöva en kombination av automatiska stabilisatorer och diskretionära verktyg i verktygslådan.

Det återstår dock ännu många och svåra frågor att besvara, bland annat om hur olika korrigeringsverktyg påverkar realekonomin. Exempelvis kan mekanismer som påverkar kreditexpansionen givetvis inverka på tillväxttakten och andra realekonomiska faktorer, som i sin tur är ingångsvariabler i den penningpolitiska analysen. Det kan inte uteslutas att stabilitetsmålen i vissa fall kan komma i konflikt med de penningpolitiska målen.<sup>138</sup> Hur man ska minska riskerna för en sådan konflikt blir en viktig utmaning framöver.

Givet betydelsen av stabilitet i det finansiella systemet är det också viktigt att samarbetet mellan myndigheter fördjupas och att det institutionella ramverket, på både det nationella och det internationella planet, blir så ändamålsenligt som möjligt. För detta krävs inte minst att mandat, befogenheter och kompetens följs åt. En viktig fråga blir hur arbetsfördelningen mellan centralbanker och tillsynsmyndigheter kommer att se ut och vems bedömningar som ska ligga till grund för eventuella korrigerande ingrepp. Och för att det nybildade rådet ESRB ska bli effektivt i sitt arbete är det viktigt att dess analyser och slutsatser får genomslag.

---

138 Se t.ex. Svensson (2009).

## Referenser

- Bank for International Settlements (BIS), 1986. "Recent innovations in international banking", Report prepared by a Study Group established by the central banks of the Group of Ten countries, Basel, April 1986.
- Borio C., 2003. "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *BIS Working Papers*, no 128, February 2003.
- Borio C., 2009a. "The macroprudential approach to regulation and supervision", *VoxEU.org*, 14 April 2009.
- Borio C., 2009b. "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", *Financial Stability Review*, Banque de France, September 2009.
- Borio, C. & M. Drehmann, 2008. "Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences", 12th Annual Conference of the Banco Central de Chile, Financial stability, monetary policy and central banking, Santiago, 6–7 November.
- Borio, C. & M. Drehmann, 2009. "Assessing the risk of banking crises – revisited", *BIS Quarterly Review*, March, s. 29-46.
- Borio, C., C. Furfine & P. Lowe, 2001. "Procyclicality of the financial system and financial stability issues and policy options" in "Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability", *BIS Papers*, no 1, March, s. 1–57.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, M. Hellwig, A. Persaud & H. Shin, 2009. "The fundamental principles of financial regulation," *Geneva Reports on the World Economy* 11 (9).
- Crockett, A., 2000, "Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability", *BIS Speeches*, 21 September.
- De Larosière et al., 2009. De Larosière Report, various authors.
- Financial Stability Forum, 2009. Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system, Basel, April.
- Group of Twenty, 2009. G20 Working Group 1: Enhancing sound regulation and strengthening transparency, 25 March.
- International Monetary Fund, 2000. "Macroprudential indicators of financial system soundness", various authors, *Occasional Paper* No 192, April.
- Knight, M., 2006. "Marrying the micro and macroprudential dimensions of financial stability: six years on", speech delivered at the 14th International Conference of Banking Supervisors, *BIS Speeches*, October.

Persaud, A., 2009. "Macro-Prudential Regulation", The World Bank, Crisis Response Note No. 6, July 2009.

Svensson, L.E.O., 2009. "Flexibel inflationsmålsolitik: vilka lärdomar kan dras av finanskrisen?", Anförande vid De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 21 September 2009.

Tucker, P., 2009. "The debate on financial system resilience: Macrop-  
prudential instruments", Barclays Annual Lecture, London, 22 October  
2009.

White, W., 2006. "Procyclicality in the financial system: do we need  
a new macrofinancial stabilisation framework?", *BIS Working Papers*,  
no 193, January.

## ■ Artiklar i tidigare stabilitetsrapporter

■ 2009:1

### **Global recession och finansiell stabilitet**

*Allt eftersom den finansiella krisen har fått fäste på de globala finansmarknaderna har det ekonomiska läget försämrats mycket snabbt och världsekonomin befinner sig nu i recession. Det innebär att det som började som en likviditetskris i allt större utsträckning har övergått till en solvenskris som alltså handlar om bankers överlevnad. Syftet med denna artikel är att, med utgångspunkt i ett antal tidigare kriser, diskutera hur den finansiella och ekonomiska kris som världsekonomin nu befinner sig i kan fortsätta att utvecklas framöver, och vilka effekterna kan bli på bankernas problemkrediter och det finansiella systemet överlag. Artikeln inleds med en överblick av det rådande makroekonomiska läget. Därefter följer en genomgång av ett antal kriser som har inträffat sedan början av 1990-talet och vilka lärdomar vi kan dra från dessa vad gäller den nuvarande krisen. Avslutningsvis följer ett avsnitt om vad myndigheter världen över gör för att värna den finansiella stabiliteten och motverka att den ekonomiska krisen fördjupas.*

■ 2008:2

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

*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. 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.*

■ 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.*

Läs mer om ovanstående artiklar på Riksbankens webbplats: [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). Där finns också äldre artiklar som är publicerade i tidigare utgåvor av Finansiell stabilitet.



## Ordlista

**ABCP (Asset-backed commercial papers):** Ett kortfristigt värdepapper som är säkerställt av andra finansiella tillgångar.

**ABS (Asset-backed securities):** Ett värdepapper vars värde och avkastning härrör från och säkerställs av underliggande säkerheter. Säkerheterna är ofta någon form av lån.

**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 investerat 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.

**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.

**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.

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

**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.

**Driftsöverskott:** Anger skillnaden mellan hyresintäkter och drift- och underhållskostnader för en fastighet eller fastighetsbolag.

**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.

**Euro commercial paper (ECP):** Kortfristiga lån utan säkerhet som har getts ut av en bank eller ett företag på den internationella penningmarknaden i en annan valuta än företagets inhemska valuta. Till exempel om ett amerikanskt företag ger ut ett certifikat i kanadensiska dollar så har företaget emitterat ett euro commercial paper.

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

**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.

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

**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.

**ISDA (International Swaps and Derivatives Association):** Global organisation för marknadsaktörer som handlar derivat på OTC-marknaden.

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

**Kassalikviditet:** Kassalikviditet är ett mått på företagets likviditet och anger företagets förmåga att betala av de kortsiktiga skulderna.

**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.

**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.

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

**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 företaget och indirekt på företagens 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.

**Kärnprimärkapital:** Primärkapital reducerat för primärkapitaltillskott.

**Kärnprimärkapitalrelation:** Kärnprimärkapital i relation till riskvägda tillgångar.

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

**Lönsamhet:** Ett företags rörelseöverskott i förhållande till totala tillgångar.

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

**MBS (Mortgage-backed securities):** Ett värdepapper vars värde och avkastning härrör från och säkerställs av underliggande säkerheter i form av bolån.

**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.

**Nödkredit:** När centralbanken 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.

**Operativ risk:** 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 konjunkturreffekterna genom att ändra mängden pengar i cirkulation och förändra styrräntor.

**Primärkapital:** Eget kapital reducerat för föreslagen utdelning, uppskjutna skattefordringar och immateriella tillgångar som till exempel goodwill. I primärkapitalet får också vissa typer av förlagslån ingå, så kallat primärkapitaltillskott eller hybridkapital.

**Primärkapitalrelation:** Primärkapital i relation till riskvägda tillgångar.

**Primärkapitaltillskott:** Vissa typer av eviga förlagslån får efter tillstånd av tillsynsmyndigheter räknas med i primärkapitalet. För svenska banker får primärkapitaltillskottet som högst uppgå till 30 procent av primärkapitalet. Förlagslån med så kallad step-up, det vill säga att räntepåslaget på förlagslånet ökar efter en given tidpunkt, får som högst uppgå till 15 procent av primärkapitalet.

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

**Repa:** Ett finansiellt instrument som liknar ett lån. Den aktör som får pengar (säljaren), överlåter värdepapper till köparen. Samtidigt åtar sig säljaren att köpa tillbaka dessa värdepapper från köparen vid ett bestämt datum för en något större summa pengar. Skillnaden mellan försäljningen och återköpet motsvarar en låneränta.

**Reporänta:** Riksbankens viktigaste styrränta. Den ränta som bankerna kan låna eller placera till hos Riksbanken på sju dagar.

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

**Risikkapital:** Avser eget kapital eller ägarkapital. Kallas även venture capital. Att det heter riskkapital 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 riskkapital.

**Risikpremie:** Den extra avkastning investerare kräver i kompensation för att de tar en högre risk.

**Risikvägda tillgångar:** Tillgångar på balansräkningen och åtaganden utanför balansräkningen summerade, värderade och riskvägda enligt gällande kapitaltäckningsregler.

**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 hundra del 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.

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

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

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

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

**Stresstest:** Analys av olika scenarier för att testa vilken motståndskraft bankerna 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.

**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.

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

**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.

**Övergångsregler:** Svenska banker rapporterar sedan första kvartalet 2007 riskvägda tillgångar 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. Övergångsreglerna fortsätter troligen gälla under 2011.