

# Anförande

Vice riksbankschef Lars Nyberg

---

TORSDAG DEN 14 OKTOBER 1999

## Euron och svensk bostadsfinansiering

Föreningsparbanken Warszawa

Tack för att jag fått komma hit och ge några synpunkter på hur EMU kan komma att påverka den svenska bolånemarknaden och dess finansiering. Det är onekligen en fråga som vi har all anledning att intressera oss för, vare sig vi deltar i valutaunionen eller inte.

En av tankarna med EMU är ju att skapa en mer effektiv marknad för varor och tjänster, där konkurrensen ökar och konsumenterna får bättre produkter till lägre priser. På bolånemarknaden borde detta betyda att låntagarna förväntar sig ett större produktutbud, fler leverantörer och lägre räntor. Hur skall de svenska bolåneinstituten hantera denna utmaning?

### **Konkurrens om kunderna**

De nationella bolånemarknaderna i Europa ser som bekant ganska olika ut, vilket kan illustreras av följande diagram (figur 1). I länder som Tyskland, Danmark, Sverige, Nederländerna och Storbritannien uppgår den totala utestående stocken av lån med pant i fastighet till över 50 procent av BNP. I andra länder, däribland Grekland och Italien, ligger motsvarande siffra under 10 procent. Skillnaderna beror på att faktorer som regelsystem, skattelagstiftning och marknadsstruktur ser olika ut länderna emellan. Bostadsfinansieringen har, liksom i Sverige, ofta varit en fråga av stort politiskt intresse, vilket avspeglar sig i samtliga ovanstående faktorer.

Man kan tycka att standardiserade finansiella produkter som bolån borde lämpa sig väl att sälja över gränserna, men den gränsöverskridande verksamheten har hittills varit liten. Detta sammanhänger sannolikt med att bolånemarknaden främst är

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

inriktad på privatkunder, som är svåra att nå utan ett lokalt distributionsnät. Vad internet kan ändra på i detta avseende återstår att se. Men varför skulle man inte köpa ett bolån över nätet, om man nu betalar sina räkningar och gör andra affärer den vägen. Det finns ju redan idag möjligheter att via internet plocka fram de billigaste bolånen som erbjuds på marknaden, så visst kommer tekniken att öka genomlysning och konkurrens även inom den traditionellt trögrörliga privatsektorn. Vi är långt från den tid då svenska villaägare väntade underdånigt i flera år på att få flytta sin byggnadskredit i banken till ett riktigt femårigt lån i ett bolåneinstitut.

Den som vill sälja bolån på den svenska marknaden måste dock tills vidare finna sig i att erbjuda lån i kronor om han skall möta annat än sporadiskt intresse. Det begränsar konkurrensen till dem som verkligen aktivt vill sälja sina produkter i Sverige. Om vi går med i EMU blir saken en annan. Då kan vi låna i euro utan att utsätta oss för valutarisk och tillgången till potentiella långivare ökar drastiskt.

Den svenska bolånesektorn har, huvudsakligen som en följd av avregleringarna på 1980- och 1990-talet och den därav ökande konkurrensen, kondenserats till fem företag varav fyra är dotterbolag till banker och den femte ägs av staten. Dessa fem företag täcker cirka 95 procent av marknaden (figur 2). Eftersom bolån är starkt standardiserade produkter är det naturligt att priset, dvs räntan, kommer att vara en avgörande faktor i konkurrensen om kunderna. Det betyder i sin tur att refinansieringskostnaderna blir helt avgörande för bolåneinstitutens möjligheter att driva en lönsam rörelse.

Mot denna bakgrund finns det all anledning att diskutera vad EMU och euron kan betyda för de framtida finansieringsmöjligheterna och hur de svenska företagen står sig i en europeisk konkurrens?

### **Traditionell bolånefinansiering – ett bra alternativ**

De svenska hypoteksinstituten har traditionellt finansierat sig med säkerhet i hela sin balansräkning. Det finns alltså inte någon direkt koppling mellan viss utlåning och därtill hörande säkerheter å ena sidan och vissa emitterade obligationslån å den andra. I många länder tvingas hypoteksbolagen samla upp ett antal bolån för att sedan med dessa som säkerhet ge ut obligationslån på marknaden. För detta finns olika tekniker, som jag får anledning att återkomma till senare.

Den svenska modellen har sålunda fördelar så till vida att upplåning kan ske utan fast knytning till utlåningen. På det sättet kan stora lån läggas ut i marknaden, vilket gör det lättare att upprätthålla en regelbunden handel och en god likviditet i lånen. Så har skett i de svenska s.k. bench-mark obligationerna. Men bolåneinstitutet har också, bl a till följd av betydande lånevolym och en god prisbildning på de inhemska lånen, framgångsrikt kunnat konkurrera på den internationella obligationsmarknaden.

Skall man låna på balansräkningen måste denna naturligtvis vara i sådant skick att den accepteras av långivarna. Det har de svenska instituten klarat dels genom strikta rörelseregler, som begränsar vad instituten kan syssla med och dels genom en god genomlysning, som låter långivarna övertyga sig om att instituten ägnar sig åt vad de sagt de skall göra och ingenting annat. Men det har också fordrats ett icke obetydligt riskkapital eller garantier från ägarna. Kapitaltäckningen i de svenska bolagen framgår av figur 3. Om - eller snarare när - ägarnas krav på avkastning på det insatta kapitalet ökar kan detta bli ett problem.

Under den finansiella krisen i Sverige räckte av uppenbara skäl inte balansräkningarna för att instituten skulle kunna låna till konkurrenskraftiga priser på den internationella marknaden. Osäkerheten om tillgångsvärdena var under en period alltför stor. Sedan dess har emellertid kreditvärdigheten stadigt förstärkts, vilket återspeglats i en gradvis förbättrad internationell rating.

De svenska bolåneinstituterna har idag cirka 13 procent av sin upplåning utomlands. Traditionellt har de svenska försäkringsbolagen och pensionsstiftelserna varit de stora köparna av bostadsinstitutens obligationer.

En del av den internationella upplåningen har skett i Europa och då framför allt i London, men huvuddelen har kommit från placerare i USA och Japan. En intressant fråga är om möjligheten att låna i euro kommer att göra de centraleuropeiska placerarna mer intresserade av de svenska riskerna än tidigare? Det återstår att se. Men att skaffa kapital på den internationella marknaden är ett mödosamt och långsiktigt arbete som kräver en systematisk uppbyggnad av förtroende. Varje ny långgivare måste bekanta sig med låntagarens namn och historia och så småningom begära en limit i sin styrelse. Sådant tar tid och den processen blir inte enklare av en gemensam valuta. Just när det gäller att bygga upp den internationella investerarbasen har kanske de svenska bostadsinstituterna haft lite olika synsätt och prioriteringar. Att ha ett väl etablerat kontaktnät bland de europeiska investerarna är säkert ingen dum idé den dag euron blir vår egen valuta.

Intressant att notera är den snabba ökningen av svenska företagsobligationer som emitterats i euro under hösten. Tillgången på statsobligationer har minskat och fått investerarna att se sig om efter andra alternativ, men uppenbarligen har de också i ökat utsträckning blivit intresserade av att ta ytterligare risk i utbyte mot några räntepunkter extra i avkastning. Eriksson, Volvo och nu senast Birka Energi gör företagspresentationer på platser i Europa där få investerare tidigare visat sitt intresse. Och Birka kan knappast sägas vara något känt namn på marknaden utanför Sverige. I denna utveckling borde det finnas möjligheter också för bolåneinstituterna.

### **Guldkantade obligationer**

När man vill se på hur EMU kan komma att påverka bostadsfinansieringen ligger det nära till hands att studera förhållandena i Tyskland eftersom dessa, tillsammans

med den danska modellen för bostadsfinansiering, kommit att särbehandlas i EG:s direktiv på området. I Tyskland finansieras bolån traditionellt via s.k. Pfandbriefen, som väsentligen är bostadsobligationer med en tydligt specificerad säkerhetsmassa. De svenska bostadsföretagen finansierar som påpekats hela sina balansräkningar utan att knyta vissa säkerheter till varje emitterat lån. När det gäller pfandbriefen spelar dessutom lagreglering över hur säkerheterna får se ut och kontroll från myndigheternas sida en betydande roll.

Regeringen har låtit utreda hur motsvarande s.k. "guldkantade obligationer" skulle kunna se ut hos oss och vilken lagstiftning och tillsyn som bör finnas. I korthet innebär förslaget att förmånsrätt skulle gälla för denna typ av obligationer, att tydliga begränsningar skulle införas för belåningsgraden (max 75 procent för bostadsfastigheter) och att säkerheterna skulle identifieras i ett särskilt register som kontrollerades av finansinspektionen. På finansdepartementet funderar man för närvarande över hur man skall ställa sig till förslagen.

När diskussionen om de guldkantade obligationerna inleddes i Sverige i början av 90-talet var bakgrunden en oro för att de nya placeringsregler som planerades för försäkringsbolagen skulle göra det svårare för bostadsinstituten att finansiera sig. Kraven på diversifiering av tillgångarna skulle alltför hårt begränsa försäkringsbolagens möjlighet att inneha bostadsobligationer. Företrädare för branschen hävdade att betydande volymer bostadsobligationer av denna anledning skulle säljas ut av försäkringsbolagen och att detta skulle påverka marknaden och ge kraftigt höjda kostnader för låntagarna. De guldkantade obligationerna skulle åtminstone delvis kunna lösa problemet eftersom de enligt EG direktiven inte träffas så hårt av reglerna för enhandsengagemang.

Andra ställde sig tveksamma till att införa speciella regler för försäkringsbolagen för att ge dem incitament till att ha en större andel bostadsobligationer i portföljerna än de normalt skulle välja. Det finns inga goda argument för att låta försäkringstagarna subventionera vare sig bolåneinstituten eller deras kunder.

Nu infördes de nya placeringsreglerna för försäkringsbolagen utan att det ledde till några av de förfärande konsekvenser som förespeglats. Bolåneinstituten började i ökad utsträckning låna utomlands, vilket säkert ur många aspekter var en god idé. Förhoppningsvis kan därmed viljan att skapa utrymme för en större andel bostadsobligationer i de svenska försäkringsbolagens portföljer utgå som motiv för de guldkantade obligationerna.

Så länge försäkringsbolagen har sina åtaganden i kronor kan kanske en viss koncentration av placeringarna var förklarlig. Men den dag Sverige blir medlem av EMU och vi får euron som valuta kommer försäkringsbolagens portföljer att se ganska märkliga ut om en dominerande del av riskerna i räntebärande papper ligger i fem bolåneinstitut. Även om bostadsobligationerna är aldrig så guldkantade kommer försäkringsbolagen i denna situation att känna behov av en ökad diversifiering.

Huvudargumentet för att ge de svenska bostadsföretagen möjlighet att utge guldkantade obligationer är naturligtvis att konkurrenterna i Europa emitterar dem och att de är etablerade på marknaden. De skulle sålunda vara lättare att sälja till investerarna, betinga en högre likviditet och ge lägre räntor än traditionella svenska bostadsobligationer. Detta skulle underlätta finansieringen för bostadsinstitutet och förhoppningsvis ge lägre räntor till konsumenterna.

Något ligger det utan tvekan i denna argumentation.

Riksbanken har emellertid av mer principiella skäl ställt sig kritisk till förslaget. Bostadsinstitutet har ju alla möjligheter att själva - via klausuler i obligationskontrakten eller rentav i bolagsordningarna - skapa de säkerhetsarrangemang som de finner lämpliga och därmed att ge sina obligationer den guldkant de anser sig behöva för att underlätta finansieringen. Om staten tar på sig att lagstifta om hur obligationerna skall se ut och att dessutom kontrollera institutets efterlevnad är detta en reglering som inte kan motiveras av omsorg om det finansiella systemets stabilitet utan snarare syftar till att förbättra institutets lönsamhet genom att sänka finansieringskostnaderna. Sådana regleringar brukar ifrågasättas av både branschen och de lagstiftande myndigheterna.

En hel del ligger det onekligen också i detta sätt att se på saken. Det är dessutom lätt att skapa intrycket av att staten genom sin kontroll tar ett särskilt ansvar för säkerheten i obligationerna, vilket ju inte är avsikten.

Kanske bör man också fråga sig om en guldkant på obligationerna verkligen skulle ge de effekter som man hoppas på. De stora likvida papperen med bästa kreditvärdighet (AAA-ratade) på den europeiska pantbrevsmarknaden (Öffentliche Pfandbriefen) har ju i första hand säkerheter i lån till kommuner eller delstater och det är inte den marknaden de svenska bostadsföretagen kan utnyttja. De skulle snarare emittera "Hypotheken Pfandbriefe" med säkerheter i kontorslokaler och bostäder och på den marknaden är både räntor och likviditet mindre fördelaktiga. Det förefaller heller inte som någon enhetlig marknad för pantbrev håller på att etableras, utan regelverken skiljer sig betydligt mellan olika länder. Investerarna kommer knappast att slippa undan att göra separata bedömningar för var och en av dessa marknader.

Dessutom förefaller det, inte helt oväntat, som om EMU skulle påverka utvecklingen i riktning från relativt regelstyrda nationella marknader som den danska och tyska mot internationellt öppna marknader, där nya instrument på ett flexibelt sätt kan utvecklas allteftersom behov uppkommer. Mot den bakgrunden kan man inte undgå att fråga sig om det är klokt och verkligen i marknadens intresse att låsa in vissa instrument i en separat lagstiftning som, när den väl finns på plats, kan vara svår att ändra. Om EMU verkligen leder till att den europeiska marknaden för lånat kapital förbättras, vilket vi alla tror och hoppas, kanske utvecklingen går i en helt annan riktning. Men allt detta må framtiden utvisa.

## Värdepapperisering

Den existerande svenska formen för bostadsfinansiering är, som påpekats, inte nödvändigtvis någon dålig finansieringsform på en utvecklad europeisk marknad med en enhetlig valuta. Tvärtom. De svenska bolåneinstitutet är kända och respekterade på marknaden, har stora utelöpande volymer som ger grund för god likviditet och en transparent prisbildning och kan dessutom dra fördel av en rating som förbättras i takt med konungarikets.

Den stora utmaningen från EMU ligger snarare på ett annat plan. När konkurrensen gradvis ökar, inte bara på företagssidan utan också på marknaderna för flerfamiljshus, bostadsrätter och småhus kommer detta sannolikt på sikt att minska vinstmarginalerna. Avkastningen på det egna kapitalet kommer då också att falla. En fråga som då naturligen uppkommer är om det går att finna finansieringsformer som bättre hushållar med det egna kapital som ägarna ställt till förfogande.

Det är, enligt min mening, i detta perspektiv som diskussionen om värdepapperisering skall ses. Värdepapperisering innebär ju att en given lånestock med tillhörande säkerheter lyfts ur balansräkningen i bolåneinstitutet och placeras i ett separat för ändamålet skapat företag (ett s k specialföretag, på engelska SPV, special purpose vehicle), som sedan finansieras på marknaden genom emission av obligationer. Detta företag har en tydligt definierad riskbild och driver ingen egen verksamhet förutom innehavet av de specificerade lånen. Det behöver därför inte omfattas av de kapitaltäckningsregler som gäller för bolåneinstitutet.

Antag att bolåneinstitutet måste avsätta fyra miljoner kronor för en lånestock på 100 miljoner, men att marknaden accepterar att finansiera den värdepapperiserade stocken med ett kapital på 1 miljon kronor i det för ändamålet skapade företaget. Om stocken avkastar 400.000 kr efter finansierings- och driftskostnader så ger detta en avkastning på kapitalet i bolåneinstitutet på tio procent före skatt. Samma lån placerade i specialbolaget ger en avkastning på kapitalet på fyrtio procent före skatt. En buffert för investerarna kan också tillföras via kreditgarantier, vilket ytterligare minskar behovet av eget kapital.

Mot detta exempel kan säkert riktas en mängd invändningar, men det tjänar väl för att illustrera den drivande mekanismen bakom en värdepapperisering. I praktiken finns det många svårigheter. En sådan är naturligtvis att det ännu inte går att bilda specialbolag i Sverige utan att de hamnar under lagen för finansieringsverksamhet och därmed drabbas av samma kapitaltäckningsregler som bolåneinstitutet. I en departementspromemoria från 1998 som behandlar bättre förutsättningar för värdepapperisering föreslås bl a en ändring i detta avseende. En sådan ändring föreslås även i banklagskommitténs betänkande från i våras. Finansdepartementet funderar för närvarande på dessa förslag liksom på de guldkantade obligationerna. Enligt planerna skall ett lagförslag komma i början av nästa år.

Nu finns det också andra invändningar mot värdepapperisering. Det har hittills varit relativt komplicerat och därmed kostsamt att skapa specialbolagen och deras

obligationer har inte kunnat placeras till så goda räntor som deras rating borde föranleda. En orsak till detta kan vara att marknaden är outvecklad, att emissionerna varit få och i detta sammanhang små och att likviditeten i obligationerna till följd härav blivit låg. En annan orsak kan finnas i regelverket, eftersom värdepapperiserade obligationer i banker och andra finansinstitut, som förväntas skapa en marknad obligationerna, träffas av högre kapitaltäckningskrav än vanliga bostadsobligationer.

I USA är som bekant värdepapperisering av bostadslån vanligt, vilket delvis har institutionella orsaker. I Europa har bostadsfinansieringen i huvudsak tagit andra former. Om nu EMU medför att konkurrensen på bolånemarknaden ökar, vilket ju bör vara en effekt av den gemensamma valutan, kommer också behovet att finansiera bolån på ett kapitalsnålt sätt att öka. Det är inte orimligt att tro att värdepapperiseringen i det perspektivet kommer att möta ett växande intresse.

Ökad konkurrens kan således driva fram en växande marknad för värdepapperisering. Men orsakssambandet kan också vara det motsatta, nämligen att förbättrade möjligheter till värdepapperisering ökar konkurrensen. Det är den erfarenhet man gjort i Australien, där bolånemarknaden har avreglerats under 90-talet. En lagstiftning som underlättade värdepapperisering sänkte de tidigare höga inträdeshinder som fanns på marknaden, banade väg för nya aktörer och sänkte kostnaderna för bolånekunderna – faktiskt med så mycket som ett par procentenheter.

### **Några slutsatser**

Sammantaget går vi av allt att döma mot en fortsatt ökande konkurrens inom bostadsfinansieringssektorn. Nya finansieringsformer, ny teknik och ett eventuellt EMU-medlemskap är drivande faktorer som tillsammans kommer att sänka inträdesbarriärerna och därigenom öka konkurrensen. Eftersom bolån är standardiserade produkter är det framför allt priset som är konkurrensmedlet. Finansieringsfrågorna kommer därmed att stå i centrum för intresset.

Den traditionella svenska formen för bostadsfinansiering där hela balansräkningen utgör säkerhetsmassa har många fördelar. Möjligen kan investerarnas krav på säkerhet i form av eget kapital gradvis göra denna form för kostsam. En mer utvecklad marknad för värdepapperiserade lån kan vara ett sätt att angripa detta problem. Det fordrar emellertid myndigheternas hjälp i form av en förenklad regelstruktur. En utvecklat marknad för guldkantade obligationer kanske kan verka i samma riktning, men även denna kräver myndigheternas välsignelse.

En allmän reflektion är att de finansiella innovationerna på en ny marknad utvecklas bäst om de styrs av placerarnas och emittenternas önskemål. Hur de önskemålen kommer att se ut i framtiden är omöjligt att säga. Myndigheternas roll är att skapa ett regelverk som ger utrymme för förändringar och helst undviker att låsa fast marknaden i speciella strukturer eller instrument.

De svenska bolåneinstituten är välskötta och bör ha goda möjligheter att låna konkurrenskraftigt på den europeiska marknaden hur denna än utvecklas. Men ingen får låna utan att systematiskt bygga upp relationer med de fonder, försäkringsbolag och andra institutionella investerare som utgör den s.k. investerbasen. Här har alla de svenska instituten en uppgift på marknaden för euro.