



RAPPORT DEN 15 OKTOBER 2007

DNR 9010-000

2007 : 16

Finanssektorns stabilitet 2007

INNEHÅLL

SAMMANFATTNING AV STABILITETSLÄGET	1
FINANSIELL STABILITET – ETT MÅL MED FLERA DIMENSIONER	3
Det finansiella systemet ska fungera och konsumenten ska värnas	3
Skydda de finansiella företagen eller de funktioner som de tillhandahåller?	4
Färre och enklare regler – ett sätt att öka effektiviteten?	6
Tillsynen kan inte omhänderta alla slags risker	6
KONJUNKTUR- OCH MARKNADSUTVECKLINGEN	8
Den realekonomiska utvecklingen	8
Bostadspriser och hushållsutlåning	9
Utvecklingen i Baltikum	10
Turbulensen på de finansiella marknaderna	11
Ränte- och aktiemarknadsutveckling	15
BANKERNA	17
Expansionen i Baltikum	19
Bolåneexpansionens risker	21
Nya risker i företagsutlåningen – hedgefonder och private equity	22
Hur påverkas bankerna av oron på den internationella kreditmarknaden?	24
De nya kapitaltäckningsreglerna och de svenska bankerna	25
PENSIONSBOLAGEN	30
Kapitalbuffertens och solvensens utveckling	30
Bolagens finansiella risktagande	33
Bolagens försäkringsrisker	37
Intjäningsrisker	37
SKADEFÖRSÄKRINGSBOLAGEN	39
Premie- och skadeutveckling	39
Trafikljuset	40
Införandet av en premieskatt på trafikförsäkring	41
BILAGA 1: REDOVISNING TILL REGERINGEN ENLIGT REGLERINGSBREVET FÖR BUDGETÅRET 2007	43
Redovisning av hur företagens placeringsriktlinjer och tillgångs placeringar har förändrats till följd av genomförandet av tjänste- pensionsdirektivet	43

Sammanfattning av stabilitetsläget

Den realekonomiska utvecklingen är och förväntas förbli stark, med hög BNP-tillväxt och en förbättrad sysselsättning, men oron på de finansiella marknaderna innebär ökad osäkerhet. Stora förluster ska nu absorberas av det internationella finansiella systemet. I kombination med osäkerheten om var dessa förluster finns har marknaderna för finansiering stramats åt. I förlängningen kan detta innebära att kreditgivningen till den reala ekonomin bromsas upp, att finansieringskostnaderna ökar och att konjunkturen påverkas negativt.

Det finns alltså orosmoln över det finansiella systemet. Samtidigt kan det inträffa andra negativa händelser som inte direkt är kopplade till konjunkturen, i form av operativa risker och felaktiga strategiska beslut. Ju starkare företagen är finansiellt, desto mindre är risken att enstaka eller samtidiga negativa händelser stjälpjer dem. Idag är de finansiella företagen starkare än på många år.

Bankerna

De svenska bankerna har bara haft marginella exponeringar mot den finansiella turbulensens epicentrum – amerikanska subprime-lån. De har också endast begränsade direkta och indirekta exponeringar mot andra tillgångar som påverkats av oron, så som olika strukturerade kreditpapper. Bankerna har ändå påverkats, framför allt genom en mer komplicerad finansieringssituation, med högre upplåningskostnader och kortare löptider. Intjäningen kommer med all sannolikhet också att påverkas negativt, både genom den dyrare finansieringen, genom lägre aktivitet på värdepappersmarknaderna och genom värdeminskningen i obligationsportföljen. På sikt kommer även de konjunkturreffekter som turbulensen ger upphov till att påverka bankerna.

Oron på de internationella finansiella marknaderna skapar givetvis en ökad sårbarhet för andra störningar. I förra årets rapport pekades på riskuppbbyggnaden inom två områden; utlåningen i Baltikum och bostadsutlåningen. Risken har under året stigit inom bägge dessa områden.

De svenska bankernas utlåning i Baltikum har ökat ytterligare och kombineras med den ökade risken för en snabb vändning av konjunkturen. Särskilt den lettiska ekonomin bedöms av många som överhettad och ha stora obalanser som på något sätt måste jämnas ut. Bankerna har visat medvetenhet om riskerna och vidtagit åtgärder för att minska dessa. FI bedömer att bankerna har kapital nog att hantera även mycket stora kreditförluster i vart och ett av dessa länder, liksom ett scenario då de tre länderna drabbas samtidigt. Eftersom de baltiska marknaderna står för en inte obetydlig del av två storbankers intjäning, riskerar dock problem där att få även mer långsiktiga konsekvenser för bankerna.

För att förlusterna i bostadsutlåningen ska nå dramatiska nivåer krävs flera sammanfallande händelser; ökad arbetslöshet, stigande räntor och fallande bostadspriser under en längre tid. Risken för ett sådant utveckling har blivit större genom ett ökande inflationstryck och en ökad osäkerhet om konjunkturen, men måste fortfarande anses låg.

Vissa effekter av de nya kapitaltäckningsreglerna, Basel 2, är redan nu tydliga. De svenska bankerna kommer sannolikt på sikt att få sänkta kapitalkrav, och det nya regelverket och förberedelserna för detta har inneburit en bättre kapitalplanering och riskhantering i både större och mindre finansföretag.

Pensionsbolagen

Pensionsbolagens förmåga att fullgöra sina garanterade åtaganden mot kunderna är god. Bolagens motståndskraft mot oväntade händelser, såväl finansiella som i utfallet av försäkringsriskerna, har stärkts det senaste året. Detta gäller även efter den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna.

Införandet av tjänstepensionsdirektivet har möjliggjort för bolagen att förbättra sin riskhantering och öka sin avkastning. Bolagen har idag ett lägre kapitalkrav, givet räntenivån, än tidigare och en större frihet i sina investeringar.

Pensionsbolagen har också investerat allt mer i för dem nya former av tillgångar, exempelvis hedgefonder, private equity och ränteswappar. En ökad riskspridning är positivt för kunderna ur ett risk- och avkastningsperspektiv. Det finns dock tecken på att bolagens riskhantering och riskkontroll inte alltid är anpassad för dessa former av investeringar, vilket kan innebära risker. Att bolagen har den kompetens och de kontrollsystem som krävs för de investeringar de gör, är en central fråga för tillsynen.

Skadebolagen

Skadeförsäkringsbolagen upplever goda tider. Prognoser visar på en positiv utveckling för 2007 och goda marginaler för att klara oväntade skadekostnader. De initiala resultaten av trafikljusrapporteringen visar att bolagen är väl rustade att klara stora prisförändringar på de finansiella marknaderna, liksom stora negativa utfall av försäkringsriskerna.

Den positiva utvecklingen lett till en ökad konkurrensvilja med en prispress som följd, vilket utgör en intjäningsrisk för bolagen.

Finansiell stabilitet – ett mål med flera dimensioner

Målet om finansiell stabilitet avser att värna såväl det finansiella systemets funktion, som konsumenternas fordringar på de finansiella företagen.

Om det finansiella systemets funktionsförmåga slås ut för kortare eller längre tid skulle det medföra omfattande skadeverkningar för samhället och medborgarna. Systemets funktionsförmåga är huvudsakligen beroende av om störningar i de stora bankerna skulle inträffa.

Konsumenten ska kunna ha ett välgrundat förtroende för att insättningar och försäkringsförmåner som företagen förvaltar inte går förlorade. Även de enskilda företagen måste därför vara operativt och finansiella stabila.

Effektiv tillsyn förutsätter tydliga och genomtänka prioriteringar, eftersom det varken är möjligt eller önskvärt att FI ständigt punktmarkerar alla företag och aktörer på finansmarknaden.

Det finansiella systemet ska fungera och konsumenten ska värnas

Finanssektorn är känslig för störningar, och störningar kan lätt sprida sig. I slutändan syftar finansiell reglering och tillsyn till att finansiella system och marknader ska fungera på ett sätt som är samhällsekonomiskt effektivt. I detta ingår att systemet ska fungera även när det uppstår påfrestningar. Betalningar ska kunna genomföras, värdepappershandel ska kunna bedrivas, krediter ska kunna förmedlas i alla lägen. Annars uppstår stora kostnader och skador för näringslivet, för konsumenterna och för hela samhället. Därför är finanssektorn en av samhällets viktigaste infrastrukturer. Risken att störningar ska fortplantas och slå ut finanssektorns funktionsförmåga brukar kallas systemrisk.

Systemrisk kan inte marknaden klara ensam. Störningar som får systemhotande dimensioner kan sällan vare sig förhindras eller hanteras enbart av företagen själva. Det är därför som staten genom bland annat reglering och tillsyn, har en viktig roll att spela på finansområdet.

Konsumenten har ofta betydligt mindre information och kunskap än de finansiella företagen. Konsumentens underläge följer av att finansiella tjänster ofta är komplicerade och svåra att kvalitetsbedöma, samtidigt som det ofta handlar om stora ekonomiska värden för den enskilde. För att konsumenterna ska kunna lita på att företagen inte utnyttjar sitt övertag på ett oskäligt sätt, behöver staten sätta upp vissa regler och övervaka att de följs.

Konsumentskyddet har två dimensioner. Den ena handlar om att skydda konsumenternas tillgångar och fordringar som i en eller annan form förvaltas

av de finansiella företagen. Detta brukar kallas *kapitalvärdeskydd*. Detta kräver att inte bara "systemet" utan att vart och ett av de enskilda finansiella företagen är finansiellt och operativt stabila, i den meningen att de kan uppfylla sina åtaganden mot sparare och försäkringstagare. Den andra delen av konsumentskyddet handlar om att se till att konsumenterna får korrekt och relevant *information* om de tjänster som erbjuds och i någon mening skäliga villkor i utnyttjandet av tjänsterna.

Figur 1: Tillsynens mål och medel

	SKYDDA SYSTEMET	SKYDDA KONSUMENTEN
STABILITETS-TILLSYN	Finansiell och operativ stabilitet och adekvat riskhantering hos centrala finansiella företag och funktioner.	Välskötta finansiella företag och väl utformade regelverk som gör att åtaganden gentemot insättare, försäkringstagare, fondandelsägare etc. kan uppfyllas.
MARKNADS-TILLSYN	Effektivitet på och förtroende för de finansiella marknaderna	Korrekt och relevant information till konsumenter och investerare, skäliga villkor och korrekt behandling av kunder

FI:s verktyg är stabilitetstillsyn och marknadstillsyn. Tillsynsarbetet har i huvudsak två infallsvinklar för att hävda målen att skydda både systemet och konsumenten. Det handlar om att övervaka de *enskilda finansiella företagen* när det gäller förhållanden som kapitalstyrka, ledning, riskhantering etc. Detta kallas *stabilitetstillsyn*. Den andra ansatsen sätter fokus på hur finansiella aktörer *uppträder och interagerar* på de olika finansiella delmarknaderna och i de gemensamma infrastrukturerna som byggs upp kring detta. Denna så kallade *marknadstillsyn* gäller inte minst hur man informerar och behandlar sina kunder.

Skydda de finansiella företagen eller de funktioner som de tillhandahåller?

Staten ska slå vakt om vissa centrala verksamheter. Ur systemperspektivet handlar det om att upprätthålla en fungerande infrastruktur för hantering av finansiella flöden och finansiella tillgångar, ur konsumentsynvinkeln är det avgörande att de tillgångar som konsumenterna överlämnat att förvaltas av de finansiella företagen åtnjuter ett gott skydd.

Företagen bär upp de skyddsvärda verksamheterna. En tillsynsmyndighet kan inte ringa upp, diskutera med eller sanktionera en "funktion", en "infrastruktur" eller en "tillgång". Tillsyn kan därför bara utövas över de företag som inom ramen för sin affärsverksamhet bär upp dessa funktioner, och infrastrukturerna och som förvaltar dessa tillgångar. Företag ska på basis av en affärsidé generera ekonomisk vinst. Detta misslyckas ibland och företaget tvingas då till avveckling under mer eller mindre ordnade former. Så-

dant innebär kostnader både för enskilda och ibland också för staten, men är samtidigt en nödvändig del av en fungerande marknadsekonomi. Därför är syftet med tillsynen inte att skydda företagen som sådana.

Företagen kan åka ”snålskjuts” på sin verksamhet. Det beror på att det i praktiken är omöjligt att hålla en helt entydig rågång mellan aktören, som inte är skyddsvärd i sig, och den verksamhet aktören bedriver, som är skyddsvärd. Statens relation till finansiella företag kan därför ofta få inslag av så kallad *moral hazard*, att företagen anser sig kunna ta ganska stora risker i förväntan om att staten kommer att bli tvungen att lösa problemen om olyckan skulle vara framme.¹ Å andra sidan kan hävdas att företagen också får betala ett pris för detta genom att de måste ansöka om tillstånd för verksamheten, följa delvis komplexa regelverk och avkrävs en omfattande rapporteringsskyldighet – samt att man via avgifter får betala kostnaderna för denna kontroll och övervakning, liksom för insättningsgaranti och investerarskydd.

Statens uppgift är att så långt möjligt slå vakt om de grundläggande skyddsintressena utan att skydda företagens ägare och ledning. Motsatsen skulle med rätta uppfattas som oetiskt och skulle dessutom vara strukturerkonserverande och därmed långsiktigt effektivitetssänkande. Insättningsgarantins utformning kan ses som ett exempel på den ambitionen; dvs. staten garanterar – upp till ett visst belopp – obundna insättningar om en bank går i konkurs. Därmed minskar risken att staten i praktiken tvingas ge en krisbank ekonomiskt stöd för att rädda insättarnas pengar.²

Varför behövde FI ingripa mot Carnegie?

Den 27 september i år beslutade FI att rikta en varning till Carnegie mot bakgrund av de betydande brister i styrning och kontroll i bolaget som FI kunnat konstatera.

Ingripandet mot Carnegie skedde inte för motverka risker för en systemkris, det vill säga ett akut sammanbrott av betalningssystem och övrig finansiell infrastruktur; Carnegie har varken en sådan storlek eller en sådan verksamhetsinriktning att den typen av effekter var aktuella i det här fallet.

Vid en första anblick kan man också hävda att inte heller målet om konsumentskydd utgör något uppenbart motiv för ingripandet, eftersom kunderna i bolaget inte lidit någon skada. Bristerna i styrningen och kontrollen av hela bankens verksamhet var dock av sådan omfattning att det inte kan uteslutas att de i förlängningen kunnat resultera i skador även för kunderna.

Ett ännu viktigare motiv för detta ingripande var att värna förtroendet i och för den svenska finansmarknaden. Gott förtroende är en förutsättning för en väl fungerande finansmarknad. Om ett företag – som dessutom är en viktig aktör på delar av finansmarknaden – ger felaktig information om sitt resultat, inte spelar efter re-

¹ Ett klassiskt och välbekant exempel på detta är uttrycket ”too big to fail”, med vilket man brukar sammanfatta statens position gentemot exempelvis en storbank: får banken problem måste staten gå in och lösa situationen eftersom samhällskonsekvenserna annars skulle bli oacceptabelt stora.

² Stöd behöver inte enbart handla om pengar, utan kan också handla om ett mer ideellt stöd för att stärka förtroendet; ett historiskt exempel var när kung Oscar II, efter ”en stormanlöping på Enskilda Bankens lucka” beslöt sig för att ”under viss ostentation” gå till banken för att sätta in pengar i sitt eget namn. ”Detta hade genast åsyftad verkan”, skrev kung Oscar sedermera i sina memoarer

gelboken och dessutom utsätter sig och ytterst sina kunder för stora okontrollerade risker, skadar det förtroendet för hela marknaden om det får fortgå.

Om FI inte skulle reagera kraftfullt på denna typ av brister skulle det skicka underförstådda signaler till andra aktörer att reglerna när det gäller styrning och kontroll inte behöver följas. Dessutom kan kringgående av regler också bli ett konkurrensmedel, eftersom kontrollsystem och regelefterlevnad innebär kostnader. Om den typen av förhållningssätt sprider sig är det i förlängningen inte svårt att se direkta risker både för stabiliteten, för konsumenterna och för förtroendet för de finansiella marknaderna. Ingripandet kan alltså ses som en kraftig markering av vikten av att vårda finansmarknadens förtroende.

Färre och enklare regler – ett sätt att öka effektiviteten?

Offentliga regler innebär kostnader för både företag och för myndigheter. Är reglerna många och komplicerade finns dessutom risker för svårbegriplighet, dålig transparens och i värsta fall motstridiga budskap. Komplicerade regelverk kan också försvåra för nya företag att komma in på marknaden och vara svåra för företagen att leva upp till. Mot den bakgrunden har regeringen satt upp ett mål om att sänka företagens administrativa börda till följd av offentliga regelverk med 25 procent till år 2010. FI har också inlett ett arbete för att bedöma hur det ska bli enklare för bolagen att följa regelverken och hur det kan skapas starkare incitament för de bolag som sköter sig.

FI ställer sig positiv till regelförenkling. Sedan en tid tillbaka har FI inlett ett regelförenklingsarbete. FI vill dock understryka att det kan vara svårt att minska bördan i så stor omfattning utan att det kan komma att påverka såväl den finansiella stabiliteten som konsumentskyddet. Det är därför av stor vikt att parallellt med regelförenklingsarbetet diskutera statens mål med den finansiella tillsynen.³

Tillsynen kan inte omhänderta alla slags risker

Reglering och tillsyn ska främja och bidra till god kvalitet, bra information och hög säkerhet i det finansiella systemet. Finansiell tillsyn har sitt naturliga fokus på hur finansföretag hanterar sina finansiella risker och hur de informerar kunderna. Om detta sköts på ett inkompetent eller i övrigt undermåligt sätt kan och ska FI tillgripa olika sanktioner. Men utgångspunkten är hela tiden att det är fråga om aktörer som i grunden är seriösa och inte uppsåtligt brottsliga.

Brottsbekämpning är inte en uppgift för tillsynen. Visserligen kan det i det enskilda fallet vara svårt att klarlägga exakt var gränslinjen går mellan inkompetens och mänskligt slarv å ena sidan och uppsåtlig brottslighet å den andra, men brott och brottsbekämpning berör ett skyddsintresse av en annan dimension än vad finansiell tillsyn kan och ska omhänderta. Brottsbekämpning är därför ingen tillsynsuppgift utan en polisiär uppgift. Samtidigt är bekämpandet av ekonomisk brottslighet mycket viktigt för en väl fungerande finanssektor. Finansiell verksamhet är beroende av att det finns ett grund-

³ För en närmare diskussion kring detta, se FI:s skrivelse Finansinspektionens underlag till regeringens handlingsplan för regelförenkling på www.fi.se.

läggande förtroende och något sådant kan inte existera i en miljö som präglas av utbredd brottslighet.

FI kan inte punktmarkera alla finansiella företag. En annan aspekt på vad tillsyn kan och inte kan göra gäller hur omfattande bevakningen kan och bör vara. Det är varken möjligt eller önskvärt att allt och alla på finansmarknaderna – nästan 4 000 företag med tillsammans cirka 85 000 anställda – ska stå under ständig bevakning från FI, lika lite som polisen kan hålla ständig bevakning över varje bilförarens framfart på alla landets vägar. FI måste prioritera utifrån var riskerna för systemet och för konsumenterna kan bedömas vara störst, och i övrigt förlita sig på stickprovsundersökningar och företagens rapportering av finansiella nyckeltal till FI. Samtidigt är det viktigt att snabbt vara beredd att agera på signaler om problem som kan komma från kunder eller från media. Det är också viktigt att betona att det alltid är företagens ägare och ledning som ansvarar för att verksamheten är sund och att reglerna följs.

Grunden för ett finansiellt system som fungerar väl handlar om förtroende. Basen för detta ligger i företag som dels besitter tillräcklig kompetens för sin verksamhet, dels har en företagskultur som bygger på och främjar goda etiska normer. Det behövs också kunniga och medvetna konsumenter och aktiv bevakning från media. Den övervakning av marknaden som kunniga kunder kan utöva och det tryck som media kan skapa minskar på ett effektivt och naturligt sätt svängrummet för inkompetenta eller oseriösa aktörer.

Konjunktur- och marknadsutvecklingen

Den realekonomiska utvecklingen är och förväntas förbli stark, med hög BNP-tillväxt och en förbättrad sysselsättning, men oron på de finansiella marknaderna innebär ökad osäkerhet.

Riskerna för en snabb vändning av konjunkturen i Estland, Lettland och Litauen har ökat ytterligare under året.

Risken har ökat för ett konjunkturscenario som innebär att ett växande antal hushåll får betalningsproblem. Det finns ett ökande inflationstryck och därmed risk för stigande räntor, i kombination med en ökad osäkerhet om konjunkturen. Risken för att detta ska utvecklas till ett långvarigt och djupt fall i bostadspriser och kraftigt ökande arbetslöshet är dock fortsatt låg.

Den realekonomiska utvecklingen

Den svenska konjunkturen är för närvarande stark. BNP-tillväxten uppgick vid halvårsskiftet till 3,5 procent i årstakt. Den höga tillväxten har pågått under några år, men nu växer även sysselsättningen kraftigare än vad den gjort på länge. Den höga tillväxttakten förväntas enligt de flesta bedömare fortsätta, och även sysselsättningen förväntas fortsätta öka (se tabell 1).

Tabell 1. BNP, sysselsättning och arbetslöshet, Konjunkturinstitutets prognoser för Sverige 2007 - 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
BNP, kalenderkorrigerad	2,9	4,5	3,7	3,6	3,1
Sysselsättningsgrad	77,2	77,7	79,3	80,3	81,0
Arbetslöshet (ILO)	7,7	7,1	6,2	5,8	5,5

Källa: Konjunkturläget, augusti 2007

Det stora frågetecknet vad gäller konjunkturen framöver förefaller vara hur turbulensen på de finansiella marknaderna kommer att påverka ekonomin. En möjlighet är att oron dämpas, men med en något högre försiktighet i risktagandet hos aktörerna i det finansiella systemet, och konjunkturen fortsätter att utvecklas ungefär som förväntat.

Även om det inte är det mest sannolika scenariot, finns en betydande risk att turbulensen får en mer ordentlig konjunkturavmattning som följd. Detta skulle kunna ske exempelvis om likviditetsbristen i det finansiella systemet, tillsammans med den försiktighet som turbulensen skapar hos många aktörer, skulle leda till minskade investeringar. Samtidigt skulle fallande bostadspriser kunna minska konsumtionen, vilket sammantaget skulle minska tillväxten. Det är mest sannolikt att en sådan utveckling inträffar i USA, men med hänsyn till USA:s centrala roll i världsekonomin skulle detta minska efterfrågan i världsekonomin. Samtidigt kan mycket väl ett sådant scenario upprepas i andra länder. Om det dessutom sammanfaller med ett högre kostnadstryck i viktiga producentländer som Kina och Indien, samt stigande råvarupriser, kan inflationstryck kvarstå även vid en avmattning.

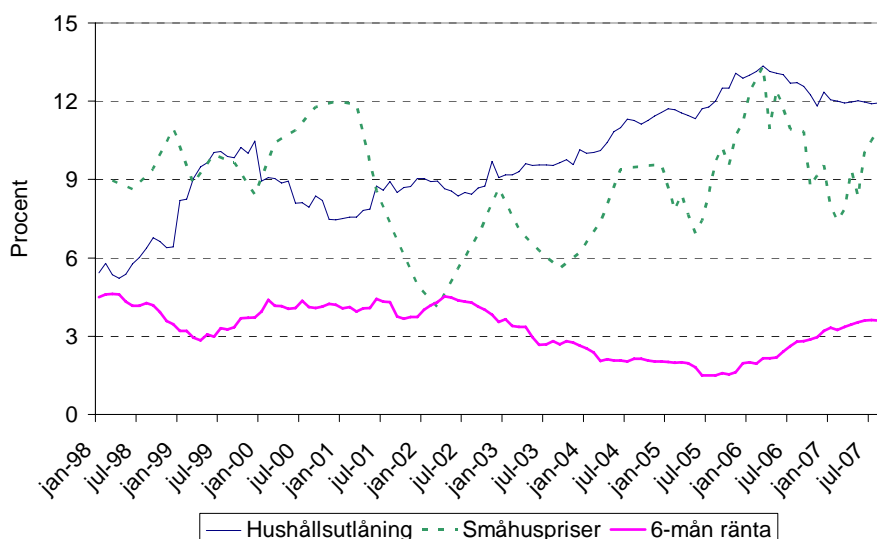
Räntenivåerna kan då ligga kvar på en relativt hög nivå, vilket ytterligare skulle spä på avmattningen.

Bostadspriser och hushållsutlåning

Den starka tillväxten i bostadspriserna och den därtill hörande höga kredittillväxten är en fortsatt källa till riskuppsygnad. Bankernas motståndskraft mot denna utveckling diskuteras längre fram i kapitlet om bankerna. Ur ett makroekonomiskt perspektiv finns emellertid vissa förhållanden som är värda att lyfta fram.

Trots stigande räntor har såväl bostadspriser som utlåningen till hushåll fortsatt att stiga. Efter en viss avmattning i ökningstakten av bostadspriserna under andra halvan av 2006 har ökningstakten åter stigit, och uppgick i augusti till 10 procent för småhusen (se figur 2). Bostadsrättspriserna steg med 17 procent i årstakt fram till september 2007. Utlåningen har legat kvar på en hög tillväxttakt på 12 procent (augusti 2007).

Figur 2: Småhuspriser(tillväxttakt), hushållsutlåningen (tillväxttakt) och den korta räntan



Källa: SCB, Riksbanken

En central fråga för bankernas kreditrisk i bostadsutlåningen är bostadsprisernas utveckling. Så länge bostadspriserna stiger är sannolikheten för mer omfattande kreditförluster i bankerna liten. Den låntagare som får betalningssvårigheter, till exempel på grund av arbetslöshet, kan sälja sin bostad och återbetala lånet. Sedan mitten av 1990-talet har bostadspriserna stadigt ökat, så det är högst naturligt att kreditförlusterna varit ytterst begränsade för bankerna.

Även om räntan har fortsatt stiga utan att bostadspriserna verkar ha påverkats nämnvärt, finns det flera förhållanden som pekar på att risken för prisfall i ett sämre konjunkturläge kan vara betydande. Priserna har hittills hållits uppe av att ränteläget varit lågt i förhållande till vad som ofta lyfts fram som ett normalt ränteläge, ungefär fyra procent, samtidigt som sysselsättning och disponibla inkomster utvecklats väl. Vad som händer i ett sämre konjunkturläge är dock en högst öppen fråga. Ett scenario där räntan är hög samtidigt som sysselsättningen minskar, och där bostadspriser-

na därför faller, framstår som beaktansvärt för bankerna och för hushållen. Det finns en risk att inflationstrycket består även vid en avmattning av konjunkturen, och att Riksbanken därmed inte sänker räntan i så stor utsträckning. Särskilt om turbulensen på de finansiella marknaderna fortsätter, och påverkar hushållens riskbenägenhet, skulle bostadspriserna kunna utvecklas sämre än väntat.

Utvecklingen i Baltikum

Den makroekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna har varit mycket stark under de senaste åren, men den har inneburit växande obalanser. Under 2006 nådde både Estland och Lettland en BNP-tillväxt om mellan 11,5 och 12,0 procent, medan den litauiska ekonomin uppvisade 7,5 procents tillväxt. Den snabba utvecklingen har dock medfört vissa ekonomiska obalanser och i synnerhet Lettland visar sedan en tid tydliga tecken på överhettning. Inflationen är hög, 10 procent (augusti 2007), och bytesbalansunderskottet är stort, motsvarande 26 procent av BNP första kvartalet 2007.

Särskilt i Lettland är det tydligt att den ekonomiska utvecklingen inte är långsiktigt hållbar, och att det måste ske en korrigerig på ett eller annat sätt. Den höga tillväxten i Lettland är till den helt dominerande delen driven av inhemsk efterfrågan. Industriproduktionen växer marginellt för närvarande. Den höga inflationen i kombination med den fasta växelkursen gör att landets konkurrenskraft försämras, samtidigt som produktiviteten inte utvecklas särskilt positivt. Det som möjliggör den höga efterfrågedrivna tillväxten är i stor utsträckning det stora kapitalinflödet som kommer genom banksystemet, och som leder till en snabbt ökad skuldsättning av företag och hushåll. Den negativa realräntan är givetvis en viktig drivkraft.

Det politiska systemet i Lettland har reagerat på detta genom att ett finanspolitiskt åtstramningsprogram beslutades i våras. Till bilden hör att det penningpolitiska manöverutrymmet är ytterst begränsat genom kopplingen till euron. Ratinginstituten Standard & Poor's och Fitch har sänkt sin rating av Lettland under året. Även Estland uppvisar liknande problem, om än inte i lika hög grad, medan situationen i Litauen är mer balanserad. Flerparten bedömare förefaller ha som huvudscenario att tillväxten i de baltiska ekonomierna successivt mattas och obalanserna minskar, men man pekar också på riskerna att inflation och bytesbalansproblemen kan bita sig fast, i synnerhet i Lettland och att en hårdlandning av konjunkturen inte kan uteslutas. När turbulensen på finansmarknaden de senaste månaderna medfört att priset på risk ökat, har det också drabbat tillväxtekonomier som de baltiska. Exempelvis har kreditriskpremien för Lettland fördubblats.

Marknadstillväxten handlar till stor del om ländernas utveckling till moderna ekonomier. Den starka marknadstillväxten är inte enbart eller ens främst ett konjunkturfenomen utan har en strukturell karaktär, grundad på den övergång till mer utvecklade ekonomier som de baltiska staterna och andra f.d. östblocksländer går igenom. I grunden är detta självklart en sund och positiv utveckling – de baltiska staterna har på dryga femton år genomfört en imponerande omvandling från nedgångna sovjetrepubliker till moderna, demokratiska marknadsekonomier. Det vore övermåttan enögt att se de baltiska marknaderna i huvudsak i termer av ”risk” och ”problem”. Samtidigt medför stark tillväxt och strukturell omvandling alltid att det finns

betydande risker, bland annat förknippade med svårigheter att värdera vilka kunder och projekt som är långsiktigt överlevnadsdugliga när både företag och ekonomin i allmänhet i stort sett saknar s.k. ”track record.”

Turbulensen på de finansiella marknaderna

Den senaste tidens turbulens på de internationella finansiella marknaderna har hittills haft begränsad effekt på svenska finansiella företag. Utvecklingen är emellertid i många avseenden exceptionell och det finns därför anledning att belysa vad som egentligen hänt, samt att diskutera de mekanismer som skulle kunna påverka de svenska företagen.

Turbulensen har sitt ursprung i den amerikanska bostadsmarknaden, särskilt den del som är subprime, det vill säga krediter till låntagare med sämre kreditvärdighet. Krediterna till dessa låntagare (liksom merparten av andra bostadskrediter i USA) behålls inte av långivaren, utan värdepapperiseras. Det betyder att lånen säljs till en särskild bildad juridisk enhet som finansierar köpet av lånen med att ge ut obligationer. Obligationerna ges olika status när det gäller att få betalt (läggs i olika *trancher*). De högst prioriterade obligationerna kan få hög rating av kreditvärderingsföretagen, även när de underliggande lånen är relativt riskfyllda, vilket beror just på den högre prioritet och att det därför finns andra lån som tar förluster först.

De obligationer som finansierat subprime-lånen har i många fall sålts vidare till andra liknande juridiska enheter, som i sin tur finansierat sig genom att ge ut värdepapper (både obligationer och andra värdepapper, till exempel commercial papers). Det rör sig om olika typer av strukturer.⁴ Ofta är det de bättre ”ratade” papperen som säljs vidare. Genom att anpassa trancheringen kan en hög kreditvärdering uppnås, och likaså kan en mycket hög skuldsättning uppnås. Försäljning och omtranchering kan ske i ett antal led och en struktur kan innehålla många olika obligationer, vilket gör att det kan finnas inslag av subprime-risk i ett stort antal strukturer.

När kreditvärdigheten i subprime-marknaden ifrågasätts påverkar detta naturligtvis risken i alla strukturer som har inslag av subprime. Storleken av denna påverkan är svårbedömd, dels beroende på att kreditrisken i dagsläget i sig är svårbedömd, men också beroende på att det är svårt att utvärdera risken när det finns flera led av olika strukturer.

Vissa av de strukturer som finns på kreditmarknaden har en löptidsmismatch. Långa obligationer eller lån har finansierats med korta värdepapper, till exempel commercial papers, som kan löpa på exempelvis tre månader. När dessa löper ut behöver nya värdepapper emitteras. När alla möjliga typer av strukturer (asset-backed securities) ifrågasätts vad gäller kreditvärdigheten, blir villigheten hos investerare ytterst begränsad att köpa nya värdepapper.

För att begränsa likviditetsrisken i strukturerna har det ofta funnits banker som ställt så kallade likviditetslinor. Likviditetslinorna har fungerat som extra säkerhet för investerarna om strukturerna inte skulle lyckas finansiera sig genom att ge ut nya värdepapper. Likviditetslinorna kan vara

⁴ Exempel på strukturer är CDO:s (Collateralised Debt Obligations), conduits, SIV:s (Structured Investment Vehicles), SIV-lites m.fl.

mer eller mindre bindande, från strikt legalt bindande åtaganden till mjuka avsiktsförklaringar, som banken i praktiken kan välja att följa eller inte. Eftersom banken i praktiken får en kreditexponering (om den inte säkerställs på något sätt) mot strukturen, innebär det naturligtvis en betydande risk för banken om likviditetslinan utnyttjas och kreditrisken i strukturen ökat väsentligt.

När de korta värdepapperen förfallit, har det hittills inte orsakat några mer uppmärksammade problem. Anledningen är sannolikt att bankerna ofta har ersatt värdepappersfinansieringen med direkta lån enligt de åtaganden de gjort om likviditetsstöd till strukturerna. Därmed har likviditetsrisken omvandlats till kreditrisk i bankerna. Det kommer ta viss tid innan det står klart hur stora de eventuella förlusterna för dessa engagemang kan bli.

Bristen på likviditet har inte bara påverkat de olika specialstrukturerna, utan mer eller mindre alla låntagare, beroende på att finansierarna kräver högre riskpremier. För många medför den högre riskpremien bara en högre lånekostnad, som egentligen inte slår annorlunda än en allmän höjning av ränteläget. För de låntagare som misstänks ha någon mer betydande förlustrisk i sin verksamhet, till exempel en betydande riskexponering mot subprime-marknaden, kan det ha blivit i princip omöjligt att låna till något pris. Detta kan särskilt vara fallet om det dessutom finns ett ovanligt stort upplåningsbehov.

Den stora oron på marknaden gör att alla kopplingar till exponeringar mot subprime-marknaden, eller något annat särskilt identifierat riskområde, kan leda till likviditetsproblem. Till de som drabbats av allvarliga likviditetsproblem hör vissa europeiska banker. Exempelvis har både den brittiska bolånebanken Northern Rock och den tyska banken IKB behövt räddningsaktioner för att klara sin likviditet. Generellt kan sägas att marknaden varit mycket nervös för alla signaler om kreditproblem, vilket medfört att det varit svårt för många aktörer, så även banker, att finansiera sig på marknaden. Oavsett om de haft exponeringar mot subprime-marknaden eller inte.

Centralbankerna i euroområdet och USA var tidigt ute med att förse marknaderna med extra likviditet. I euroområdet kan banker som har säkerheter alltid skaffa sig likviditet genom att låna till en straffränta i den stående faciliteten, men ECB har valt att hellre tillföra likviditet i stora volymer, så att aktörerna kan skaffa sig likviditet till mer normala priser. I Storbritannien valde centralbanken länge att inte göra motsvarande operationer, men när problemen blev akuta i bolåneinstitutet Northern Rock, blev läget mer ansträngt, och en mer omfattande likviditetstillförsel inleddes.

Bristen på likviditet har lett till att en del aktörer har ”bunkrat” likviditet, det vill säga hållit mer likvida tillgångar än normalt, i syfte att förvissa sig om att minska risken för framtida likviditetsbrist. Detta kostar naturligtvis pengar, på grund av de nedtryckta räntorna på de mest likvida tillgångarna (som statsskuldväxlar och inlåning i centralbanken). Detta har naturligtvis ytterligare spätt på bristen på likviditet i systemet. Bristen på likviditet har lett till att allt fler har fått finansiera sig väldigt kort, eftersom det har blivit mycket dyrt eller rent av omöjligt att finansiera sig längre. De

senaste veckorna förefaller finansieringsproblemen ha minskat något, och fokus har flyttats mer mot kreditriskrelaterade problem.

Priset på tillgångar med kreditrisk har fallit generellt, inte bara på subprime-tillgångar. Det behöver inte vara ett uttryck för att kreditrisken i sig har ökat hos andra låntagare. När kreditrisken hos vissa låntagare ökar blir många investerare angelägna om att minska sitt risktagande allmänt, vilket leder till att efterfrågan på säkra instrument som statsobligationer och stats-skuldväxlar ökar, samtidigt som mer riskfyllda instrument säljs. Beroende på att marknaderna reagerar snabbt och nervöst på ökade risker kan pris-effekterna bli stora, och i många fall sannolikt överskatta den verkliga risken. Ett uttryck för hur starka efterfrågeeffekterna kan bli är att en månaders stats-skuldväxlar i USA handlades nästan tre procentenheter under den amerikanska styrräntan under någon dag i augusti. En normal skillnad är några hundradels procentenheter.

Det bör samtidigt framhållas att de ökade kreditriskepremierna i viss utsträckning innebär en nyttig korrigering. Priset på risk har överlag varit mycket lågt på marknaderna de senaste åren, inte bara vad gäller kreditris-ker. En normalisering av priset på risk bör leda till ett mer väl avvägt bete-ende hos placerare.

En konsekvens för alla som innehar obligationer med kreditrisk, såväl banker som institutionella placerare, är att värdet av innehaven minskar när kreditriskepremierna ökar. Internationellt har nedskrivningarna av kreditinstrument lett till vinstvarningar för flera större banker.

- Merrill Lynch har förlorat 4,5 miljarder USD på CDO:s och subprime-lån.
- UBS har angivit att bankens ränteportfölj nedvärderats med 3,4 miljarder USD, vilket också leder till en förlust för tredje kvartalet 2007.
- Deutsche Bank har uppgivit att den förlorat 1,5 miljarder euro på sin handel med i första hand kreditinstrument.
- Citigroup uppskattar förlusterna till 1,25 miljarder USD på sina pla-ceringar i bostadsobligationer (mortgage-backed securities) och CDO:s.

Den svenska finansiella sektorn har hittills påverkats i relativt begrän-sad omfattning. Detta diskuteras mer i detalj i respektive sektorkapitel.

Effekter av finansmarknadsturbulensen för reglering och tillsyn

Det är naturligtvis för tidigt att dra några slutsatser om huruvida den pågående fi-nansmarknadsturbulensen ger några lärdomar om hur reglering och tillsyn bör ut-formas, och om det bör ske några förändringar avseende detta. Det går dock att peka ut några områden där det påbörjats en diskussion om tillsynens roll. Flera av dessa har lyfts fram av EU:s finansministrar på deras möte i Luxemburg i bör-jan av oktober. Här ska några frågor kort diskuteras, utan att anspråk görs på att komma med några svar.

Rating som metod för kreditriskbedömning

De kommersiella ratinginstituten har kritiserats starkt på grund av att de strukture-rade kreditinstrumenten som diskuterats ovan ofta haft hög rating, ofta högre än

många stater och en hel del av de mest välskötta större företagen. Även om det är för tidigt att uttala sig om i vilken utsträckning de högt ratade värdepapperen verkligen kommer att medföra slutliga förluster, finns det en brett utbredd uppfattning om att ratinginstituten inte värderat risken på ett riktigt sätt. Det pågår för tillfället ett arbete inom IOSCO⁵ med att se över om det krävs reglering och tillsyn av ratinginstituten, avseende exempelvis hanteringen av intressekonflikter och för att säkerställa kvaliteten på ratingen.

Ifrågasättandet av ratinginstituten kommer i stort sett samtidigt som användningen av rating på sitt sätt uppmuntras ytterligare av staten, genom att extern rating får användas vid beräkning av kapitalkravet enligt Basel 2-reglerna. För ett system som det svenska ska inte betydelsen av detta överdrivas. För det första används intern rating i större delen av det svenska systemet, genom att storbankerna och ytterligare fyra företag har fått tillstånd för att använda internametoden för kreditrisk. För det andra är det vad gäller de viktigare tillgångsklasserna egentligen bara exponeringar mot icke-finansiella företag där ratingen verkligen påverkar kapitaltäckningen. Hos svenska kreditinstitut som använder schablonmetoden avser företagsexponeringarna bara 8 procent. Av dessa exponeringar är det bara i storleksordningen 1 procent som påverkats av extern rating. Effekten från extern rating måste därför ses som ytterst begränsad vad gäller en bankmarknad som den svenska. För banker som investerat mycket i strukturerade kreditinstrument kan dock frågan vara viktigare, eftersom ratingen av dessa påverkar kapitaltäckningen. Detta är dock av marginell betydelse i Sverige, eftersom placeringarna i denna typ av instrument är små.

En annan aspekt av ifrågasättandet av rating är att den interna rating som banker numera använder för sin kapitaltäckning, efter tillstånd från tillsynsmyndigheten, inte är väsensskild från extern rating. Den bygger också på historiska skattningar av kreditförluster, som genererar förlustsannolikheter som bygger på ett antal kvantitativa och (oftast) vissa kvalitativa faktorer. Det kan diskuteras om den interna ratingen därmed riskerar att utsättas för samma problem och kritik som den externa ratingen.

Det finns dock ett antal förhållanden som gör problemen med intern rating mindre. Ett sådant är att bankerna har ett stort antal krediter och att vissa felbedömningar av förlustsannolikheten för enskilda krediter inte är så bekymmersamt, så länge det inte finns en systematisk underskattning av kreditrisken. Det bör i sammanhanget också framhållas att en förlust för en högt ratad kredit inte behöver visa på fel i sannolikhetsbedömningen – även en låg förlustsannolikhet kommer då och då infrias. Vidare har banken normalt en bred intern historik för de krediter den beviljar. Ofta har den inte varit tillräckligt lång, men då har myndigheterna krävt konjunkturjusteringar och flera särskilda försiktighetsmått, för att undvika systematiska underskattningar av kreditrisken. Även om enskilda krediter är felbedömda bör risken för en systematisk underskattning av hela portföljers kreditrisk inte vara så stor. Systemet bör också sättas i relation till dess syfte och användning. Tidigare var den riskjustering som gjordes av olika tillgångar i kapitaltäckningsreglerna extremt grov. Intern rating medför en mycket mer finjusterad och rättvisande risksviktning. Men syftet är fortfarande bara att bestämma den kapitalbuffert banken måste ha. Likväl är det för tidigt att med stor säkerhet kunna avfärda denna typ av risker. Dessa kommer att behöva följas noga framöver när erfarenheterna från de nya kapitaltäckningsreglerna växer fram.

Tillsyn av likviditetsrisk i bankerna

Även om finansmarknadsoron härrör från kreditriskrelaterade problem, har de allvarligaste problemen för bankerna hittills bestått i likviditetsproblem. Detta sätter fokus på bankernas hantering av likviditetsrisker. Som framhålls i nästa kapitel om bankerna har tillsynen av likviditetsrisk redan tidigare kommit upp högt på dagordningen i det internationella tillsynssamarbetet, efter att inte ha kunnat prioriteras under den mångåriga utvecklandet av Basel 2. Sårbarheten för likviditetsstörningar och behovet av goda likviditetsbuffertar har blivit uppenbar och akut för

⁵ International Organization of Securities Commissions

många europeiska banker under turbulensen. Samtidigt har inte tillsynsmyndigheternas fokus och krav på dessa områden varit så stor. Sannolikt kommer fokuset att öka kraftigt på bankernas likviditetsriskhanteringen och en diskussion uppstår i tillsynssamarbetet om och i så fall hur bankernas likviditetshantering bör regleras eller tillses striktare än hittills.

Transparens på kreditmarknaden

En av de stora orsakerna till turbulensen har varit att den komplexa marknaden för strukturerade kreditprodukter gjort det omöjligt att skapa sig en bild av vem som egentligen bär och drabbas av de kreditförluster som emanerar från den amerikanska subprime-marknaden. Den uppenbara reaktionen har varit att det behövs mer transparens på kreditmarknaden. Frågan är bara hur denna transparens ska uppstå. Handlar det om att transparensen ska öka för de olika typer av strukturer som sätts upp? Ska det i så fall ske genom frivillighet på marknaden eller genom regleringsinitiativ? Om det ska ske med reglering blir en fråga hur man undviker att strukturerna skapas i områden som inte omfattas av fullgod reglering – vilket de redan idag görs? Eller handlar det om att banker och institutionella placerare ska vara mer öppna med sina placeringar? Och om detta ska ske så att man faktiskt kan se exponeringar på detaljnivå, vilket förmodligen krävs för att transparensen ska uppnå önskad effekt, kan detta ske utan att företagets strategi och affärshemligheter avslöjas? Det är alldeles för tidigt att ens försöka besvara dessa frågor, men de illustrerar att problemet är komplicerat och att det förmodligen inte finns några enkla lösningar för att hantera det.

Det har länge varit ett stort fokus från europeiska tillsynsmyndigheter och centralbanker att marknaden för strukturerade kreditprodukter vuxit snabbt och att kreditriskerna därmed flyttat ut från bankerna. Det grundläggande förhållningssättet har i stor utsträckning varit att det viktiga är att ha koll på bankernas hantering av detta och hur de sköter sina risker. I några europeiska banker har detta uppenbarligen inte fungerat, vilket förefaller hänga samman med att kreditrisken kommit tillbaka in i dessa banker genom att banken köpt strukturerade kreditprodukter eller gjort löften om att stödja olika strukturer med likviditet om det skulle behövas. Det är även tänkbart att fler kommer drabbas om den likviditetstillförsel som vissa banker gjort till problemdrabbade strukturer skulle medföra förluster så småningom, vilket vi dock hittills inte sett i någon mer betydande omfattning. Även om fokuseringen på bankernas riskhantering i stället för på de strukturerade kreditprodukterna i sig i vissa fall inte visat sig fungera tillfredsställande, är det för tidigt att förutsätta att denna inriktning på tillsynen inte är den mest effektiva. Från svenskt perspektiv förefaller bankernas riskhantering och den tillsyn som bedrivits av denna vara tillfredsställande, åtminstone såtillvida att alltför stort engagemang i de aktuella riskfyllda verksamheterna undvikits av bankerna.

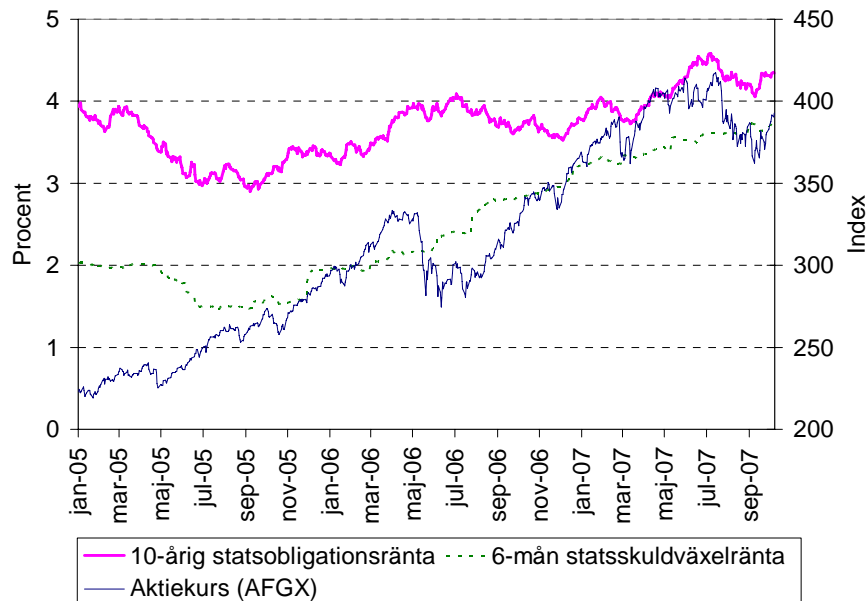
Slutligen uppstår frågan om relationen mellan marknadsvärdering av tillgångar enligt redovisningsreglerna och risken för illikvida marknader. Tillsynen måste säkerställa att redovisningsreglerna efterlevs och att reglerna tillämpas på ett sådant sätt att de fyller sitt syfte.

Ränte- och aktiemarknadsutveckling

De för svenska placerare viktigaste finansiella marknaderna – de svenska aktie- och statspappersmarknaderna – har inte reagerat så negativt på turbulensen som kunde befaras. Aktiemarknaden har varit volatil de senaste månaderna, men merparten av fallet i förhållande till toppnoteringen i juni skedde innan turbulensen inleddes i augusti. I ett längre perspektiv har aktiemarknaden utvecklats positivt (se figur 3). Från september 2006 till september 2007 steg börsen (AFGX) med ungefär 20 procent.

Även räntorna har utvecklats positivt ur pensionsbolagens perspektiv, med stigande kort- och långräntor. Långräntorna föll inledningsvis under turbulensen, sannolikt som en följd av ”flight to quality”-beteende hos investerarna, men de har återhämtat sig de senaste veckorna. En relativt positiv förväntansbild vad gäller konjunkturen, samt ökande inflationsrisker ligger förmodligen bakom de stigande räntorna överlag.

Figur 3. Utvecklingen på aktiemarknaden (AFGX) samt långa och korta riskfria räntor.



Källa: Reuters Ecowin

Bankerna

En fortsatt relativt god ekonomisk tillväxt, fortsatt låg inflation och måttligt stigande räntor utgör huvudscenariot hos flertalet konjunkturbedömare. Med den sammantagna utvecklingsbilden kommer bankerna att utvecklas positivt även framöver. Men högre räntor i kombination med något svagare tillväxt kommer att påverka intjäningen negativt. Kreditförlusterna torde också öka, både när det gäller utlåning till företag och till hushåll. Mer påtagliga kreditförluster gentemot hushållen kan uppstå om bostadspriserna mer varaktigt skulle sjunka.

Att storbankerna bedriver en allt större del av sin verksamhet i flera länder utanför Sverige innebär å ena sidan en riskspridning, å andra sidan en mer komplex riskbild. Överhettningen i Estland och i synnerhet Lettland innebär att risknivån på dessa marknader höjts.

Svallvågorna av den amerikanska bolånekrisen påverkar även svensk finansmarknad och svenska banker. De svenska bankerna har bara haft marginella exponeringar mot turbulensens epicentrum – amerikanska subprime-lån – och endast begränsade direkta och indirekta exponeringar mot närliggande risker som olika strukturerade kreditpapper med oklart riskinnehåll. Riskerna för de svenska bankerna ligger främst i de generella negativa effekter finansornen kan få på marknaderna och på konjunkturen.

De nya kapitaltäckningsreglerna, Basel 2, har nyligen implementerats, och det är än så länge för tidigt att utvärdera effekterna. Dock står det klart att de svenska bankerna på sikt kommer att få sänkta kapitalkrav. Det kan också konstateras att det nya regelverket och förberedelserna för detta redan har inneburit en bättre kapitalplanering och riskhantering i både större och mindre finansföretag.

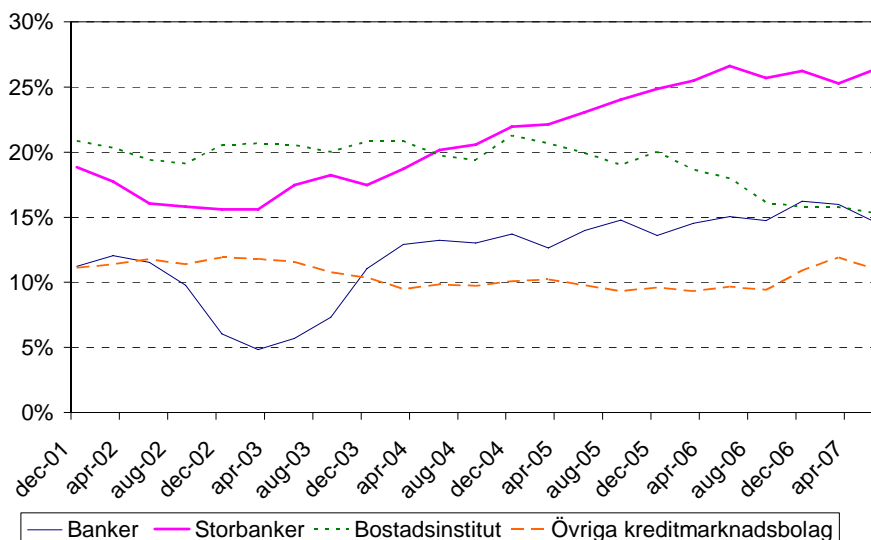
Svenska banker i allmänhet och storbankerna i synnerhet har haft en mycket god finansiell utveckling under en rad år. Frånsett en mindre dämpning under 2001-02, har storbankerna stadigt och påtagligt förbättrat sina sammanlagda resultat ända sedan 1999. Starka finanser och stabilitet har utgjort signum för utvecklingen, trots att konjunkturen emellanåt varit försvagad, börsutvecklingen periodvis varit vikande och räntemarginalerna krympt.

Orsaken ligger i en gynnsam omvärldsutveckling i kombination med bl.a. intern effektivisering. Den goda utvecklingen beror på flera saker. Förutom den gynnsamma allmänekonomiska miljön med god tillväxt och låga räntor finns också ett antal mer strukturella förklaringar. Det handlar om god kostnadskontroll, ökad elektronisering av rutintjänster, ökade provisionsintäkter från främst betaltjänster och från aktiehandel, expansion på snabbväxande marknader som i Baltikum, och sist men inte minst att kreditförlusterna under flera år varit närmast obefintliga. Detta beror i första hand på att bankernas kunder mår väl och klarar sina skulder i det goda ekono-

miska klimatet. Att bankerna under senare år aktivt utvecklat sin riskhantering torde också ha bidragit positivt.

Utvecklingsbilden är inte unik för Sverige . Även i Europa i övrigt gäller samma bild av förbättrad finansiell ställning, låga kreditförluster, snabbt växande utlåning till i första hand bostadssektorn och växande provisionsintäkter. Generellt kan man dock säga att de svenska och nordiska bankerna haft en mer tydligt positiv utveckling än flertalet andra⁶.

Figur 4: Avkastning på eget kapital i olika grupper av kreditinstitut. Rullande 12-månaderstal



Kommentar: "Storbanks" avser hela koncernerna, d.v.s. inkl storbanksens bolåneverksamhet och finansbolag etc. Källa: Finansinspektionen

Olika företag på kreditmarknaden

Den svenska bankmarknaden domineras av de fyra stora bankkoncernerna som har en sammanlagd balansomsättning på 9 100 miljarder kronor, inräknat alla dotterbolag. Motsvarande siffra för de mindre bankerna och de fristående kreditmarknadsbolagen är 2 600 respektive 700 miljarder kronor. De mindre bankerna är en heterogen grupp både sett till verksamhet och storlek. Gruppen banker består av mindre affärsbanker, sparbanker, av banker med en stor andel av verksamheten förknippad med värdepappershandel som till exempel Nordnet Bank, Carnegie och Kaupthing Bank. Även kreditmarknadsbolagen utgör en blandad grupp, i synnerhet med avseende på storlek. Kreditmarknadsbolagen är antingen företag som erbjuder kreditkortstjänster, leasing eller som lånar ut pengar till konsumtion. Vissa tar också emot inlåning. Även bolåneinstituten ingår i gruppen kreditmarknadsbolag, låt vara att en stor del utgör en del av storbankskoncernerna. I gruppen kreditmarknadsbolag ingår också företag som Svensk Exportkredit, Kommuninvest och Landshypotek. Utvecklingen kvartal för kvartal för de olika grupperna av kreditinstitut kan följas via FI:s kreditmarknadsbarometer, som återfinns på FI:s webbplats (www.fi.se)

Resultatutvecklingen har det senaste året varit gynnsam även för de mindre bankerna och kreditmarknadsbolagen. Förbättringen av resultat och lönsamhet ska, på samma sätt som för storbankskoncernerna, ses mot bakgrund av en stark utlåningstillväxt, låga kreditförluster och en hög aktivitet på de

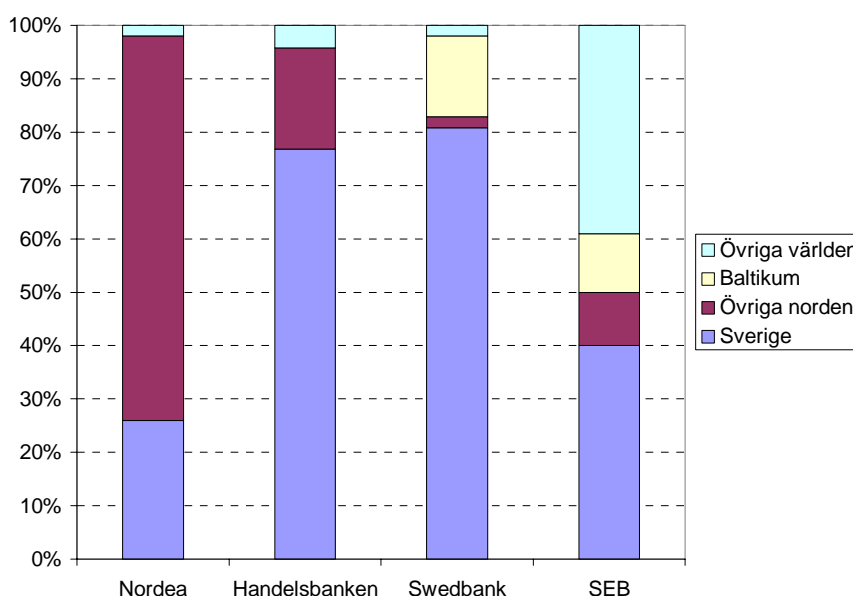
⁶ Bland större banker inom EU, låg ett vägt genomsnitt av avkastningen 2006 kring 20 procent, att jämföra med drygt 25 för de svenska/nordiska bankkoncernerna. De mindre bankerna förefaller ligga nära eller obetydligt över EU-snittet.

finansiella marknaderna fram till halvårsskiftet 2007. Kapitäläckningssituationen är stabil. Utlåningstillväxten har framförallt påverkat räntenettet positivt i kreditmarknadsbolag och banker med traditionell bankverksamhet så som sparbanker och andra mindre banker. Den höga aktiviteten på de finansiella marknaderna, med stigande aktiekurser och hög börsomsättning, har gynnat provisionsnettot för banker med en hög andel värdepappersrelaterad verksamhet som Nordnet, Carnegie och Kaupthing.

Expansionen i Baltikum

Svenska banker har blivit allt mer internationella. Strukturförändringarna inom banksektorn de senaste åren har präglats av den expansion som skett i Norden och Baltikum, för SEB även i Tyskland och för SHB i Storbritannien. Bankkoncernerna har också ökat sin aktivitet i länder som Polen, Ryssland och Ukraina, även om engagemangen än så länge är små.

Figur 5: Den geografiska fördelningen av storbankernas utlåning vid halvårsskiftet 2007



Källa: Bankernas delårsrapporter och presentationer.

Skillnader i hur den geografiska fördelningen redovisas gör att exakta jämförelser mellan bankerna inte kan göras. Diagrammet ger därför en översiktlig bild snarare än exakt jämförbara uppgifter. Beträffande SEB kan noteras att Tyskland svarar för en betydande del av kategorin "övriga världen"

De utländska verksamheterna innebär att bankernas kreditportfölj blir mer diversifierad, på så sätt att de blir mindre ensidigt exponerade mot den svenska ekonomin. Samtidigt blir verksamheten mer komplex och i princip mer svårkontrollerad, i och med att viktiga verksamheter finns på relativt stort geografiskt avstånd från ledningen, och i olika nationella finansiella system och rättsordningar. Detta ställer ökade krav på styrning och kontroll.

Lönsamheten på de snabbväxande baltiska marknaderna är och har varit god. SEB och Swedbank dominerar de baltiska bankmarknaderna via sina baltiska dotterbolag, med gemensamma marknadsandelar på mellan 50 och 80 procent i de olika länderna. Även om de baltiska verksamheterna inte motsvarar så stor andel av utlåningen i de bägge bankkoncernerna (12 pro-

cent för SEB, respektive 16 procent för Swedbank), är de, som framgår av tabellen nedan, ganska tungt vägande ur intjäningssynpunkt eftersom marginalerna är jämförelsevis stora. Dessutom är tillväxten stark – utlåningen i mars 2007 var 46 procent högre än i mars 2006 .

Den överhettning som sen en tid präglat dessa marknader innebär dock en tydligt ökad risknivå. Utvecklingen innebär stark ekonomisk tillväxt, men också, som framgått i kapitel 2, av växande balansproblem som bland annat kommer till uttryck i en förhållandevis hög inflation och växande bytesbalansunderskott, samtidigt som knytningen till euron minskar det ekonomisk-politiska manöverutrymmet.

Tabell 2: Bankernas exponering mot de baltiska länderna, kv 2 2007

	SEB	Swedbank
Utlåning till allmänheten (% av total utlåning)	12 %	16 %
Utlåning (% av koncernens egna kapital)	176 %	260 %
Andel koncernens rörelseresultat 1:a hä 2007	18 %	31 %

Källa: Bankernas delårsrapporter och bankernas presentationer i samband med delårsrapporterna.

Exponeringarna skiljer sig mellan bankerna. Fördelningen av exponeringarna mellan olika portföljer varierar mellan bankerna. SEB:s utlåning sker främst till företag och i något mindre utsträckning till hushåll. Swedbank däremot har en viss övervikt mot utlåning till hushållssektorn, i synnerhet med inriktning på bolånemarknaden, jämfört med företagsutlåning. Cirka 15 procent av bankernas baltiska kreditexponeringar ligger i den kommersiella fastighetssektorn.

En stor del av utlåningen är utsatt för valutarisk. En speciell typ av risk i såväl Baltikum som i flertalet andra övergångsekonomier är att en dominerade del av utlåningen både till företag och till hushåll sker i främmande valuta, framför allt euro, i syfte att tillgodogöra sig den lägre räntenivå detta innebär. Detta fungerar utmärkt – under förutsättning att den egna valutan inte deprecierar. Att länderna förvisso har en bestämd strävan att hålla en fast kurs mot euron, med syftet att på sikt inträda i eurozonen, är ingen garanti för att man också lyckas. Om en depreciering i något läge skulle framtingas skulle det sannolikt generera dels direkta kreditförluster, dels skapa en generellt mer svårhanterlig ekonomisk-politisk situation som i sin tur skulle påverka verksamhetsförutsättningarna negativt.

Inte ens mycket stora problem i de baltiska ekonomierna behöver utgöra något direkt stabilitetshot mot de aktuella svenska bankerna. Bankerna själva har, liksom även Riksbanken⁷, genomfört olika stresstester där man försökt kvantifiera effekterna på respektive bank av olika (negativa) scenarios. Det grundläggande skälet till att de omedelbara stabilitetsriskerna ändå är måttliga, är att de baltiska verksamheterna än så länge trots allt utgör en begränsad del av de svenska bankkoncernernas totala utlåning. Men som framgår i tabellen ovan svarar de för en viktig del av intjäningen, och riskerna växer givetvis i takt med dessa marknaders betydelse. De långsiktiga kostnaderna skulle också kunna bli mycket kännbara, genom att satsningarna på de baltiska marknaderna utgjort en central och offensiv del av bankernas strategier. Skulle det uppstå omfattande och kostsamma problem skulle detta därför få effekter som skulle gå utöver direkta kostnader för kreditförluster.

⁷ Se Riksbankens "Finansiell stabilitet 2007:1"

Bankerna har skärpt sin styrning och höjt kraven i kreditgivningen för att minska sina risker. Bankerna har under 2007 på olika sätt skärpt sin kreditprövning, ställt högre krav på kassaflöden etc., i synnerhet visavi vissa sektorer som fastighetsbranschen, liksom för utlåning i euro. En komplikation i sammanhanget är att bankerna, till följd av den dominerande ställning de har på de baltiska bankmarknaderna, i praktiken inte bara kan ta hänsyn till sin normala riskbedömning i de strategiska besluten på den baltiska marknaden, utan också bedöma vilken påverkan detta skulle få på ekonomin i stort i dessa länder eftersom det i sin tur påverkar kvaliteten i deras kreditportföljer.

FI följer aktivt bankernas aktiviteter i Baltikum. Detta sker bland annat genom kontakter direkt med bankernas dotterbolag i de baltiska länderna och med de baltiska tillsynsmyndigheterna. Frågorna har också diskuterats med de svenska moderbankerna. FI arbetar för sin del med att analysera hur olika utvecklingsscenarier kan komma att påverka bankkoncernerna.

Bolåneexpansionens risker

Utlåningen för bostadsköp har expanderat starkt under lång följd av år, samtidigt som marknaden förändrats. En stor andel av bankernas kreditexponeringar består av utlåning för bostadsändamål. Utlåningen till hushållen har också, som framgått, hållit en expansionstakt på eller över tio-procentnivån under en följd av år, och har svarat för en viktig del av den intäktsexpansion som bankerna upplevt - detta trots att konkurrensen på området ökat och marginalerna pressats. En viss dämpning av utlåningstillväxten kan dock noteras på senare tid, sannolikt som en avspegling av det stigande ränteläget.

Rishtagandet har ökat. Parallellt med och delvis som en bidragande förklaring till expansionen, har viktiga strukturförändringar skett i marknaden. Exempelvis har belåningsgraderna ökat liksom andelen lån till rörlig ränta, och amorteringstiderna har blivit längre. Låg upplevd risk i utlåningen, förstärkt och bekräftat av det nya kapitaltäckningsregelverket (Basel 2), och växande konkurrens på marknaden har ökat kreditgivarnas benägenhet att ställa mindre strikta krav på säkerheter. En perspektivförskjutning i kreditprövningen har pågått sedan ganska lång tid, för övrigt också sanktionerat i regelverken, mot huvudfokus på låntagarens betalningsförmåga snarare än bostadens värde.

Låga räntor och stigande bostadspriser har drivit på utlåningen. Expansionen på bolåneområdet – som för övrigt går igen i nästan alla europeiska länder - har drivits fram av i första hand två saker: låga räntor och stigande bostadspriser. Sjunkande arbetslöshet och växande inkomster har också bidragit.

Stigande räntor medför ökade risker för kreditförluster eftersom räntekostnaderna blir svårare att klara för vissa kunder, särskilt om detta sammanfaller med arbetslöshet. Direkta förluster av mer betydande omfattning torde uppstå först i ett läge där också huspriserna faller. Fallande bostadspriserna kan låntagaren få svårt att återbetala lånet om han eller hon måste sälja sin bostad, i synnerhet sett i perspektivet av de stigande belåningsgraderna. Skulle ett prisfall bli stort och inte snabbt återhämta sig, skul-

le det kunna handla om totalt sett ganska betydande förluster. Ovanpå detta skulle en utveckling med fallande bostadspriser och stigande räntekostnader för hushållen också få negativa effekter på hushållens konsumtion och framtidstro och dämpa den allmänna ekonomiska tillväxten. I en andra vända skulle bankerna i ett sådant scenario drabbas negativt via en generell minskad låneefterfrågan och sannolikt växande kreditförluster.

Risken för ett scenario med stigande räntor, stigande arbetslöshet och fallande bostadspriser är låg. Även om risken är låg, så har den ökat i linje med de resonemang som förs i kapitlet *Konjunktur- och marknadsutveckling* i början av den här rapporten.

Ökad utlåning och ökat risktagande är inte nödvändigtvis negativt eller problematiskt. Ur kreditgivarsynvinkel är bolån fortfarande, och av flera skäl, en verksamhet med låg risk. Men riskexponeringarna har dock ökat samtidigt som marknadsstrukturen förändrats på flera sätt. Redan detta ger anledning att vara observant på utvecklingen.

Ökade förluster på bolån utgör inte ensam något hot mot banksystemet. De risker som finns på bolåneområdet ska samtidigt vägas mot det förhållandet att det stora antalet relativt små lån till människor i olika boendeformer, yrken, åldrar, regioner etc. ger en god diversifiering av riskbilden, samtidigt som det normalt finns relativt betryggande säkerheter för lånen. Bankerna har alltså goda möjligheter att säkra det mesta av sina finansiella engagemang, även i de fall kunderna får problem. Det gör att bolåneexponeringarna i sig innebär små risker för direkta systemhotande förlopp – det vill säga givet att förluster på detta område inte sammanfaller med omfattande problem på andra marknader.

Även lånen utan säkerhet har ökat. Om hushållen mer brett skulle få svårt att bära ökade räntekostnader, påverkar detta givetvis också deras förmåga att klara sina övriga lån. Stocken av lån utan säkerhet är väsentligt mindre – drygt 7 procent av den totala hushållsutlåningen⁸ – än de lån som har (i första hand) fastigheter som säkerhet. Förlusterna blir dock avsevärt större här när problem inträffar, eftersom bankerna här, per definition, inte har säkerheter som kan realiseras om kunden får betalningsproblem.

Nya risker i företagsutlåningen – hedgefonder och private equity

Utvecklingen har vänt. Efter flera år av svag utveckling har företagsutlåningen under de senaste två åren haft god tillväxt, framdriven av de växande investeringsvolymerna i hägnet av den goda efterfrågeutveckling som företagen i såväl industrin som tjänstesektorerna mött.

Företagsutlåning mer riskfyllt än bolån. Jämfört med bolåneområdet innebär företagsutlåning generellt högre risk, en lägre grad av standardisering och, åtminstone delvis, med större möjligheter till goda marginaler. Samtidigt präglas också företagsmarknaden av en allt hårdare konkurrens, både på storföretagssidan och på småföretagssidan. I det förra fallet konkur-

⁸ Drygt 78 % av hushållsutlåningen har småhus eller bostadsrätt som säkerhet, 15 % har andra säkerheter eller borgen.

rerar svenska banker med stora utländska banker, i det senare fallet finns en hård konkurrens mellan de svenska bankerna som alla ser gruppen små- och medelstora företag som ett prioriterat tillväxtområde.

Utlåningen till hedgefonder och private equity har ökat. På senare år har hedgefonder och så kallade private equity ökat sin aktivitet, både i Sverige och internationellt. När det gäller private equity har detta mest synligt kommit till uttryck i en rad företagsuppköp. Dessa uppköp finansieras i betydande grad med lån, företrädesvis från bankerna. Det har från olika håll framförts farhågor för att den ökade konkurrensen mellan private equity driver upp priserna på de företag som köps upp, samtidigt som konkurrensen mellan bankerna om finansieringen kan driva fram underprissättning och ett för stort risktagande.

FI har undersökt bankernas exponeringar. FI har också översiktligt undersökt administration och riskhantering av engagemangen i hedgefonder och private equity⁹.

Bankernas har låg exponering mot hedgefonder och private equity. De sex bankerna i undersökningen hade en sammanlagd exponering på cirka 120 miljarder kronor mot hedgefonder och private equity vid utgången av 2006. Deras totala limiter för samma exponeringar var 270 miljarder kronor. Utnyttjandegraden av limiterna är alltså ganska låg. De fyra storbankernas exponeringar mot hedgefonder motsvarade i genomsnitt 0,5 procent av balansslutningen. Motsvarande siffra för exponeringar mot private equity var 0,9 procent. Det fanns heller inga större koncentrationer av kredit- och innehavsrisker än i övriga verksamheter vilket ytterligare sprider riskerna. I övrigt bedömdes administrationen och riskhanteringen i bankerna vara tillfredsställande. Sammanfattningsvis utgör alltså storbankernas exponeringar mot hedgefonder och/eller private equity knappast något hot mot stabiliteten i det finansiella systemet.

Marknaden förändras snabbt – fortsatt bevakning nödvändig. FI:s undersökning baseras på data per årsskiftet 2006/07 och på intervjuer och enkätsvar insamlade under första halvåret 2007. Men hänsyn till den fortsatta expansionen inom de undersökta områdena kan bilden ändras snabbt. Därför fortsätter Finansinspektionen att följa bankernas och försäkringsföretagens engagemang.

Den kommersiella fastighetsmarknaden är expansiv men stabil. Den goda ekonomiska utvecklingen har bland annat fått till följd att priserna på kommersiella fastigheter ökat markant. De svenska bankernas exponeringar mot fastighetsmarknaden har ökat, samtidigt som fastighetsexponeringarna i relation till totala exponeringar är i huvudsak oförändrade. Ser man till fastighetsportföljernas fördelning i företagens olika riskklassificeringssystem så är kreditkvaliteten fortfarande god. De undersökta företagens exponeringar innebär i dagsläget inte någon förhöjd risk för stabiliteten på den svenska finansmarknaden. Eftersom fastighetsexponeringarna ändå ökat i ganska stor omfattning i kombination med att marknaden är känslig för stigande räntor kommer FI att följa utvecklingen under den närmaste tiden.

⁹ Hedgefonder och private equity - bankernas och försäkringsföretagens exponeringar (FI 2007:13)

Hur påverkas bankerna av oron på den internationella kreditmarknaden?

De svenska bankerna har inte haft annat än marginella exponeringar mot den amerikanska subprime-marknaden. Innehaven av tillgångar med subprime-inslag uppgår hos de fyra storbankerna till uppskattningsvis drygt tre miljarder kronor. Även exponeringarna i form av andra tillgångar och åtaganden som påverkats negativt av turbulensen har varit begränsade, som exempelvis åtaganden mot olika strukturerade kreditpapper eller likviditetslöften till strukturer. De innehav som ändå finns är dessutom nästan uteslutande mycket högt ratade. FI känner ingen oro för eventuella kredit- och marknadsriskrelaterade förluster som kan tänkas uppstå till följd av turbulensen.

Subprime-krisen har försvårat bankernas finansiering. Som framgår i kapitel 2 har subprime-krisen mest tydligt, och i vart fall så här långt, fått genomslag i olika likviditetsstörningar. Även de svenska bankerna har märkt av den åtstramning som skett på de internationella finansieringsmarknaderna i form av högre priser och kortare löptider. På den svenska kapitalmarknaden finns dock inga exempel på utestängningar när det gäller likviditetsförsörjningen liknande de som kunnat observeras utomlands. Några extra åtgärder från Riksbankens sida för att stärka likviditeten har inte heller varit aktuellt. Men ränteskillnaden mellan statspapper respektive bostads- och företagspapper har vidgats, vilket alltså innebär en relativt sett ökad upplåningskostnad för bolåneföretagen och andra företag som finansierar sig på räntepappersmarknaderna.

Bankernas marknadsvärderade tillgångar med kreditrisk har fallit i värde. Priset på tillgångar med kreditrisk har överlag fallit som en konsekvens av turbulensen, vilket påverkar värdet av bankernas innehav av sådana tillgångar i den utsträckning som de marknadsvärderas, eftersom bankernas innehav av kreditinstrument som fallit i värde och som marknadsvärderas är litet.

Konjunkteffekter kan slå mot intjäning och kreditkvalitet på sikt. Vilka konsekvenser marknadsoron kommer att få på konjunkturen i USA, Europa och Sverige är oklart. Att det kommer att påverka är tämligen klart, men inte i vilken utsträckning och med vilken tidsprofil. Finansoron kan alltså komma att påverka konjunkturutveckling och finansmarknader mer brett och för ansenlig tid framåt. Om så blir fallet får detta självklart betydelse för de svenska bankerna med bl.a. minskad intjäning, liksom för svensk ekonomi i stort och därmed även kreditförlusterna.

Den mest påtagliga effekten för de svenska bankerna har således varit den ökade likviditetsrisken. På de internationella finansmarknaderna har oron utlöst olika effekter som hämmat marknadlikviditeten, exempelvis att vissa banker samlar på sig likviditet för att kunna möta sina förpliktelser, eftersom man är osäker på möjligheten att skaffa likviditet på marknaden när den behövs. FI följer och kommer att följa utvecklingen. FI:s bedömning är att de svenska bankerna är väl rustade för att hantera situationen även om turbulensen och misstron på de finansiella marknaderna skulle hålla i sig en längre tid.

Modernisering av likviditetsrisktillsynen

FI håller på att bygga ut och modernisera sin tillsyn av hanteringen av likviditetsrisker i kreditinstitut och värdepappersbolag. Detta sker parallellt med en liknande utveckling på EU-nivå och även i andra länder.

När det gäller kapital som skydd mot likviditetsrisker anser FI att även om ett kreditinstitut är solvent skulle det kunna komma i en situation där det inte kan möta sina betalningsförpliktelser. Orsaken kan vara negativ information och rykten om institutet beroende på dess resultatutveckling och ställning. De problem som det engelska bolåneföretaget Northern Rock mött illustrerar till detta. Betalningssvårigheterna skulle också kunna uppstå som en följd av problem i ekonomin i allmänhet eller hos andra kreditinstitut, eller i de finansiella marknaderna generellt. Man kan uttrycka det som att likviditetsrisken är en betingad risk orsakad av kreditförluster eller andra problem i den egna rörelsen eller av en allmän ekonomisk eller finansiell kris. Sådana likviditetsproblem löses inte nödvändigtvis med en stor kapitalbas. Finansinspektionen ställer därför inte krav på att företagen håller kapital för (betingade) likviditetsrisker.

Däremot förväntar sig FI en genomtänkt och kvalificerad hantering av företagets likviditetsrisk. Uppkomsten och effekterna av en likviditetskris kan motverkas om företagets exponering är begränsad och riskhanteringen god. FI publicerade i juni 2007 en vägledning när det gäller likviditetsrisker och – hantering, där FI rekommenderar att företagen har tydliga processer för att identifiera, mäta, rapportera likviditetsrisker, att styrelserna fastställer limiter och att företagen har beredningsplaner för att hantera likviditetsproblem i krissituationer.

Det har under året också startats utvecklingsarbeten såväl inom Baselsamarbetet som EU. Syftet med dessa är att ta fram en statusrapport om nuvarande regelverk inom EU och inom G10 länderna. Dessa rapporter kommer båda att bli klara under hösten. Mandatet från Kommissionen är mer långtgående än från Baselkommittén. Det syftar till att få fram gemensamma principer och en samordnad tillsyn av bankerna inom EU vad gäller likviditetsrisker.

De nya kapitaltäckningsreglerna och de svenska bankerna

De nya kapitaltäckningsreglerna Basel 2 har trätt i kraft. Det nya internationella regelverket för kapitaltäckning som i Sverige trädde i kraft den 1 februari i år, berör på ett i många fall genomgripande sätt sammantaget cirka 270 svenska företag; banker, kreditmarknadsbolag och värdepappersbolag av varierande storlek och med varierande komplexitet i sin verksamhet. Det påverkar också den finansiella tillsynen. Det grundläggande syftet är att göra kapitaltäckningskraven bättre anpassade till de faktiska riskerna. Det innebär också att företagen får större möjligheter att prissätta med hänsyn till risken i den enskilda affären.

För de svenska bankerna leder de nya reglerna till att det totala kapitalkravet blir lägre, i vissa fall betydligt lägre. Givet den affärsinriktning de svenska bankerna har, med en stor andel mindre riskfylld hushållsutlåning, kommer kapitalkraven på dessa att sjunka mer eller mindre kraftigt¹⁰. Det ska observeras att även om undersökningar hittills visat att kapitalkravet för de större aktörerna kan komma att minska med så mycket som 30-40

¹⁰ Utgångspunkten för det nya regelverket är att kapitalkraven för banksystemen som helhet ska ligga på en i princip oförändrad nivå, men fördelas annorlunda beroende på graden av risk i utlåningen. Förenklat ska en bank med en hög andel riskfylld företagsutlåning få höjt kapitalkrav, medan en bank med stor andel lågriskbetonad utlåning (ex vis bolån) ska få lägre kapitalkrav.

procent¹¹, fördröjer övergångsreglerna under 2007-2009¹² genomslaget och försvårar möjligheterna att fullt ut se hur bankerna hanterar ett sänkt kapitalkrav.

Kommer Basel 2 att förstärka konjunktursvängningarna?

Ett frågetecken kring det nya regelverket har gällt riskerna för att regelutformningen kan bidra till att förstärka konjunkturvariationerna i den finansiella sektorn och i ekonomin som helhet. I så fall skulle regelverkets huvudsyfte – att förbättra stabiliteten – kunna undergrävas och i värsta fall kunna bli direkt kontraproduktivt. Stora och snabba kast i den makroekonomiska utvecklingen är ju historiskt sett den viktigaste katalysatorn för uppkomsten av finansiella kriser.

Risken för finansiella störningar i allmänhet och för kreditförluster i synnerhet är i sig procyklisk, dvs. riskerna ökar när konjunkturen försämras och tvärtom. Eftersom reformeringen av kapitaltäckningskraven syftar till att tydligare relatera kraven till de risker finansföretagen utsätter sig för, är det oundvikligt att detta i viss bemärkelse får en procyklisk profil – en lågkonjunktur innebär att kreditriskerna växer, vilket höjer kravet på kapital. Detta leder i sin tur till minskad utlåning, vilket i slutänden skulle kunna innebära att lågkonjunkturen fördjupas ytterligare etc. Den första frågan som kan ställas - men än så länge knappast besvaras - är hur betydelsefulla dessa effekter kommer att bli och hur de kommer att slå igenom på samhällsekonomin.

Men man måste också göra en värdering av hur dessa "destabiliserande" effekter förhåller sig till de "stabiliserande" effekterna. Den cykliska effekten finns där och kan bidra till kraftigare konjunkturvariationer och därmed till påfrestningar på finanssektorn. Å andra sidan skulle frånvaro av kapitaltäckningskrav, eller om man behöll deras tidigare utformning, innebära en sämre prissättning av risk och en högre risknivå som i sin tur kan bidra till finansiella störningar med kännbara effekter för samhällsekonomin.

FI:s uppfattning är att i den mån en viss ökning av den konjunkturrella variabiliteten skulle uppstå, är detta sannolikt ändå ett rimligt pris för att få en mer riskanpassad prissättning av kredit och en generellt bättre riskhantering i företagen. Den förbättrade genomlysning av företagen som det nya systemet innebär bör också bidra till en bättre framförhållning och förutsebarhet även när det gäller konjunkturrella risker och effekter.

Allt annat lika kommer de nya reglerna att innebära genomsnittligt billigare krediter för låntagarna. En direkt och påtaglig effekt av det nya regelverket gäller alltså hur mycket kapital företagen måste hålla för olika typer av risker. Eftersom det innebär kostnader att hålla eget kapital som "krockkudde" för oväntade förluster, gör de lägre kapitalkraven att krediterna blir billigare för bankerna. Det ger i förlängningen en nedåtriktad tendens även för det pris låntagaren betalar. Notera dock att vinsterna av detta kommer att falla ojämnt över låntagarkollektivet, eftersom en ökad prisdifferentering utifrån den individuella risken är ett av de viktigaste syftena med det nya regelverket.

¹¹ Preliminära siffror från rapporteringen första kvartalet 2007 samt siffror från QIS 5. Detta avser en jämförelse mellan det gamla systemet och kapitalkravet utifrån den s.k. pelare 1. Detta är dock inte liktydigt med det slutliga utfallet. Av flera skäl torde den verkliga minskningen bli lägre. De två viktigaste skälen är för det första att det i det slutliga kapitalkravet torde tillkomma element från "pelare 2", dvs. från sådana, ofta mindre kvantifierbara, risker som ligger utanför beräkningarna i "pelare 1". För det andra kan strävan efter god rating innebära att man vill ligga på ett tydligt respektavstånd från en kalkylerad miniminivå. (Se "Finanssektorns stabilitet 2006" (FI 2006:14) för en fylligare diskussion).

¹² Kapitalkravet får inte minska med mer än fem procent 2007, tio procent 2008 samt 20 procent 2009 jämfört med det kapitalkrav företaget skulle ha med de gamla regelverket.

Effekter av de nya reglerna redan innan de trätt i kraft. Redan innan det nya regelverket formellt trädde i kraft den 1 februari 2007 kunde noteras en tendens att företagen accepterat högre belåningsgrader och i vissa fall kraftigt minskat sina räntemarginaler. Sannolikt beror detta till en del på att företagen i förväg tagit in en del av effekten i de nya reglerna, även om en ökad konkurrens, framförallt på bolånemarknaden, också spelat in.

De företag som använder sin interna modeller för att beräkna kapitalbehov gynnas särskilt. De företag som – efter tillsynsmyndighetens godkännande – får använda egna interna riskklassificeringsmodeller (så kallade IRK-modeller) för att skraddarsy kapitaltäckningen utifrån den verksamhet företaget bedriver kommer normalt att få ett lägre kapitalkrav och därmed också en konkurrensfördel gentemot företag som använder den i regelverket angivna schablonmetoden för att beräkna kapitalkravet för sina kreditrisker¹³. En erfarenhet från de prövningar som Finansinspektionen genomfört av företagens interna modeller de senaste två åren är dock bristen på data av bra kvalitet för att bygga de olika beräkningsmodeller som är nödvändiga. Detta gäller i synnerhet när man ska ta fram tillförlitliga mått på vad som händer då konjunkturen befinner sig i ett sämre läge, eftersom någon verkligt djup lågkonjunktur inte uppenbarats sedan början av 1990-talet. I flera fall har de därför tagit utgångspunkten i det tidiga 90-talets finanskris och kompletterat detta med mer kvalitativa och erfarenhetsgrundade bedömningar.

Samlad kapitalbedömning är den process där företag och tillsynsmyndighet ska komma fram till ett för varje företag väl avpassat krav på kapital. Det enskilda finansföretaget har i det nya regelverket ett uttryckligt krav på sig att inom ramen för en intern kapitalutvärdering, på ett samlat sätt kartlägga och bedöma sina risker, redovisa en god organisation för styrning och kontroll, och bedöma sitt kapitalbehov i relation till sin riskprofil. Man ska också kunna redovisa sina risker och sin riskhantering liksom sin kapitalplanering även för andra intressenter än tillsynsmyndigheter. FI:s uppgift är att inom ramen för den samlade kapitalbedömningen granska och bedöma den metodik och det resultat företagen kommit fram till inom ramen för sin interna kapitalutvärdering. FI kan i det sammanhanget också kräva att företagen ska hålla mer kapital än vad företaget självt anser nödvändigt.

FI ska ta ställning till om företagens processer för den interna kapitalutvärderingen håller tillräcklig kvalitet och ger rimliga resultat. FI har uppgiften att kontinuerligt analysera företagens risknivåer, riskhantering, kapitalsituation m.m. Detta sker på olika sätt. En utgångspunkt är den kvartalsvisa rapporteringen av finansiella och andra data som företagen ska göra till FI. Därutöver utnyttjas platsundersökningar, löpande kontakter med företagen och samarbete med andra tillsynsmyndigheter för de företagsgrupper som har verksamhet i andra länder. I synnerhet för de större företagen med en omfattande och komplex verksamhet spelar de senare formerna av informationsinhämtning en viktig roll.

Samlad kapitalbedömning är ett delvis nytt sätt att arbeta och samarbeta i tillsynen. Processen innebär ett nära samarbete, men samtidigt en principiellt tydlig rollfördelning mellan företagen och FI. Finansinspektionens

¹³ För en genomgång av viktigare beståndsdelar och terminologi kring "Basel2", se exempelvis "Företagens interna kapitalutvärdering" (FI 2005:8) och "Bankernas kapitalkrav med Basel 2" (FI 2006:6)

ställningstagande ska göras årligen och kommuniceras med företaget. Dialogen mellan FI och det enskilda företaget utgörs av löpande informationsutbyte, godkännanden i prövningsärenden samt frågor som kommer upp inom ramen för den löpande operativa tillsynen. I de fall FI anser att det finns svagheter och brister har FI skyldighet att ingripa. Dessa ingripanden kan se olika ut beroende på vilka brister det handlar om. SKB innebär en ny ram för traditionellt tillsynsarbete, men delvis också en ny roll för tillsynen som ställer delvis annorlunda och högre krav än tidigare. FI behöver fortlöpande skärpa analysverktyg och utveckla analysmetoder, intensifiera samarbetet med andra tillsynsmyndigheter och hitta vägar att på ett bra sätt kvalitetssäkra arbetet.

Den samlade kapitalbedömningen ställer också rollfördelningsfrågor på dagordningen. Samlad kapitalbedömning innebär en mer individualiserad och mer proaktiv tillsyn än tidigare. Detta innebär fördelar, men också vissa potentiella problem när det gäller rollfördelning och ansvar. När det gäller risken för oklar rollfördelning kan i formell mening sägas att den är hanterad i och med att företagen har det självklara ansvaret för sin riskmätning och sin interna kapitalutvärdering. Men det finns samtidigt en risk att en löpande och nära dialog mellan företag och tillsynsmyndighet i praktiken kan leda till - eller åtminstone uppfattas som - att företagen anser att alla dess göranden och låtanden är "godkända" så länge de inte är uttryckligen underkända. Och tillsynsmyndigheten kan uppfattas som medansvarig om något går fel.

Det är fortfarande för tidigt att dra slutsatser om de nya kapitaltäckningsreglerna eftersom endast en av tre pelare är fullt implementerad. Det nya regelverket och den tillsynsmodell som ska stödja detta har som framgått varit i drift bara under ungefär ett halvt år när detta skrivs. Det är självklart alldeles för tidigt att redan nu göra någon form av utvärdering av hur systemet fungerat och vilka resultat som uppnåtts, i synnerhet som SKB-processen, eller pelare 2, liksom pelare 3, som handlar om marknadsgenomsynningen, ännu inte fullt ut funnit sina former. Så här långt kan man dock konstatera att företagen lagt ner stora resurser och mycket arbete på att förbereda sig för de nya reglerna. Det har också på många håll inneburit en organisatorisk uppstramning bl.a. när det gäller riskhantering och kapitalplanering, och har sannolikt också mer brett bidragit till en förbättrad kvalitet i kreditbedömningar och riskhantering.

Företagen har utvecklat sin organisation och sin riskhantering. I de stora finansföretagen har arbetet pågått i flera år, medan de mindre företagen överlag kommit igång betydligt senare. FI har kunnat notera att man nu tagit till sig de nya kraven och det synsätt som dessa bottenar i, och snabbt utvecklat sina processer och sin organisation när det gäller riskkontroll och riskhantering. Ledningarna för företagen har dessutom i många fall upptäckt att de fått ett kompletterande styrinstrument och ett stöd för VD och ledning att driva verksamheten.

De samlade kapitalbedömningen är fortfarande i ett uppbyggnadsskede. Under hösten 2007 ska företagen presentera sina egna kapitalutvärderingar till FI, vilket sedan ska utmynnas i ett kapitalkrav inom ramen för den samlade kapitalbedömningen. Det är dock viktigt att inse att detta är något som än så länge är i ett uppbyggnadsskede. Både FI och företagen befinner sig i början på en process av erfarenhetsuppbyggnad där regler och principer successivt ska fyllas med handfast innehåll och metoder och tekniker ska utvecklas och förfinas.

Viktiga utestående frågor finns kvar. Två frågor av grundläggande betydelse i sammanhanget är vilka konkreta kriterier FI ska utveckla och använda för att dra gränserna mellan vad som är, respektive inte är, tillräcklig kvalitet i företagens processer och vad som ska betraktas som ett rimligt resultat av företagens kapitalbedömning. Möjligen kan det vara mer fruktbart att tänka i termer av vad som är orimligt och otillräckligt, eftersom olika företags kapitalutvärdering kan – och bör också – se väldigt olika ut, men ändå uppfylla kraven. Dessutom behöver tydliga kriterier utvecklas för vad som ska aktualisera ytterligare tillsynsåtgärder, liksom, i förlängningen, olika typer av sanktioner¹⁴.

¹⁴ Det kan noteras att ett beslut om förhöjt kapitalkrav från FI:s sida inte utgör en sanktion, utan är en integrerad del i den samlade kapitalbedömningen, där syftet är att bestämma ett kapitalkravet som är korrekt anpassat till företagens riskprofil.

Pensionsbolagen

Pensionsbolagens förmåga att fullgöra sina garanterade åtaganden mot kunderna är god. Bolagens motståndskraft mot oväntade händelser, såväl finansiella som försäkringsfall, har stärkts det senaste året. Detta gäller även efter att effekterna av den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna beaktas.

Pensionsbolagen har investerat allt mer i för dem nya former av tillgångar, exempelvis hedgefonder, private equity och ränteswappar. En ökad riskspridning är positivt för kunderna ur ett risk- och avkastningsperspektiv. Det finns dock tecken på att bolagens riskhantering och riskkontroll inte alltid är anpassad för dessa former av investeringar, vilket kan innebära ökade risker för kunderna.

Efter flera år av ogynnsam utveckling på de finansiella marknaderna för pensionsbolagen¹⁵ har deras finansiella ställning förbättrats sedan början av 2006. Turbulensen på de finansiella marknaderna som började under sommaren, har inte nämnvärt ändrat den bilden även om priset på tillgångar med kreditrisk har fallit. De mer långsiktiga effekterna i form av högre avkastning på investeringar i tillgångar med kreditrisk kan dock vara positiva, om prisjusteringen inte avspeglar någon reell ändring av den faktiska risken.

Pensionsbolagens är huvudsakligen exponerade mot finansiella risker och försäkringsrisker. Bolagens förmåga att hantera dessa risker om de skulle inträffa beror dels på deras exponering mot riskerna, dels på hur stor kapitalbuffert de har för att täcka utfallet av riskerna om de realiserar.

FI använder sedan 2006 trafikljusmodellen för att mäta relationen mellan risktagande och kapitalbufferten i pensionsbolagen. Trafikljusmodellen är utformad för att testa att bolagen har förmåga att stå emot mycket stora prisförändringar på de finansiella marknaderna utan att de utlovade pensionerna hotas. Sedan början av 2007 mäts även förmågan att stå emot mycket stora negativa utfall av försäkringsriskerna.

Kapitalbuffertens och solvensens utveckling

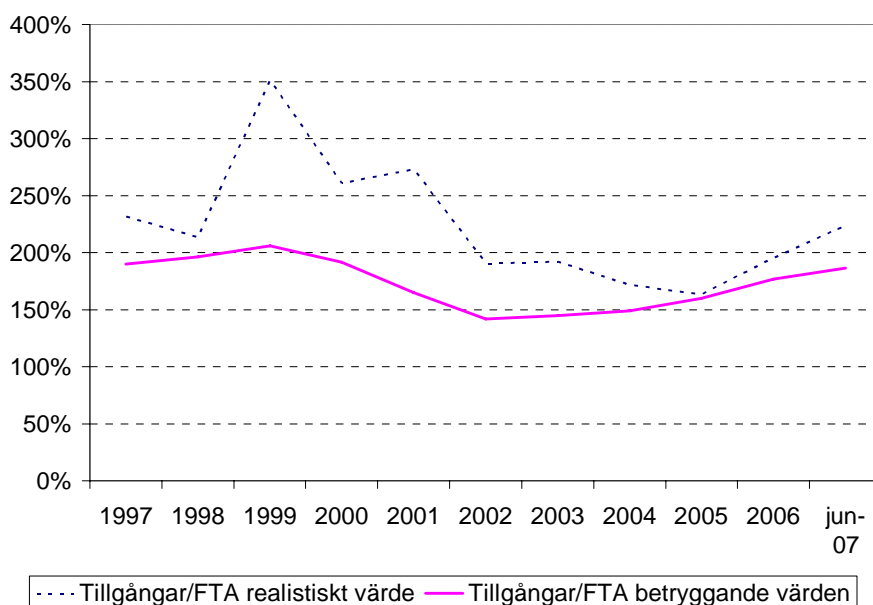
Kapitalbufferten i pensionsbolagen utgör en säkerhet för kunderna genom att det kan användas för att täcka förluster i kapitalförvaltningen och rörelsen i övrigt. Kapitalbufferten är i princip skillnaden mellan tillgångarna och försäkringstekniska avsättningar, dvs. bolagens åtaganden.

¹⁵ Med pensionsbolag avses livförsäkringsbolag och tjänstepensionskassor. Dessa bolag erbjuder olika sparformer, exempelvis traditionell livförsäkring (pensionssparande med en garanterad avkastning) och fondförsäkring (ingen garanterad avkastning). Det finns även livbolag som huvudsakligen tecknar rena dödsfallsförsäkringar (livriskbolag) och inte har hand om att förvalta ett sparande. Analysen i den här texten avser den del av verksamheten som utgör traditionell livförsäkring om inget annat framgår av sammanhanget.

Nivån på kapitalbufferten är fortsatt hög för merparten av bolagen.

Nivån förbättrades generellt sett något under årets första sex månader, eftersom såväl tillgångsvärdena som värdena av åtagandena har utvecklades gynnsamt för bolagen. Även med beaktande av den senaste tiden fall i värde på kreditobligationer, så ser bilden ljus ut. Placeringsstillgångarna¹⁶ överstiger det realistiska värdet av åtagandena¹⁷ gentemot kunderna med uppskattningsvis 124 procent och till bokförda värden med 86 procent. Merparten av överskotten finns dock i en handfull stora bolag.

Figur 6: Totala placeringsstillgångar jämfört med åtagandena till realistiska värden och bokförda värden 1997 – juni 2006



Källa: Finansinspektionen

Den faktiska kapitalbufferten har ökat än mer, eftersom även den dolda kapitalbufferten¹⁸ i bolagen har ökat det senaste året. Den dolda kapitalbufferten framgår av figur 6 som avståndet mellan de två linjerna.¹⁹ Storleken på den dolda kapitalbufferten beror på *hur* betryggande antaganden som bolagen använder. När bolagen använder mer betryggande antaganden stiger den dolda kapitalbufferten. Det antagande som har störst påverkan på den dolda kapitalbuffertens storlek är ränteantagandet, som styrs av Finansinspektionen genom bestämmandet av den högsta tillåtna räntan för nuvärdesberäkning av åtagandena. Anledningen till att den dolda kapitalbufferten har ökat är att FI låtit skillnaden mellan den högsta tillåtna räntan och marknadsräntan stiga i takt med att marknadsräntorna stiger.

Bortsett från ränteantagandet så är de betryggande antaganden små eller obefintliga. FI gör årligen en genomgång av de stora pensionsbolagens försäkringstekniska antaganden. Resultatet visar att de antaganden som

¹⁶ Exklusive fondförsäkringstillgångar

¹⁷ Exklusive fondförsäkringstillgångar

¹⁸ För all privat pensionsförsäkring och annan livförsäkring som inte är tjänstepension, ska bolagen använda så kallade *betryggande antaganden* när de värderar sina åtaganden för solvensberäkningen. Betryggande antaganden innebär att bolagen ska värdera åtagandena till ett högre värde än vad som är den förväntade kostnaden att fullgöra dem. Skillnaden i värdering till om bolagen använt realistiska antaganden kan ses som en dold kapitalbuffert. Den dolda kapitalbufferten utgör ett extra skydd för kunderna.

¹⁹ Den 1 januari 2006 så övergick värderingen av tjänstepensionsåtaganden till akksam/realistisk värdering och den betryggande bufferten försvann för dessa åtaganden.

bolagen gör själva för att beräkna de försäkringstekniska avsättningar, tycks sakna en betryggande marginal. Dessa antaganden rör bland annat driftskostnader, skatt och livsfallsdödlighet (risken att leva länge). Undantag är antagandet om den så kallade dödsfallsdödligheten (riskförsäkring), där en viss betryggande marginal tycks finnas. FI följer utveckling och har varit i kontakt med bolag där antaganden bedömts vara oförsiktiga.

Byte av metod för diskonteringsränta för privat livförsäkring

FI arbetar med att ta fram ett förslag till ändring av beräkningsmetoden för diskonteringsränta för privat livförsäkring och sjukförsäkring. Förslaget kommer att innebära att bolagen får använda en räntekurva för att diskontera åtagandena. Räntekurvan kommer följa marknadsräntorna, med ett avdrag från den riskfria räntan. Alla åtaganden kommer, precis som tidigare, att värderas med den riskfria räntan i trafikljusmodellen, så i det avseendet kommer förslaget inte att innebära någon förändring. Förslaget kommer att remitteras till branschen under hösten.

Förslaget är en del av ett regeringsuppdrag att förenkla för pensionsbolagen genom att i möjligaste mån få bort skillnaderna i regleringen mellan tjänstepensionsförsäkring och övrig livförsäkring.

Solvenskvoten mäter hur bolagens kapitalbuffert förhåller sig till bolagens försäkringstekniska avsättningar. Enligt försäkringsrörelselagen måste solvenskvoten i bolagen minst uppgå till 1,0. En solvenskvot på 1,0 innebär förenklat att kapitalbufferten motsvarar drygt fyra procent av de försäkringstekniska avsättningarna. Att enbart se till solvenskvoten för att bedöma bolagens finansiella styrka blir dock lätt missvisande, eftersom bolagen värderar sina åtaganden enligt olika regelverk beroende på om det är tjänstepensionsverksamhet eller privat livförsäkring. Med undantag av en approximation av risken för ökad dödlighet, tar solvenskvoten inte heller hänsyn till risken i bolagens tillgångar och åtaganden.

Tabell 3: Solvenskvot i 13 livförsäkringsbolag

	2004	2005	2006	Jun-07
Alecta	9,1	11,1	15,2	20,2
AMF Pension	29,4	30,5	35,5	43,0
Folksam Liv	4,7	5,3	6,3	6,6
Förenade Liv	6,5	7,0	5,9	*)
Gamla SEB TL	15,1	19,4	25,8	28,4
Handelsbanken Liv	2,4	2,1	2,1	1,7**
KPA Pension	4,0	5,1	8,8	12,2
LF Liv	5,4	5,4	7,7	11,6
Nordea Liv I	2,1	1,4	2,2	1,8**
Nya SEB TL	1,8	2,0	2,6	3,0
SalusAnsvar Liv	2,3	1,5	3,0	3,1
Skandia Liv	11,1	12,0	15,0	19,3
SPP Liv	1,4	1,5	3,7	3,2**
Medel, viktat	10,4	11,8	15,1	18,7

*) Förenade Liv Livförsäkring: Ingen uppgift eftersom bolaget är under likvidation från och med 20070701 och försäkringsbeståndet har överlåtits till Folksam Liv och Folksam Fond.

***) Vinstutdelande bolag. Det egna kapitalet är som regel lägre i vinstutdelande bolag. Delar av det kapital som i icke-vinstutdelande bolag bär finansiell risk, ligger som ett åtagande. Detta åtagande kan dock på i princip motsvarande sätt som det egna kapitalet i icke-vinstutdelande bolag täcka förluster i kapitalförvaltningen.

Den redovisade solvensen bland pensionsbolagen har stärkts sedan år 2002. Under årets första sex månader steg den genomsnittliga solvenskvoten hos de 13 största livbolagen från 15,1 till 18,7. En bidragande orsak har varit de stigande marknadsräntorna, vilket får direkt påverkan på de av bolagens och kassornas åtaganden som är tjänstepensionsåtaganden. Detta har resulterat i att åtagandena har värderats ner och kapitalet därmed ökat. Pensionsbolagen uppvisar en stor spridning i fråga om solvenskvot.

Ett nytt europeiskt solvensregelverk planeras att träda i kraft 2012. Det nya regelverket innebär att bolagens kapitalkrav blir beroende på den risk som bolagen har i sin verksamhet. Det riskkänsliga kravet kommer att kombineras med en lägsta nivå på kapitalet som bolagen inte får gå under oavsett risknivån. Utöver riskkänsligheten är det nya med regelverket att såväl skulder som tillgångar ska marknadsvärderas. Det nya regelverket – solvens 2 – kommer inledningsvis endast att omfatta privat livförsäkring och skadeförsäkring, men inte tjänstepensionsförsäkring. FI kommer att i en särskild rapport diskutera solvens 2 och effekterna för svensk försäkring av de kommande regeländringarna.

Bolagens finansiella risktagande

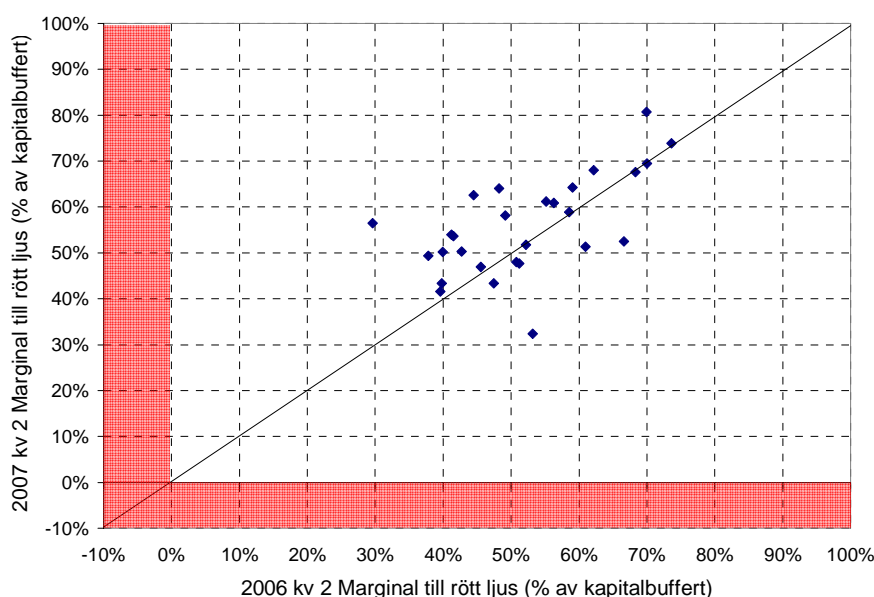
Inget pensionsbolag rapporterade rött ljus i trafikljusmodellen det andra kvartalet 2007. Med andra ord uppger bolagen att deras kapitalbuffert räcker för att täcka de stora tillgångsprisförändringar som mäts i trafikljusmodellen. Tjänstepensionskassan Prometheus med tillgångar uppgående till drygt 110 miljoner kronor, rapporterade dock rött ljus vid rapporteringen för kvartal ett 2006 och är fortsatt i rött ljus. FI har förelagt Prometheus att vidta vissa åtgärder.²⁰

Även med hänsyn till den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna, är FI:s bedömning att inget bolag skulle rapportera rött ljus. Bolagen bedöms alltså fortfarande ha förmågan att klara stora tillgångsprisfall utan att de utlovade pensionerna ska vara hotade.

Bolagens sårbarhet för finansiella risker har minskat. Figur 7 visar att pensionsbolagen – med två undantag - har en större eller oförändrad marginal till rött ljus jämfört med för ett år sedan. Huvudförklaringen är att bolagens kapitalbuffert har ökat till följd av lägre försäkringstekniska avsättningar, vilket i sin tur beror på högre långräntor.

²⁰ FI:s styrelse beslutade 29 september 2006 att förelägga Prometheus att placera om sina tillgångar i enlighet med reglerna för skuldtäckning och kravet på riskspridning, samt att återbetala vissa skulder. Bolaget fick sex månader på sig från det datumet att åtgärda de brister som finns i sammansättningen av deras tillgångar och skulder. Prometheus överklagade beslutet. Länsrätten gav FI rätt, men gav Prometheus fram till den 9 november att åtgärda bristerna.

Figur 7: Marginal till rött ljus i procent av kapitalbuffert för 27 pensionsbolag



Källa: Finansinspektionen

Anm: Tjänstepensionskassan Prometheus är inte med i diagrammet.

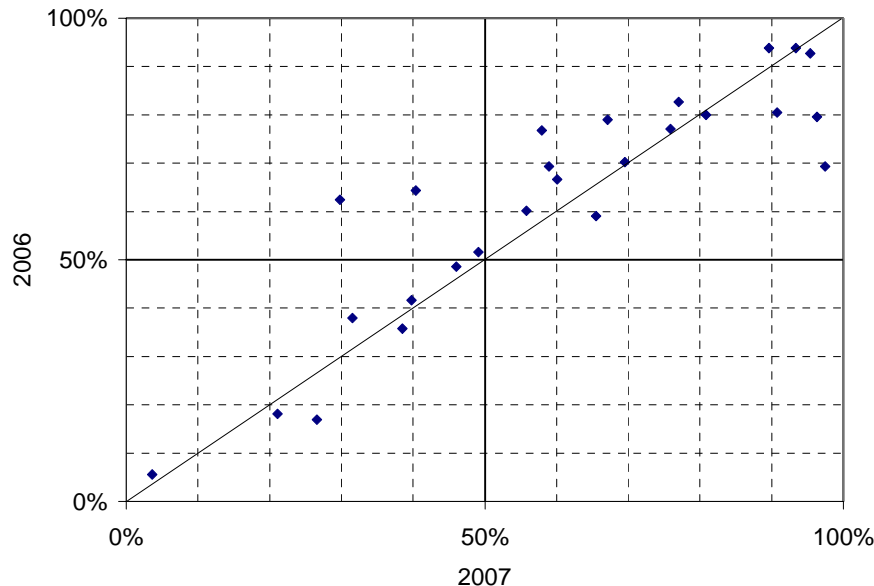
Liten marginal till rött ljus kan indikera olika saker. Orsaken till att ett bolag hamnar nära rött ljus i trafikljuset kan vara ett litet buffertkapital eller ett stort risktagande. Beror det på ett stort risktagande har bolagen som regel möjlighet att minska risken om de skulle hamna i rött ljus för att på så vis ta sig ur det röda ljuset. Bolag med ett litet buffertkapital och redan låg risk drabbas hårdare om de hamnar i rött ljus, och kan ytterst vara i behov av nytt kapital för att ta sig ur det röda ljuset. Bolag med låg risk har generellt svårare att generera en hög avkastning i förhållande till kapitalbufferten, eftersom risktagande är en förutsättning för avkastning.

Liten marginal till rött ljus och lågt risktagande är inte alltid ett problem för kunderna. En stor marginal till rött ljus eller hög total risk i förhållande till tillgångarna, och därmed större valfrihet i risktagandet, är inte nödvändigtvis bättre för kunderna. Det är tänkbart att de bolag som har en mindre marginal till rött ljus utan att ha ett stort risktagande, har det för att de har erbjudit en hög garanterad avkastning i sina produkter. Bolag med en större marginal till rött ljus, kan ha erbjudit en lägre garanterad avkastning i utbyte mot ett större riskutrymme och därmed ökade möjligheter till en högre avkastning än den garanterade. I framför allt vinstutdelande bolag finns dessutom något som kallas villkorad återbäring. Detta är en skuld från bolaget till kunderna, vars storlek beror på avkastning på placeringstillgångarna. Skulden påminner alltså om kapitalbuffert eftersom den kan absorbera förluster, men den räknas inte in i kapitalbufferten vilket exempelvis konsolideringsfonden i icke-vinstutdelande bolag gör. En stor villkorad återbäring innebär att bolagen kan ta mycket risk utan att behöva en stor kapitalbuffert.

Ränterisk och aktierisk är de dominerande finansiella riskerna hos pensionsbolagen. Efter dessa två risker följer exponeringen mot fastigheter. De pensionsbolag som rapporterar ränterisk som största exponering är något fler än de som rapporterar aktierisk som största exponering, vilket framgår av figur 8 nedan. Av diagrammet går också att utläsa att ungefär lika många

bolag har ökat andelen ränterisk av total risk, som tvärtom, under året. Att ett bolag ökar ränterisken innebär i princip alltid att andelen aktierisk minskar och vice versa.

Figur 8: Ränterisk netto, procent av total finansiell risk



Källa: Finansinspektionen

Anm: ränterisknetto är nettoeffekten av värdeförändringen i åtaganden och tillgångar till följd av en räntesänkning.

Pensionsbolagen har endast begränsad exponering mot prisförändringarna till följd av den finansiella turbulensen. FI har inga uppgifter om att pensionsbolagen har annat än högst marginella exponeringar mot amerikanska subprime-marknaden. Eftersom priset på tillgångar med kreditrisk generellt sett har fallit sedan turbulensen började, har dock bolagen drabbats av värdeminskningar i sina innehav av dessa tillgångar. Utifrån den rapportering som bolagen gör till FI har merparten en mycket begränsad exponering mot denna form av värdeförändringsrisk. FI har varit i kontakt med de bolag som bedöms ha högst exponeringar och i inget fall bedöms exponeringarna som oroande.

Pensionsbolagen investerar i nya former av finansiella tillgångar. Införandet av tjänstepensionsdirektivet och utvecklingen av de finansiella marknaderna har ökat fokus på riskspridning och matchning av risker. De senaste åren har bolagen i allt högre utsträckning erbjudits olika former av investeringsstrategier och nya tillgångslag att investera i för att öka riskspridningen och öka avkastningen. Det kan handla om råvaror, valutor, strukturerade tillgångar. Bolagen tycks dock ha varit förhållandevis försiktiga i att ta in, för dem, nya tillgångar i portföljerna. Huvudsakligen har det skett genom investeringar i ränteswappar, hedgefonder och private equity.

Nya former av tillgångar ökar riskspridningen, men kan också medföra risker. Syftet med att ta in nya tillgångslag i portföljen är som regel att minska risken i portföljen, samtidigt som en god avkastning kan uppnås. I den utsträckning detta är fallet, är det givetvis en positiv utveckling. Det

krävs dock, som vid alla investeringar, att bolagen förstår de risker som investeringarna innebär och att de kan mäta dem, vilket inte minst erfarenheterna från vissa europeiska banker i samband med höstens finansturbulens understryker.

Det finns tecken på att pensionsbolagen inte alltid kan hantera risken med att investera i nya tillgångar. Under året har FI undersökt bolagens investeringar i hedgefonder och private equity. Undersökningen kunde konstatera att än så länge har bolagen, med något undantag, begränsade exponeringar mot dessa tillgångsslag. Det fanns samtidigt frågetecken kring bolagens förmåga att hantera och mäta de risker som investeringarna medförde. Det är inte orimligt att anta att motsvarande frågetecken även gäller andra former av nya tillgångar som bolagen valt att ta in i sina portföljer. FI kommer att följa upp riskkontrollen i samband med att bolagen tar in nya tillgångsslag.

Påverkan på bolagens placeringar och placeringsriktlinjer av tjänstepensionsdirektivet

Tjänstepensionsdirektivet infördes 1 januari 2006. Det övergripande syftet var att öka konkurrensen mellan tjänstepensionsföretag i olika länder. Därutöver var syftet med regeländringen att underlätta för bolagen att nå en god avkastning och hantera sina risker.

Regeländringarna innebar bland annat att flera av de kvantitativa regler som tidigare styrte livbolagen ersattes av kvalitativa regler och den så kallade *aktsamhetsprincipen*, och värderingen av bolagens åtaganden övergick till en mer marknadsmässig ränta än den tidigare använda "högsta räntan". Det infördes också krav i lag och föreskrift om vad bolagens placeringsriktlinjer skulle innehålla - exempelvis uppgifter om bolagens eftersträlvade risknivå, deras faktiska risktagande och deras kontroll av risktagandet. En annan viktig konsekvens av införandet av tjänstepensionsdirektivet var att FI införde trafikljusmodellen för tillsyn av bolagens risktagande.

FI har undersökt hur regelverket har påverkat livbolagens och tjänstepensionskassornas placeringsriktlinjer och faktiska placeringar. Undersökningen bygger på en enkät till bolagen.

Undersökningsresultatet för 10 traditionella livbolag och 11 tjänstepensionskassor)

- **Större fördelar än nackdelar.** 15 av 21 uppger att tjänstepensionsdirektivet innebär större fördelar än nackdelar för det egna bolaget. 1 bolag uppger att det innebär större nackdelar än fördelar.
- **Underlättat att generera avkastning.** 11 av 21 uppger att tjänstepensionsdirektivet har underlättat för dem att generera avkastning. 2 av 21 uppger att det har försvårat.
- **Underlättat riskhanteringen.** 14 av 21 uppger att regeländringen underlättat riskhanteringen. 1 bolag uppger att det har försvårat.
- **Samtliga livbolag och tjänstepensionskassor i enkäten har ändrat sina placeringsriktlinjer** till följd av tjänstepensionsdirektivet. 12 av 21 uppger att ändringarna också har påverkat riskstyrningen/riskhanteringen, organisationen eller riskuppföljningen. Endast hos 8 av 21 avspeglar ändringarna dock hur de får placera tillgångarna.
- **Ökad räntexponering i tillgångarna.** 12 av 21 uppger att de har ökat räntexponeringen i tillgångarna till följd av tjänstepensionsdirektivet. Av dessa uppger 6 att de ökat den mycket. 8 av 21 har inte ändrat sin räntexponering i tillgångarna. 1 uppger att de har minskat sin räntexponering

ring. De som har ökat sin exponering har i första hand gjort det genom svenska statsobligationer, ränteswappar och svenska privatobligationer.

Bolagen har idag ett lägre kapitalkrav, givet räntenivån, än då de tillämpade betryggande värdering och större frihet i sina investeringar. Friheten har överlag underlättat för såväl möjligheten att uppnå avkastning i tillgångsförvaltningen som för att förbättra riskhanteringen. I den mån de förbättrade förutsättningarna för riskhanteringen och tillgångsförvaltningen väger upp den ökade risk som kan följa av ett lägre kapitalkrav, har regeländringen varit positiv för kunderna. Här har FI:s tillsyn en viktig roll att fylla.

Bolagens försäkringsrisker

Försäkringsrisker utgör en mindre del av pensionsbolagens riskexponering och utgör inget hot mot bolagen. FI bedömer risken som låg för att stora, oväntade utfall av försäkringsriskerna ska förorsaka pensionsbolagen förluster av den omfattningen att de inte kan fullgöra sin åtaganden till kunderna. FI har i arbetet med att inkludera försäkringsriskerna i trafikljusmodellen räknat på hur stora avvikelser som kan tänkas inträffa en gång på 200 år. Sådana beräkningar är givetvis förknippade med ett stort mått godtycklighet och osäkerhet, bedömningen är dock att försäkringsriskerna är av mindre direkt betydelse för bolagens förmåga att fullgöra sina åtaganden.

Livslängderna har ökat vilket kommer att leda till ökade avsättningar. Våren 2007 presenterade Försäkringstekniska Forskningsnämnden²¹ rapporten *Försäkrade i Sverige – dödligheter och livslängder*. Den visar på en tydlig ökning av livslängderna och minskning av dödligheten för såväl kvinnor som män, och för i princip alla åldersgrupper. Ju fler personer som lever till pensionsåldern och som överlever hela utbetalningsperioden av pensionen, desto större utbetalningar behöver bolagen göra och därmed också större avsättningar. Den senaste större genomgången, som många bolag baserar sina antaganden på, genomfördes 1990. De ökade livslängderna bedöms synas i bolagens avsättningar vid utgången av nästa år. Förändringen av dödligheten är mindre än den som prövas i trafikljusmodellen.

Intjäningsrisker

Hos några bolag minskar nyförsäljningen av traditionella livförsäkringar. Minskande nyförsäljning behöver inte utgöra ett problem för bolagen om de lyckas reducera sin kostnadsstruktur. Normalt ska detta vara möjligt eftersom kostnaderna till stor del är rörliga, till exempel i form av provision till försäljare av produkten.

Minskad premieinkomst från befintliga försäkringstagare är allvarligare men inget hot. Till skillnad från situationen med minskande nyförsäljning, har redan sålda försäkringar medfört en kostnad, exempelvis provision till försäljaren. Denna kostnad betalas sedan tillbaka genom framtida avgifts- och inbetalningar i samband med premieinbetalningar och som procentuell avgift på försäkringens värde. Genomför inte kunden de förväntade premieinbetalningarna faller intäktstillflödet bort och de kvarvarande försäkringstagarna måste täcka den av bolaget förutbetalda kostnaden. Detta kan ge upphov till högre avgifter eller lägre återbäring. Risken för att befintliga kunder upphör att betala premierna på tecknade försäkringar testas i trafikljusmodellen.

²¹ Försäkringstekniska Forskningsnämnden är en nämnd under Sveriges Försäkringsförbund.

Bolagen bedöms klara mycket stora tapp av befintliga kunder utan att återbetalningsförmågan hotas.

Förslag om ändrad avdragsrätt minskar pensionsbolagens premieinkomster. Regeringen har lagt ett förslag att från och med inkomståret 2008 begränsa avdragsutrymmet för privat pensionssparande till maximalt 12 000 kronor per år oavsett förvärvsinkomst. Konsekvensen blir minskade premieinkomster för livförsäkringsbolag och tjänstepensionskassor. 2006 utgjorde privat livförsäkring drygt 11 procent eller i absoluta tal 14,4 miljarder kronor, av bolagens totala premieintäkter.

Minskningen av premieinkomsterna beräknas vara mindre än två procent. Enligt regeringens promemoria yrkade 350 000 personer avdrag för högre premier än 12 000 kronor avseende inkomståret 2006. Om man antar att samtliga berörda försäkringstagare reducerar sina premieinbetalningar, kan begränsningsregelns införande kortsiktigt bedömas reducera premieinkomsterna med högst 2,3 miljarder kronor. Livbolagens samlade premieinkomster utgör i nuläget cirka 130 miljarder kronor, varför detta skulle innebära en reduktion med knappt 2 procent, alltså en mycket begränsad ekonomisk effekt. För bolagen Nordea Liv I och SEB Trygg Liv Nya slår det dock relativt hårdare, eftersom deras andel privata pensionspremier är förhållandevis hög.

Skadeförsäkringsbolagen

Skadeförsäkringsbolagen upplever goda tider. Prognoser visar på en positiv utveckling för 2007 och goda marginaler för att klara oväntade skadekostnader. Samtidigt har den positiva utvecklingen lett till en ökad konkurrensvilja med en prispress som följd.

Skadeförsäkringsbolagen har i år börjat rapportera in till trafikljusmodellen. De initiala resultaten visar att samtliga bolag klarar de stora negativa prisförändringar och utfall som modellen testar för.

Den nyligen införda premieskatten på trafikförsäkringar innebär i dagsläget inget ökat ansvar för trafikskador. En planerad reform kan dock komma att innebära att en större del av trafikansvaret läggs över på bolagen, vilket innebär att verksamheten blir relativt sett större hos bolagen. Detta är en utveckling som är värd att följa ur stabilitetshänseende.

Premie- och skadeutveckling

De senaste årens goda utveckling i skadeförsäkringsbolagen fortsätter. I början på 2000-talet var de svenska skadeförsäkringsbolagens premieinkomster otillräckliga och premierna höjdes därför kraftigt. Samtidigt stannade kostnadsökningarna upp och de tidigare förlusterna vändes till överskott. I kombination med den positiva utvecklingen på de finansiella marknaderna har detta bidragit till att bolagens finansiella styrka och motståndskraft mot oväntade skador stärkts. Även år 2005, då Gudrunstormen medförde stora kostnader, räckte bolagens intjänade premier till för att täcka skador och omkostnader.

Det finns marginal för oväntade större skador. De svenska skadeförsäkringsbolagen som erbjuder direktförsäkring beräknas få ett överskott på i storleksordningen cirka fem miljarder kronor om utvecklingen håller sig till det normala, det vill säga om kostnaden för stora skador förblir på ungefär samma nivå som för 2006, skadeinflationen är 2 – 4 procent och skadefrekvensen är oförändrad. Följaktligen visar beräkningarna att det finns viss marginal för oväntade och större skador.

De goda tiderna leder till en ökad vilja att ta marknadsandelar genom prispress. Parallellt med att bolagen upplevt bättre tider har intresset för att ta marknadsandelar genom att pressa priserna växt. De senaste åren har premienivåerna i flera branscher därför legat stilla eller rört sig endast långsamt uppåt. Beräkningar visar att premieinkomsten för 2007 kommer att ligga på samma nivå som för 2006.

Även om utsikterna för branschen inte inger någon oro i dagsläget finns intjäningsrisker. Premienivåerna ligger relativt stilla, och skulle till och med kunna vända nedåt i takt med en ökad vilja att ta marknadsandelar. Alternativt kan bolagen, i konkurrenssyfte, utvidga försäkringarnas omfattning utan motsvarande premieökning. Riskerna finns också att ersättningar som är

beroende av lagstiftning (som ansvarsskador) eller allmän försäkring (som skador i sjukförsäkring) skulle öka kraftigt om dessa yttre ramar skulle ändras. Under förutsättning att konkurrensläget tillåter det, finns möjligheten att kompensera sig för detta genom att höja premierna för framtida avtal. Men sådana ändringar kan även påverka redan inträffade skador på ingångna eller avslutade avtal, något bolagen inte kan kompensera sig för retroaktivt.

Även om många skadeförsäkringsbolag går bra, finns det vissa som kan råka illa ut med anledning av den hårda konkurrensen. FI ser det inte som omöjligt att premiepressen fortgår i ett par år till och det finns risk för att detta leder till problem för vissa bolag. FI kan därför inte utesluta att den hårda konkurrensen kan leda till att något eller några bolag går i konkurs eller tvingas fusionera om oväntade händelser uppkommer.

Ur stabilitetssynpunkt är detta inget problem. Att enskilda bolag kan få problem ser FI inte som ett problem ur ett stabilitetshänseende. Detta är en naturlig del av en fungerande marknadsekonomi. I det fall FI i tillsynen upptäcker att ett bolag har ekonomiska bekymmer ligger fokus snarare på att värna konsumentskyddet genom att säkerställa att kundernas pengar inte riskeras.

Trafikljuset

Under 2007 började FI använda trafikljusmodellen för att mäta skadeförsäkringsbolagens exponering mot olika risker. Trafikljusmodellen mäter bolagens förmåga att stå emot negativa utfall på de finansiella marknaderna och av försäkringsriskerna utan att bli insolventa. De händelser som mäts ska approximera sådana utfall som riskerar att inträffa en gång på 200 år.

Initialt har FI fokuserat på att kvalitetsgranska de uppgifter som skadeförsäkringsbolagen rapporterat in. Bolagen har hittills rapporterat in trafikljuset två gånger. I ett första skede fokuserar FI på att säkerställa att de data som rapporterats in är korrekta. De initiala resultaten bör därmed ses som preliminära.

Inget skadeförsäkringsbolag rapporterar rött ljus i andra kvartalets rapportering. Om ett bolags egna kapital helt skulle raderas till följd av de händelser som används i trafikljusmodellen, signalerar den rött ljus. Samtliga skadeförsäkringsbolag ska alltså enligt modellen klara mycket stora negativa utfall på de finansiella marknaderna och i försäkringsportföljerna.

Enligt trafikljusmodellen har skadeförsäkringsbolagen generellt sett större exponeringar mot finansiella risker än mot försäkringsrisker. Bland de rikstäckande försäkringsbolagen och de stora lokala bolagen dominerar de finansiella riskerna medan försäkringsriskerna väger tyngst i exempelvis captivebolagen²². Captivebolagen är oftast medvetet lågt kapitaliserade då koncernens aktiva finansverksamhet i regel inte bedrivs inom dessa. Jämförelsen av exponeringarnas storlek är dock endast approximativ, efter-

²² Ett captivebolag är ett försäkringsbolag inom en koncern eller en grupp som har bildats för att försäkra risker inom den egna koncernen.

som utformningen av mätningen av försäkringsrisk och finansiell risk skiljer sig åt.

Skadeförsäkringsbolagens exponeringar mot subprime-marknaden är marginell. Däremot har bolagen i olika utsträckning andra tillgångar med kreditrisk som fallit i värde. I trafikljuset analyseras hur en fördubbling i den genomsnittliga kreditspreaden påverkar bolagens kapitalbuffert. Överlag visar resultatet att effekterna på bolagen är marginella men några få bolag utmärker sig med högre kreditrisker i tillgångsportföljerna än de andra.

Införandet av en premieskatt på trafikförsäkring

Tidigare i år beslutade riksdagen att införa en premieskatt på 32 procent av trafikförsäkringspremien. Skatten ska tas ut av försäkringsbolagen och syftar till att tydligare koppla kostnaden för att färdas i trafiken till risken för skador. Erfarenheter från andra länder indikerar att högre trafikförsäkringspremier kan vara ett sätt att minska antalet olyckor i trafiken.

Premieskatten är ett första steg i en kommande reform av trafikförsäkringen. Målet är att trafikrelaterade kostnader för sjuk-, aktivitets- och rehabiliteringsersättning och sjukpenning helt ska betalas av trafikförsäkringssystemet och inte, som idag, av socialförsäkringssystemet. En utredning har tillsatts med uppgift att precisera försäkringsbolagens ansvar för rehabilitering av trafikskadade.

I dagsläget innebär införandet av premieskatten endast ett krav på skadeförsäkringsbolagen att ta ut skatten på trafikförsäkringen men beroende på hur reformen utformas kan ansvaret komma att utvidgas. Ansvaret för hanteringen av personskador som uppkommer i trafiken ligger idag till viss del på staten och socialförsäkringssystemet. Genomförs den tänkta reformen kan trafikansvaret komma att helt läggas över på försäkringsbolagen, som då kommer att ta ansvar för alla trafikrelaterade skador. Det allmännas ansvar för sjukvårdskostnader ska dock inte förändras.

En sådan utveckling innebär att motorfordonsverksamheten kommer att bli relativt sett större hos skadeförsäkringsbolagen. Premierna för trafikförsäkringar kommer att behöva höjas och bolagens trafik- och motorfordonsgrenar kommer att öka sin andel av total premie i direkt svensk försäkring till runt 50 procent från dagens nivå på ca 40 procent.

En annan konsekvens är att avsättningarna för oreglerade skador i trafik kommer att behöva öka ytterligare. Från 1990 till 2005 ökade avsättningen för de svenska trafikförsäkringsbolagen från 12 till 45 miljarder kronor, och det har uppskattats att avsättningen fram till år 2025 kommer att fördubblas till 85 miljarder kronor. Eftersom det tar lång tid att fastställa och betala kostnaden för personskador är denna avsättning en stor och viktig del i bolagens balansräkningar.

En utveckling mot en större andel långa åtaganden är värda att följa i tillsynsarbetet. Att försäkringsbolagens ansvar utsträcks kan innebära en snabbare hantering av skadorna. Samtidigt ställer det ökade krav beträffande handläggningstider, rehabilitering av skadade och inte minst uppskattningar

av skadekostnader. Ur stabilitetssynpunkt innebär längre åtaganden, i detta fall upp till 30 år, en större risk. Exempelvis kan en liten ökning av inflationen ha en inte obetydlig påverkan på framtida utbetalningar och därmed få stor ekonomisk verkan. För FI kan en eventuell reform därmed innebära ett ökat fokus på dessa frågor i tillsynen.

Bilaga 1: Redovisning till regeringen enligt regleringsbrevet för budgetåret 2007

Redovisning av hur företagens placeringsriktlinjer och tillgångsplaceringar har förändrats till följd av genomförandet av tjänstepensionsdirektivet

Tjänstepensionsdirektivet infördes 1 januari 2006. Det övergripande syftet var att öka konkurrensen mellan tjänstepensionsföretag i olika länder. Därutöver var syftet med regeländringen att underlätta för bolagen att nå en god avkastning och hantera sina risker.

FI har undersökt hur regelverket har påverkat livbolagens och tjänstepensionskassornas placeringsriktlinjer och faktiska placeringar. Undersökningen bygger på en enkät till bolagen och tjänstepensionskassorna. Även pensionsstiftelser med fler än 100 medlemmar omfattas av tjänstepensionsdirektivet. Dessa ingår inte i undersökningen.

Undersökningsresultatet för 10 traditionella livbolag och 11 tjänstepensionskassor

- **Samtliga livbolag och tjänstepensionskassor i enkäten har ändrat sina placeringsriktlinjer till följd av tjänstepensionsdirektivet.**
- **Ändringarna innebär inte alltid en faktisk förändring.** 12 av 21 uppger att ändringarna också har påverkat riskstyrningen/riskhanteringen, organisationen eller riskuppföljningen. Hos 8 av 21 avspeglar ändringarna dock hur de får placera tillgångarna.
- **Tjänstepensionsdirektivet har underlättat för merparten av bolagen och kassorna att generera avkastning.** 11 av 21 uppger att tjänstepensionsdirektivet har underlättat för dem att generera avkastning. 2 av 21 uppger att det har försvårat.
- **Tjänstepensionsdirektivet har underlättat för merparten av bolagen och kassorna att hantera risken.** 14 av 21 uppger att regeländringen underlättat riskhanteringen. 1 bolag uppger att det har försvårat.
- **Merparten av bolagen och kassorna ser större fördelar än nackdelar med regeländringen.** 15 av 21 uppger att tjänstepensionsdirektivet innebär större fördelar än nackdelar för det egna bolaget. 1 bolag uppger att det innebär större nackdelar än fördelar.
- **Tjänstepensionsdirektivet har resulterat i ökad räntexponering i tillgångarna.** 12 av 21 uppger att de har ökat räntexponeringen i tillgångarna till följd av tjänstepensionsdirektivet. Av dessa uppger 6 att de ökat den mycket. 8 av 21 har inte ändrat sin räntexponering i tillgångarna. 1 uppger att de har minskat sin rän-

teexponering. De som har ökat sin exponering har i första hand gjort det genom svenska statsobligationer, swappar och svenska privatobligationer.

Bolagen och kassorna har idag ett lägre kapitalkrav, givet räntenivån, än då de tillämpade betryggande värdering och större frihet i sina investeringar. Friheten har överlag underlättat för såväl möjligheten att uppnå avkastning i tillgångsförvaltningen som för att förbättra riskhanteringen. I den mån de förbättrade förutsättningarna för riskhanteringen och tillgångsförvaltningen väger upp den ökade risk som kan följa av ett lägre kapitalkrav, har regeländringen varit positiv för kunderna.

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 2007:15 Standardvillkor för finanstjänster
- 2007:14 Statsobligationsmarknaden – behovet av reglering och tillsyn
- 2007:13 Hedgefonder och private equity – bankernas och försäkringsföretagens exponeringar
- 2007:12 Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerarna?
- 2007:11 Processen vid introduktioner och nyemissioner
- 2007:10 Brottsliga angrepp mot internetbanker
- 2007:9 Konsumentskyddet på finansmarknaden
- 2007:8 Pension under utbetalning
- 2007:7 Pensionsspara i försäkring
- 2007:6 Fondbolagens informationsgivning II
- 2007:5 Rådgivningen, kunden och lagen – en undersökning av finansiell rådgivning
- 2007:4 Kreditmarknadsbolagen och konsumentskyddet
- 2007:3 Ordning och reda ? II – en granskning av 678 försäkringsförmedlare
- 2007:2 Utvärdering av Stockholmsbörsen AB som central motpart, 2006
- 2007:1 Utvärdering av VPC:s clearingsystem, 2006
- 2006:18 Operativa risker – företagens hantering och FI:s rekommendationer
- 2006:17 Penningtvätt och terroristfinansiering
- 2006:16 Flytträtt för sparande i pensionsförsäkring – kartläggning och förslag
- 2006:15 Oreglerade erbjudanden på aktiemarknaden
- 2006:14 Finanssektorns stabilitet 2006
- 2006:13 Warrantmarknaden – en granskning av informationen till småsparare
- 2006:12 Blancokrediter till konsumenter II – uppföljning
- 2006:11 Skatte- och försäkringsrörelseregler för livförsäkring



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se