



## Finansiella stabilitetsrådet

### Protokoll från Finansiella stabilitetsrådets möte den 15 juni 2015

#### Sammanfattning

Stabilitetsrådets medlemmar diskuterade stabilitetsläget och det fanns en samsyn om att det svenska finansiella systemet fungerar väl. Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksgälden anser att motståndskraften i det svenska banksystemet är tillfredställande. Alla rådets medlemmar anser dock att det finns ett antal risker varav hushållens höga skuldsättning och stigande bostadspriser särskilt lyftes fram. Övriga risker som diskuterades var den svaga europeiska återhämtningen, situationen i Grekland, samt upptrissade tillgångspriser och låga riskpremier till följd av det låga ränteläget.

Vid mötet diskuterades kapitalnivåerna i det svenska banksystemet och för- och nackdelar med regelverk kring riskbaserade kapitaltäckningsregler, bruttosoliditetskrav och riskviktsgolv. Finansinspektionen förordar att kapitalkraven fortsatt ska vara riskkänsliga och förespråkar därför inte ett bindande bruttosoliditetskrav. Finansinspektionen ser inget behov av att nu införa högre kapitalkrav utan vill avvakta tills det finns klarhet om effekterna av krishanteringsdirektivet och kommande internationell reglering. Riksbanken anser att kapitalkraven bör ses över för att stärka motståndskraften i det svenska banksystemet på längre sikt. Riksbanken ser gärna att en ökning av kapitalnivåerna sker genom att kombinera olika åtgärder. Exempel på sådana åtgärder är högre riskvikter, striktare golvregler eller bruttosoliditetskrav, som i varierande grad kompletterar de riskbaserade kapitalkraven. Riksgälden föredrar riskkänsliga kapitalkrav och om problem finns bör riskvikterna justeras utan att ansatsen byts ut. Vidare är nyttan av ytterligare skärpningar av kapitalkraven sannolikt avtagande och effekterna osäkra. Finansdepartementet anser att en riskbaserad ansats för kapitaltäckning är att föredra, då den tar hänsyn till bankernas risktagande.

Vid mötet diskuterades också hushållens skuldsättning. Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden har tillsammans gjort

en analys som redovisar drivkrafterna bakom den kraftiga uppgången i hushållens skuldsättning sedan slutet av 1990-talet. Bedömningen är att en kombination av olika omständigheter har bidragit till utvecklingen. Det handlar om makroekonomiska faktorer som fallande realräntor, men också om strukturella faktorer såsom att fler äger sina hem, förändringar i skattesystemet, och ett lågt byggande.

Alla medlemmar i rådet ser risker kopplade till den höga skuldsättningen och ser därför ett behov av att amorteringskravet införs för att reducera riskerna. Riksbanken anser att det därutöver behövs ytterligare åtgärder för att hantera riskerna. Finansdepartementet arbetar med att utforma ett bemyndigande för Finansinspektionen att införa ett amorteringskrav.

Kommande arbete inom ramen för stabilitetsrådet kommer att beröra ett antal olika frågor inför rådets nästa möte 16 december 2015. Utöver de frågor som rådet redan arbetar med, kommer rådet under hösten att fördjupa arbetet på följande områden:

- Stabilitetsaspekter av låga räntor.
- Myndigheternas roller i samband med krishantering – samordning och beredskap, inklusive en diskussion om likviditetsstöd.
- Strukturförändringar på bankmarknaden till följd av nya regelverk, som t.ex. Kapitalmarknadsunionen.

Närvarande:

*Finansdepartementet*

Per Bolund, ordförande

Ulf Holm

Eva-Lena Norgren

*Finansinspektionen*

Martin Noréus

Uldis Cerps

Henrik Braconier

*Riksgälden*

Hans Lindblad

Lars Hörngren

Mårten Bjellerup

*Riksbanken*

Stefan Ingves

Per Jansson

Martin W Johansson

*Finansiella stabilitetsrådets kansli*

Niclas Alsén

## § 1 Stabilitetsbedömning

Finansdepartementets internationella avdelning redogjorde kort för situationen i Grekland.

Finansinspektionen och Riksbanken föredrog för rådets medlemmar respektive myndighets bild av stabilitetsläget.

Finansinspektionen anser att det svenska finansiella systemet fungerar väl och motståndskraften är tillfredsställande. Bankerna har goda likviditets- och kapitalbuffertar och har hög lönsamhet och god tillgång till finansiering. Hushållen som helhet har starka balansräkningar och god betalningsförmåga.

Finansinspektionen lyfter fram tre sårbarheter. För det *första* är den svenska banksektorn stor och beroende av marknadsfinansiering. Det innebär att problem på den internationella marknaden också kan påverka svenska banker. För det *andra* är det finansiella systemet i Sverige i hög grad sammanlänkat, genom att t.ex. banker och försäkringsbolag innehar varandras skulder (t.ex. säkerställda obligationer), vilket innebär smittorisker. För det *tredje* är hushållens skulder höga, vilket främst medför makroekonomiska risker.

Nuläget innebär att det finns flera betydande risker enligt Finansinspektionens bedömning, och en internationell oro kan utlösa turbulens på de finansiella marknaderna. De största riskerna är:

- Låga räntor och nedpressade riskpremier. Förändrade marknadsförväntningar kan leda till att riskpremierna snabbt stiger. Därmed kan tillgångspriser falla, kredittillgången minska och tillväxten dämpas, vilket kan orsaka finansiell turbulens.
- En fortsatt svag tillväxt i Europa kombinerat med låg inflation. En ytterligare konjunkturförsvagning kan bidra till än svagare tillväxt och att inflationen faller ytterligare. En utveckling med mycket låg tillväxt och deflation skulle försvaga den finansiella stabiliteten i Europa och Sverige. En förvärrad kris i Grekland skulle kunna utlösa en sådan chock.
- Stigande bostadspriser och en hög kredittillväxt i kombination med högt skuldsatta hushåll.

Riksbanken anser att risktagandet på de finansiella marknaderna ökar, och att det finns en risk för att balansräkningar blåses upp, att tillgångar blir övervärderade eller att risker inte prissätts fullt ut. Händelser som kan bidra till ökad finansiell stress är bland annat situationen i Grekland och tilltagande geopolitisk oro. Men även andra händelser kan leda till att stressen ökar. Oavsett vad som bidrar till ökad stress så kan aktörerna på de finansiella marknaderna vilja minska sitt risktagande, vilket kan leda till att tillgångspriserna faller och volatiliteten ökar. I det sammanhanget

noterar Riksbanken också att likviditeten på ett antal finansiella marknader verkar ha försämrats. Det kan förstärka de negativa effekterna på det finansiella systemet om riskaptiten hastigt skulle avta.

Det svenska finansiella systemet fungerar väl för närvarande. Men riskerna har ökat sedan föregående möte i stabilitetsrådet i november 2014. Hushållens höga och ökande skuldsättning är idag den största risken för både den makroekonomiska utvecklingen och den finansiella stabiliteten. De låga räntorna bäddar också för att skulder och bostadspriser kommer att fortsätta stiga. Utan ett amorteringskrav är förutsättningen för en dämpning av skulderna sämre.

En försämrad utveckling i Grekland kan medföra ökad volatilitet och ökade riskpremier på de finansiella marknaderna. Sverige har endast små direkta ekonomiska och finansiella kopplingar till Grekland. Men om förtroendet för eurosamarbetet minskar så kan dock kronan komma att stärkas, vilket kan påverka den svenska penningpolitiken.

Riksgälden har ingen annan grundsyn på riskerna i det finansiella systemet, och håller med Finansinspektionen och Riksbanken att hushållens skuldsättning utgör en risk för ekonomin och kan förstärka en konjunkturnedgång om ekonomin utsätts för en störning.

## § 2 Diskussion om behov av analyser och ytterligare åtgärder

Kapitalnivåer i det svenska banksystemet

Finansinspektionen förordar riskviktade krav kompletterat av ett bruttosoliditetskrav som en säkerhetsspärr.

Finansinspektionen redovisar fyra slutsatser. Den *första* är att om bruttosoliditetskravet sätts så högt att det blir bindande så kan det på sikt få konsekvensen att banksystemet i Sverige blir mindre men mer riskfyllt. Det finansiella systemet kan bli mer marknadsorienterat och skuggbanksystemet växa, vilket har vissa fördelar men risken för att detta minskar den finansiella stabiliteten behöver analyseras.

Finansinspektionen bedömer att ett riskbaserat kapitaltäckningskrav är att föredra. Den *andra* slutsatsen är att det i befintliga studier inte finns vägledning för att kapitaltäckning behöver vara högre. De modellrisker som finns i det riskbaserade systemet behöver dock åtgärdas. Det pågår nu ett arbete i Baselkommittén att se över och åtgärda svagheter i bankernas interna metoder som i vissa fall lett till för låga riskvikter. Finansinspektionen bedömer att detta kommer att leda till att kapitalkravet blir märkbart högre än idag. Den *tredje* slutsatsen är att den implicita statliga garantin finns kvar vilket skulle kunna tala för att kapitalkraven borde höjas ytterligare. Men genomförandet av

krishanteringsdirektivet och framöver förlustabsorberande kapital och skulder för systemviktiga banker (TLAC) kommer att leda till att den statliga garantin minskar. Därför är det värt att avvakta och analysera effekterna innan eventuellt ytterligare högre kapitalkrav genomförs. Den fjärde slutsatsen är att novemberöverenskommelsen<sup>1</sup> från 2011, där Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksbanken fastslog att kapitalkravet i de svenska storbankerna skulle uppgå till minst 12 procent, utgick från Basel 3-överenskommelsen. Nu genomförs dock krishanteringsdirektivet och TLAC är under diskussion, och dessutom omarbetas Baselöverenskommelsen i grunden. När dessa förändringar genomförts kan det finnas skäl att se över om ytterligare förändringar behövs.

Riksbanken anser att novemberöverenskommelsen 2011 var i underkant och hänvisar till studier som indikerar att nyttan av kapital i banksystemet underskattats medan kostnaderna överskattats. Riskvikterna har sedan 2011 fortsatt att minska, mycket beroende på att bankerna i större utsträckning tillämpar interna modeller för att bestämma riskvikterna. Kapitalkravet från 2011 motsvarar därför en mindre motståndskraft idag än det gjorde 2011. Slutsatsen av det är att kapitalkraven behöver ses över för att stärka motståndskraften i det svenska banksystemet på längre sikt. En ökning av kapitalnivåerna i de svenska storbankerna kan ske genom att kombinera olika åtgärder, såsom t.ex. högre riskvikter, skärpta golvregler eller införandet av ett bruttosoliditetskrav, som i varierande grad kompletterar de riskvägda kapitalkraven. På en fråga från Finansdepartementet om hur lång tid Baselkommitténs arbete kommer att ta så är Riksbankens bedömning att det tar några år innan regelverken är på plats, och mot bakgrund av det tycker Riksbanken att det finns skäl att gå före tidplanen på vissa områden.

Finansdepartementet uttrycker en farhåga för att det kan finnas en risk för att ett nationellt tidigt införande kan innebära att det nationella regelverket åter behöver ändras när de internationella regelverken är på plats. Finansinspektionen delar den bedömningen.

Riksbanken ser inte den omständigheten som ett förhindrande skäl för att tidigarelägga det svenska regleringsarbetet.

Riksgälden delar Finansinspektionens avvaktande hållning gällande icke-riskbaserade kapitalkrav och stöder det nuvarande riskbaserade kapitalregelverket. Det är rimligt att kapitalkraven speglar riskerna i utlåningen samtidigt som regelverket inte ger de incitament att öka förväntad avkastning och risker, på det sätt som ett bruttosoliditetskrav gör. Det finns problem med riskvikterna och hur dessa beräknas av bankerna. Dessa problem bör dock åtgärdas inom ramen för ett

---

<sup>1</sup> Se Nya kapitalkrav för svenska banker, pressmeddelande på fi.se, 25 november 2011.

riskkänsligt system. Det är en väsentlig och principiell skillnad mellan att göra justeringar inom gällande system respektive justeringar av hela modellen. Riksgälden understryker även betydelsen av att vid diskussion om kapitalbehovet beakta att krishanteringsdirektivet håller på att genomföras.

Riksbanken menar att ett bruttosoliditetskrav på 5 procent endast är en liten ökning från bankernas genomsnittliga faktiska bruttosoliditet idag, som är ca 4,3 procent. Det motsvarar en ökning av kapitalet med ca 100 miljarder kronor, eller mindre än 30 procent av storbankernas resultat fram till 2018. I ett långsiktigt perspektiv har bruttosoliditetskravet fallit, och det är samtidigt det som visar bankernas faktiska förlustabsorberingsförmåga. Syftet med novemberöverenskommelsen var att bankerna skulle åläggas högre kapitalkrav, och det är anmärkningsvärt att det kravet mötts genom fallande riskvikter.

Finansinspektionen delar inte Riksbankens syn att motståndskraften skulle vara lägre idag. Däremot håller man med Riksbanken om att riskvikterna behöver ses över och att det är bra att det nu görs av Baselkommittén. Det är bland annat viktigt att säkerställa att långa perioder med låga förluster inte leder till att riskvikterna med tiden pressas ner till för låga nivåer. Men det skulle vara ett problem om principen om riskkänslighet helt överges, även om ett bruttosoliditetskrav på 5 procent skulle vara hanterbart rent finansiellt för bankerna. Generellt och i ett internationellt perspektiv är de svenska bankerna välkapitaliserade givet risken i deras balansräkningar. Givet att bankerna i dagsläget inte bedöms vara mycket riskfyllda eller underkapitaliserade finns inget skäl att stressa fram ytterligare åtgärder. De studier som förespråkar ett bruttosoliditetskrav är statiska och tar inte hänsyn till dynamiska allmänna jämviktseffekter när bankerna anpassar sitt beteende och ökar risktagandet. Finansinspektionen anser inte att det är uppenbart att exempelvis USA:s mer marknadsbaserade finansiella system har varit mer stabilt i krisperioder än det svenska.

Riksgälden föredrar en riskbaserad modell. Om modellen har problem bör åtgärden vara att justera riskvikterna, inte att byta ut hela modellen. Nyttan av ytterligare skärpningar av kapitalkraven är sannolikt avtagande och effekterna är osäkra. Det finns därför skäl att avvakta och göra en noggrann konsekvensanalys av effekterna av att skärpa nuvarande tillämpning och av att byta system.

EU-kommissionens initiativ om kapitalmarknadsunionen är i viss mån en reaktion på att kreditförsörjningen till t.ex. små och medelstora företag försämrats, delvis som en följd av de hårdare reglerna på bankområdet. Samtidigt finns det tecken på att värdepappersmarknaderna fungerar sämre, delvis till följd av hårdare regler på det området. Detta gör det svårare att kanalisera krediter via värdepappersmarknader. En övergång från ett bankbaserat till ett

marknadsbaserat kreditsystem förutsätter att det finns fungerande värdepappersmarknader.

Finansinspektionen menar att man inte är emot ett system där marknaden har en större roll, men en sådan förändring ska inte ske för snabbt och inte utan att först göra en noggrann utvärdering. Om det införs ett högt bruttosoliditetskrav så kan bankerna främst påverka sin avkastning genom att exponera sig mot mer högavkastande tillgångar, exempelvis genom att öka risken i kreditgivningen eller genom att värdepapperisera tillgångar med låg risk. Detta skulle kunna leda till ett mindre men mer riskfyllt banksystem. Den slutliga bedömningen av bruttosoliditetskravet beror på hur andra delar, t.ex. golvregler och krav på förlustabsorberande kapital och skulder (TLAC) kommer att se ut. Om dessa ändå medför ett betydligt mindre riskkänsligt kapitalkrav, så minskar skälen att också införa ett högt bindande bruttosoliditetskrav.

Finansdepartementet anser att bankerna idag är välkapitaliserade. Det kommer att behövas en noggrann analys bl.a. av regelverken och vilka effekter som uppstår i de aktuella frågorna innan beslut kan fattas, och hänsyn behöver tas till oönskade effekter. En riskbaserad modell för kapitaltäckning tar hänsyn till bankernas risktagande.

#### Hushållens skuldsättning

Riksbanken redovisar analysen som gjorts tillsammans med Finansinspektionen och Riksgälden, som visar orsakerna bakom den kraftiga uppgången i hushållens skuldsättning sedan slutet av 1990-talet. Bedömningen är att det är en kombination av olika omständigheter som har bidragit till utvecklingen. Det handlar om makroekonomiska effekter såsom låga realräntor och stigande inkomster, men också om strukturella faktorer såsom att fler äger sina hem, förändringar i skattesystemet och ett lågt byggande. Men det går inte att räkna med att de ekonomiska förutsättningarna ska vara lika goda på sikt, utan dessa förutsättningar kan förändras vilket kan påverka utvecklingen framöver. Det gäller t.ex. räntan som i dagsläget är på rekordlåga nivåer. Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden avser att fortsätta arbetet avseende hushållens skuldsättning med fokus på risker och eventuella åtgärder.

Finansinspektionen instämmer i Riksbankens genomgång av drivkrafterna bakom hushållens skuldsättning. Finansinspektionens bedömning är att många svenska hushåll har hög skuldsättning och att detta utgör en makroekonomisk sårbarhet, även om riskerna för den finansiella stabiliteten är liten. Även om bolånetagarna idag har god betalningsförmåga så kommer räntan att stiga. Risken för att hushållen inte ska kunna betala på sina skulder är dock liten och motståndskraften mot räntehöjningar hög. Enligt Finansinspektionens bolåneundersökning skulle 97 procent av hushållen med nya bolån 2014

klara en räntehöjning med 5 procentenheter, jämfört med 92 procent 2013. Hushållen har samtidigt stora tillgångar, ett högt sparande och det finns få tecken på en osund kreditgivning. Men det finns också orosmoment, t.ex. att andelen hushåll med en belåning över 50 procent av bostadens värde har ökat. Dessa hushåll kan minska sin konsumtion mycket om det blir ett bostadsprisfall, och därmed försvaga ekonomin. Den mest träffsäkra åtgärden för att minska antalet hushåll med en relativt hög belåning är att införa ett amorteringskrav. Övriga alternativa åtgärder når inte denna grupp lika träffsäkert och är därför inte lika effektiva i att åtgärda riskerna kopplade till högt skuldsatta hushåll. Dessutom skulle flera av dessa alternativa åtgärder möta samma juridiska problem som amorteringskravet mött. Andra åtgärder och verktyg är dock bra att ha tillgängliga framöver då riskbilden kan förändras. Finansinspektionen framförde också att det saknas data på enskilda hushålls tillgångar på det motsvarande sätt som det finns data på skulderna. Bättre tillgång till data skulle förbättra analysens kvalitet. Riksbanken instämde med Finansinspektionen.

Riksgälden delar Riksbankens och Finansinspektionens syn. Samtidigt är det viktigt att ha i åtanke att hushållens tillgångar vida överstiger skulderna. För de policyfrågor som diskuteras här är mikroperspektivet med hög skuld för det enskilda hushållet inte ett problem i första hand. Däremot kan det bli ett makroproblem. Det bästa sättet att reducera denna risk är att införa ett amorteringskrav.

Riksbanken menar att även andra faktorer än makrofinansiella förutsättningar påverkar skuldsättningen, som t.ex. skatter och byggande av bostäder. Det finns flera intressanta förslag på reformer på dessa områden i bilagan till Långtidsutredningen "Bostadsmarknaden och den ekonomiska utvecklingen" som nyligen publicerades; exempelvis en nedtrappning av ränteavdraget, fortsatta reformer av hyressättningsystemet och förbättrade förutsättningar för att byggandet ska öka. Om reformer på dessa andra politikområden inte genomförs ökar kraven på makrotillsynsåtgärder. Amorteringskravet är väldigt mildt i den form det föreslagits, så därutöver kan andra åtgärder behöva vidtas, såsom att begränsa lånen i förhållande till inkomsten genom att införa ett skuldkvotstak, strama åt kreditprövningen genom att skärpa bankernas kvar-att-leva-på kalkyler (KALP), begränsa hushållens lån genom att skärpa bolånetaket, begränsa andelen lån med rörlig ränta, och att höja kapitalkraven. Det är en öppen fråga hur alla metoder ska kombineras, och det behöver diskuteras.

Finansinspektionens befogenheter inom makrotillsynsområdet behöver klargöras enligt Riksbanken. Det är problematiskt att Finansinspektionen har ett ansvar men otydliga befogenheter. Finansinspektionens befogenheter behöver därför snarast i lag förtydligas generellt och inte bara avseende amorteringskravet. Det bör därför också tydligt framgå att Finansinspektionen kan vidta åtgärder för



att motverka finansiella obalanser även när det inte föreligger några omedelbara risker för den finansiella stabiliteten utan snarare risker för makroekonomisk instabilitet.

Finansinspektionen anser att riskerna kopplade till hushållens skulder framför allt är att många enskilda hushåll har en hög skuldsättning. Den aggregerade skuldkvoten är inget bra mått på riskerna kopplade till skuldsättningen. Om andelen ägda bostäder ökar, så ökar också skulderna på aggregerad nivå, utan att riskerna nödvändigtvis ökar. Finansinspektionen håller med Riksbanken i bedömningen att Finansinspektionen har en tydlig instruktion avseende ansvaret för finansiell stabilitet och motverkande av en obalanserad utveckling på kreditmarknaden, men att befogenheterna på det senare området är otydliga. Lagstöd behöver därför ses över, så att det inte blir problem varje gång ett nytt verktyg ska tillämpas. Problemet nu är att Finansinspektionen har sin instruktion och förväntas agera, men saknar befogenheter för det.

Riksgälden instämmer i behovet av att förtydliga Finansinspektionens befogenheter. Vidare anser Riksgälden att det är ett tecken på problem om hushåll inför att ett amorteringskrav ska införas har blivit mer aktiva i budgivningarna på bostäder. Det kan indikera att hushållen har ett likviditetsproblem. Generellt är det bra med analys av olika åtgärder, men införande kräver försiktighet mot bakgrund av att åtgärderna även kan ha stora negativa effekter. Exempelvis visar Riksbankens analys i den senaste Finansiella stabilitetsrapporten att ett slopat ränteavdrag kan komma att sänka BNP-nivån med uppemot 3 procent. Det skulle enligt Riksgäldens bedömning motsvara runt 120 000-130 000 jobb vid oförändrad produktivitet.

Riksbanken ställer sig tveksam till att använda förenklade och osäkra kalkyler för att dra sådana slutsatser. Vidare anser Riksbanken att det inte finns en exakt gräns för när skuldsättningen på aggregerad nivå är ett problem, är t.ex. 180 procent farligt eller inte. Aggregerad nivå är en sak, men den osäkerhet som finns på individuell nivå är inte bra och det skulle behövas bättre statistik på hushållsnivå.

Finansinspektionen redovisar att hushållen successivt har blivit bättre på att amortera de senaste åren. Amorteringskravet handlar delvis om att låsa in det beteendet, så att det inte försämras på längre sikt. Den höjning av den kontracykliska kapitalbufferten som Finansinspektionen nyligen föreslagit har en koppling till hushållens ökande skuldsättning. Bufferten ska höjas bl.a. till följd av att den ökade kredittillväxten innebär en viss ökad risk för förluster i banksystemet.

Finansdepartementet menar att hushållens skuldsättning är en oroande faktor. Det finns en stor acceptans hos medborgarna för, och en insikt om, att det krävs en sund amorteringskultur. Finansdepartementet

arbetar med att utforma ett bemyndigande för amorteringskrav till Finansinspektionen och diskussioner pågår för närvarande med partier i oppositionen. Det är viktigt att det finns en bred politisk samsyn i amorteringsfrågan. Regeringen kommer eventuellt att återkomma framöver om det krävs ytterligare åtgärder. Det är viktigt att det införs en åtgärd i taget och att effekterna analyseras innan man går vidare med fler åtgärder. Regeringen efterlyser också mer aktuella underlag kring hur amorteringskulturen utvecklats, inte minst under det senaste året då diskussionen funnits kring amorteringskrav.

En analys sker också när det gäller de övriga befogenheter utöver amorteringskravet som Finansinspektionen i nuläget förfogar över. Regeringen återkommer framöver när det gäller denna fråga.

### **§ 3 Kommande arbete**

Kommande arbete inom ramen för stabilitetsrådet kommer att omfatta nedanstående övergripande frågor. Nästa möte är den 16 december 2015. Utöver de frågor som rådet redan arbetar med kommer rådet under hösten att fördjupa arbetet på följande områden:

- Stabilitetsaspekter av låga räntor.
- Myndigheternas roller i samband med krishantering – samordning och beredskap, inklusive en diskussion om likviditetsstöd.
- Strukturförändringar på bankmarknaden till följd av nya regelverk, som t.ex. Kapitalmarknadsunionen.