



FINANSINSPEKTIONEN

Stabiliteten i det finansiella systemet

28 november 2019



INNEHÅLL

FÖRORD	3
SAMMANFATTNING	4
HOT MOT DEN FINANSIELLA STABILITETEN	5
Högt risktagande kan ha byggt upp sårbarheter	5
Konjunkturen dämpas och räntor väntas förbli låga länge	5
Fortsatt förhöjd global osäkerhet	6
Störningar kan ge snabb omvärdering av risk	6
STABILITETEN PÅ DE FINANSIELLA MARKNADERNA	8
Låga räntor och låg stress präglar fortsatt de finansiella marknaderna	8
Riskpremier är fortsatt låga	9
Ökad efterfrågan på tillgångar med sämre kreditkvalitet	10
Fortsatt risk för stora prisfall	11
STABILITETEN I FÖRSÄKRINGSSEKTORN	12
Motståndskraften har minskat	12
Fortsatta incitament till risktagande	13
STABILITETEN I BANKSEKTORN	15
God lönsamhet – men räntemiljön utmanar	16
Svenska storbanker har tillfredsställande kapitalbuffertar	17
Bankerna har stora exponeringar mot fastigheter	18
Bankernas motståndskraft ger låga finansieringskostnader	19
FÖRETAGENS OCH HUSHÅLLENS SKULDER	22
Stora skulder hos icke-finansiella företag	22
Den kommersiella fastighetsmarknaden	22
Hushållens skulder	25
Hushållens skulder och finansiell stabilitet	27

Förord

Vi har under de senaste åren befunnit oss i en historiskt unik situation, där högkonjunkturen har gått hand i hand med extremt låga räntor. Det är ofta under sådana perioder, när det mesta ser bra ut och tillväxten är hög, som risker kan byggas upp i det finansiella systemet. Så var det före både 1990-talskrisen och krisen 2008. Inte oväntat har också priser på aktier, bostäder och andra fastigheter stigit, skulder har ökat och risker i det finansiella systemet har vuxit under de senaste åren.

Konjunkturen har nu dämpats något, både globalt och i Sverige. Samtidigt har räntorna fallit ytterligare under 2019. Vad kan vi då förvänta oss när den ena riskdrivande komponenten – den starka ekonomiska tillväxten – försvinner, medan den andra – de låga räntorna – väntas ligga kvar på en mycket låg nivå? Resultatet kan bli något av en balansgång på slak lina. Om konjunkturen skulle bromsa kraftigt kan de sårbarheter som har byggts upp under flera år blottas, med konkurser, kreditförluster, fallande priser och i värsta fall turbulens på de finansiella marknaderna som följd. Å andra sidan kan en svagare men mer stabil ekonomisk utveckling med bestående låga räntor, fortsätta att driva på tillgångspriserna och jakten på avkastning.

Från vår horisont ser vi tydliga risker med ett fortsatt lågt ränteläge. Extremt låga räntor år efter år, kan efter hand uppfattas som normala. Mer konkret handlar det om att bankernas utlåning fortsätter att växa. Det gör att låntagare som redan har stora skulder lånar ännu mer och därmed blir mer sårbara. Pensionsbolagen, liksom andra investerare, ökar risknivån i sina placeringar. I en miljö med långvarigt låga räntor, kan ett kraftigt prisfall på tillgångar medföra solvensproblem för pensionsbolagen. Det kan leda till att de får svårare att klara sina åtaganden mot framtida pensionärer. Därför arbetar Finansinspektionen (FI) för att öka motståndskraften i det finansiella systemet. Vi skärper kapitalkraven på bankernas utlåning till kommersiella fastighetsföretag. Vi arbetar för att pensionsbolagen ska ha kapitalkrav som återspeglar deras risker, och vi fortsätter att följa risktagandet på de finansiella marknaderna.

FI:s arbete handlar främst om tre saker: att skapa medvetenhet om vilka risker som finns, att vara observant på utvecklingen och, sist men inte minst, att bygga motståndskraft så att man kan klara obehagliga överraskningar – för ingen kan med säkerhet förutspå hur framtiden blir.

Stockholm den 28 november 2019



Erik Thedén
Generaldirektör

Sammanfattning

Räntorna har varit låga under många år, både globalt och i Sverige. Den låga räntenivån har lett till ett ökat risktagande bland olika aktörer. Exempelvis har försäkringsföretag investerat i mer illikvida tillgångar, såsom fastigheter. Inflödet i fonder som investerar i företagsobligationsfonder har också ökat, samtidigt som andelen företagsobligationer med lägre kreditbetyg stiger. Sammantaget har det ökade risktagandet bidragit till att driva upp priserna på aktier och andra finansiella tillgångar, men även på bostäder och fastigheter. Det har också lett till att hushåll och företag har lånat allt mer. Bland företagen har i synnerhet de kommersiella fastighetsföretagen stora skulder, och de är även känsliga för högre räntor. Om problem uppstår kan det leda till betydande kreditförluster hos bankerna.

En lägre ekonomisk tillväxt kan nu dämpa risktagandet. Men samtidigt skapar förväntningarna på fortsatt låga räntor incitament i motsatt riktning, vilket kan leda till att tillgångspriser och skulder blir än högre. Om viljan att ta risk skulle minska snabbt, till exempel som en följd av att konjunkturen bromsar in kraftigt och svaga europeiska banker får allvarliga problem, kan det orsaka stora prisfall på de finansiella marknaderna. Detta kan i sin tur leda till att svenska banker får ökade kreditförluster och upplåningskostnader. Det kan dessutom medföra att stora investerare, exempelvis försäkringsföretag, gör Anpassningar i sina placeringar och därmed förstärker prisfallen ytterligare. I förlängningen kan ett sådant händelseförlopp hota den finansiella stabiliteten i Sverige.

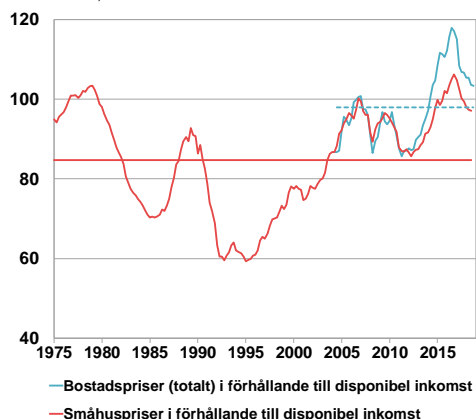
Svenska försäkringsföretag har under en lång tid haft en god finansiell ställning. Motståndskraften ser fortfarande ut att vara god, men FI bedömer att det delvis beror på att det gällande solvensregelverket inte fullt ut speglar riskerna med dagens mycket låga räntenivåer. FI bedömer att försäkringsföretagens motståndskraft har minskat och att långvarigt låga räntor kan medföra solvensproblem och ökad risk för ett procykliskt beteende i perioder med ökad oro på de finansiella marknaderna.

FI bedömer att de svenska storbankerna överlag har en tillfredsställande motståndskraft, med tillräckliga kapital- och likviditetsbuffertar. De har en god lönsamhet, men den kan försämrans när den ekonomiska tillväxten dämpas. Samtidigt är utlåningen till den kommersiella fastighetssektorn stor. FI bedömer att denna sektor är sårbar och att den i ett läge med svår finansiell stress kan orsaka betydande kreditförluster för de svenska bankerna. I ett sådant läge kan det kapital som bankerna har för att täcka riskerna i utlåningen till kommersiella fastigheter understiga de förluster som kan uppstå. FI föreslår därför ett kapitalpåslag inom pelare 2 som motsvarar skillnaden mellan en av FI given riskvikt och en banks faktiska genomsnittliga riskvikt för dessa exponeringar. Dessa givna riskvikter har satts till 35 procent för en banks företagsexponeringar med säkerhet i kommersiella fastigheter. För företagsexponeringar med säkerhet i kommersiella bostadsfastigheter gäller 25 procent.

Hot mot den finansiella stabiliteten

Den globala konjunkturen har dämpats. Samtidigt väntas räntor förbli låga en längre tid framöver, vilket kan bidra till ett fortsatt högt risktagande. Flera tänkbara störningar skulle kunna hota den finansiella stabiliteten i Sverige, till exempel en kraftig inbromsning i konjunkturen och ökad press på svaga europeiska banker.

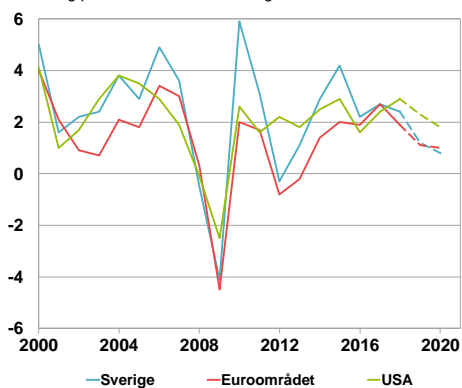
1. Bostadspriser är fortsatt höga i förhållande till inkomst
Index, 1980=100



Källor: SCB och Valueguard.

Anm. Bostadspriser för villor och bostadsrätter i hela Sverige samt fastighetsprisindex för permanenta småhus. Småhuspriser i förhållande till disponibel inkomst är laggat ett kvartal på grund av eftersläpning i statistiken. Streckade linjer avser genomsnitt för tidsperioderna 2005-2019 respektive 1975-2019.

2. Konjunkturen dämpas
Årlig procentuell BNP-utveckling



Källa: KI.

Sverige är en liten öppen ekonomi där den ekonomiska utvecklingen till stor del styrs av utvecklingen i omvärlden. Det finansiella systemet i Sverige är också nära sammanlänkat med de globala finansiella marknaderna. FI:s arbete syftar till att öka motståndskraften i det finansiella systemet och göra det bättre rustat för att hantera eventuella störningar. Detta kapitel beskriver några tänkbara störningar som skulle kunna hota den finansiella stabiliteten i Sverige.

HÖGT RISKTAGANDE KAN HA BYGGT UPP SÅRBARHETER

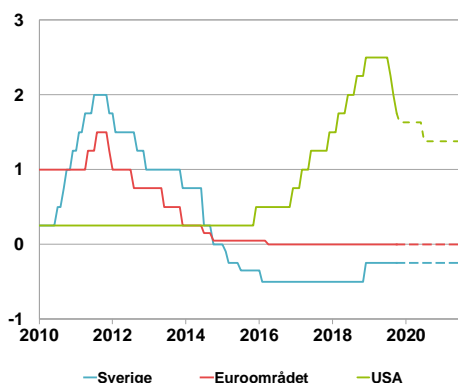
Räntorna har varit låga under många år och har sedan finanskrisen sjunkit ytterligare och ligger nu på mycket låga nivåer. Det har hjälpt den ekonomiska återhämtningen, men har samtidigt skapat en miljö med ett högt risktagande bland olika aktörer. I en sådan miljö kan finansiella sårbarheter byggas upp på olika sätt. Investerare har sökt sig till mer riskfyllda tillgångar för att få högre avkastning, vilket har bidragit till att pressa upp priser på aktier och andra finansiella tillgångar (se kapitlet Stabiliteten på de finansiella marknaderna). Priser på kommersiella fastigheter och bostäder har också drivits upp sett över en längre tid (se kapitlet Företagens och hushållens skulder). Efter prisnedgången 2017 har bostadspriserna nu långsamt börjat stiga igen. I förhållande till hushållens inkomster har priserna sjunkit sedan mitten av 2017, men är fortfarande högre än det historiska genomsnittet (se diagram 1). Samtidigt har många hushåll och företag ökat sina skulder kraftigt, vilket kan göra dem mer sårbara vid en framtida kris (se kapitlet Företagens och hushållens skulder).

KONJUNKTUREN DÄMPAS OCH RÄNTOR VÄNTAS FÖRBLI LÅGA LÄNGE

Den globala ekonomin har vuxit i god takt under flera år, men den ekonomiska tillväxten har nu saktat in. Konjunkturinstitutet (KI) bedömer att tillväxten kommer att dämpas under det kommande året både i Sverige, USA och euroområdet (se diagram 2). Sedan den föregående stabilitetsrapporten har flera centralbanker skiftat till en mer expansiv penningpolitik, och högre styrräntor tycks dröja (se diagram 3). Marknadsräntor har också sjunkit kraftigt under en tid (se diagram 4). Många marknadsaktörer väntar sig dessutom att det låga ränteläget kommer bestå under en lång tid framöver, vilket är en utmaning för bland annat försäkringsföretag som måste uppnå en avkastning som överstiger deras garantier till förmånstagare (se kapitlet Stabiliteten i försäkringssektorn).

En mer dämpad ekonomisk tillväxt behöver inte hota den finansiella stabiliteten, utan är snarare en naturlig del av konjunkturcykeln. Men både tillgångspriser och skulder har ökat snabbt under de senaste åren

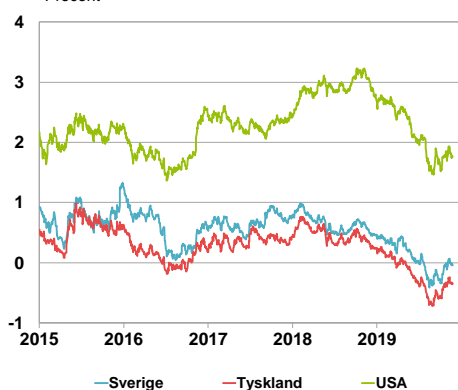
3. Högre styrräntor kan komma att dröja Procent



Källor: Refinitiv Datastream och Refinitiv Long-Term Economic Outlook.

Anm. För euroområdet visas refinansieringsräntan. Streckade linjer avser bankanalytikers prognoser. Prognoserna baseras på Refinitiv Long-Term Economic Outlook, medianvärde.

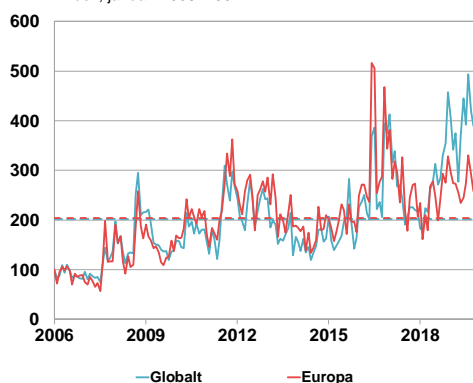
4. Statsobligationsräntor har sjunkit kraftigt Procent



Källa: Refinitiv Datastream.

Anm. 10-åriga statsobligationsräntor.

5. Fortsatt förhöjd global osäkerhet Index, januari 2006=100



Källa: Economic Policy Uncertainty.

Anm. Economic Policy Uncertainty Index baseras på förekomsten av vissa uttryck kopplade till ekonomi, policy och osäkerhet i olika länders nationella nyhetsartiklar. Globalt index omfattar nitton länder. Index för Europa omfattar Frankrike, Tyskland, Italien, Spanien och Storbritannien. Streckad linjer avser medel sedan 2006.

då den ekonomiska tillväxten varit god och räntorna låga. Ett skifte till en mer dämpad ekonomisk tillväxt men fortsatt låga räntor kan därför blotta sårbarheter som kan ha byggts upp. Dels kan låntagare få problem att hantera sina skulder. Dels kan investerare ha underskattat riskerna i sina portföljer under de gynnsamma ekonomiska förutsättningar som präglade ekonomin de senaste åren. En lägre ekonomisk tillväxt borde därför ha en dämpande effekt på risktagandet. Men samtidigt skapar det fortsatt låga ränteläget incitament i motsatt riktning, det vill säga en fortsatt jakt på avkastning som kan leda till ytterligare stigande tillgångspriser och skulder.

FORTSATT FÖRHÖJD GLOBAL OSÄKERHET

Det finns fortsatt en betydande politisk osäkerhet, både globalt och i Europa (se diagram 5). Handelskonflikten mellan Kina och USA trappades upp under sommaren, men har sedan dämpats igen. Om parterna inte lyckas nå en slutgiltig överenskommelse kan det dämpa den globala tillväxten ytterligare.

Osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU kvarstår. Den viktigaste konsekvensen för det svenska finansiella systemet på kort sikt bedöms vara att London Clearing House Ltd (LCH) blir en aktör som bedriver verksamhet från tredjeländ. En övergångslösning finns på plats, men denna gäller bara till slutet av mars 2020.¹ En förlängning är troligtvis på väg. Det är dessutom svårt att avgöra i vilken utsträckning finansiella marknader skulle reagera på en hård brexit.

Oron kring svaga statsfinanser i flera länder i euroområdet, däribland Italien, kvarstår. Den europeiska banksektorn är nära sammankopplad med detta, eftersom bankerna har stora innehav av statsobligationer. Flera banker har stärkt sina balansräkningar de senaste åren och andelen nödlidande lån har minskat. Men ett flertal svagheter kvarstår, till exempel att lönsamheten är fortsatt låg, och det återspeglas i att många europeiska bankers marknadsvärde är lägre än bokfört eget kapital (se diagram 6).

STÖRNINGAR KAN GE SNABB OMVÄRDERING AV RISK

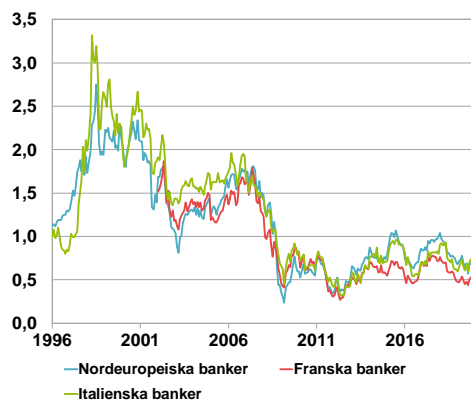
Även om styrräntorna förblir låga finns det flera tänkbara störningar som kan leda till en minskad vilja att ta risk. Det kan medföra att investerare säljer riskfyllda tillgångar och söker sig till säkrare tillgångar. Om sådana anpassningar sker snabbt och i stor skala kan det leda till omfattande prisfall och att det blir svårt för företag och banker att finansiera sig.

Ett exempel är om den europeiska konjunkturen dämpas kraftigt, samtidigt som svaga europeiska banker sätts under press och oron kring statsfinanserna i de mer skuldtyngda ekonomierna i euroområdet ökar avsevärt. I ett sådant scenario kan även det svenska finansiella systemet och den svenska ekonomin påverkas, med snabbt stigande riskpremier, ökad finansiell stress och en svagare konjunktur som följd. Det kan i värsta fall blotta inhemska sårbarheter och leda till ökade

¹ Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) och EU-kommissionen godkände i mars 2019 ett tidsbegränsat fortsatt användande av brittiska centrala motparter vid en eventuell hård brexit. För mer information se EUR-lex webbsida: https://eur-lex.europa.eu/eli/dec_impl/2018/2031/oj samt https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.095.01.0009.01.ENG

6. Europeiska bankers marknadsvärderingar har sjunkit

P/B-tal



Källa: Refinitiv Eikon.

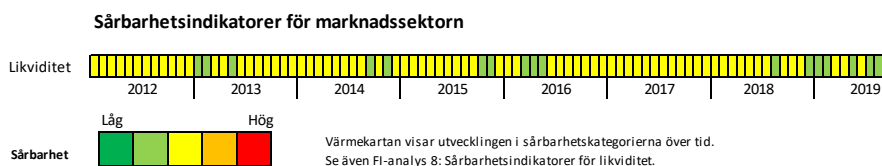
Anm. P/B-tal står för Price to Book, det vill säga aktiepris dividerat med bokfört eget kapital per aktie. Nordeuropeiska banker avser Commerzbank, Deutsche Bank, ING och KBC. Franska banker omfattar BNP Paribas, Crédit Agricole och Société Générale. Italienska banker avser Intesa Sanpaolo, Mediobanca och Unicredit.

kreditförluster och högre upplåningskostnader för svenska banker, framför allt om det även uppstår problem på bostads- och fastighetsmarknaden. Givet det begränsade utrymmet för penningpolitiska stimulanser, kan bankerna behöva överföra de ökade kostnaderna till sina kunder, samtidigt som icke-finansiella företags marknadsfinansiering också blir dyrare. Det kan i sin tur dämpa den ekonomiska aktiviteten ytterligare och leda till ännu större kreditförluster.

Fallande tillgångspriser kan samtidigt leda till att försäkringsföretagen och tjänstepensionsinstituterna behöver sälja riskfyllda tillgångar i stor omfattning, vilket i sin tur kan förstärka prisnedgången och förvärpa utvecklingen på de finansiella marknaderna. Även om det svenska finansiella systemet överlag har betydande motståndskraft finns det alltså möjliga scenarier där flera samverkande faktorer kan hota den finansiella stabiliteten i Sverige.

Stabiliteten på de finansiella marknaderna

Låga räntor under en längre tid har bidragit till ökat risktagande till följd av investerarens jakt på avkastning. Det kan i sin tur ha byggt upp sårbarheter på de finansiella marknaderna. FI bedömer att risken för snabba anpassningar bland investerare med prisfall och turbulens som följd kan vara högre än normalt.



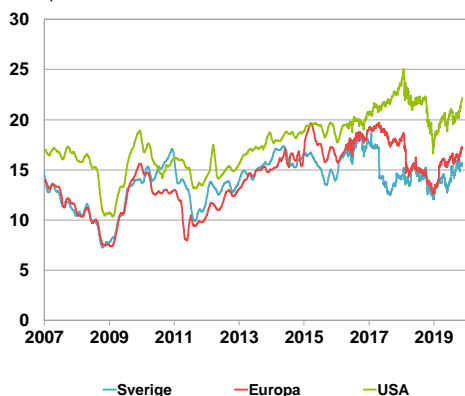
De finansiella marknaderna bidrar till allokering av risk och kapital i ekonomin. För att det finansiella systemet ska kunna upprätthålla sina grundläggande funktioner är det därför viktigt att de finansiella marknaderna fungerar väl, även under perioder av finansiell stress. FI bedömer att det framför allt är ränte- och valutamarknaderna som är viktiga för den finansiella stabiliteten. Det är med hjälp av dessa marknader som de finansiella företagen hanterar både sina behov av likvida medel för att sköta sina betalningar och många av sina marknadsrisker.

En förutsättning för att de finansiella marknaderna ska fungera väl är att det finns tillräckligt med marknadslikviditet. Det innebär att det går att göra transaktioner på de finansiella marknaderna utan påtaglig prispåverkan. FI använder ett antal kvantitativa indikatorer för att fånga sårbarheter som är relevanta för likviditeten på ränte- och valutamarknaderna.² Sammantaget ger indikatorerna en bild av att sårbarheten på valuta- och räntemarknaden är låg. Situationen skulle dock kunna förändras snabbt. En kraftig störning skulle därmed kunna bidra till försämrad likviditet.

LÅGA RÄNTOR OCH LÅG STRESS PRÄGLAR FORTSATT DE FINANSIELLA MARKNADERNA

En lång period med låga marknadsräntor, låg stress och goda ekonomiska förutsättningar har bidragit till att investerare har sökt sig till mer riskfyllda tillgångar i sin jakt på avkastning. Det syns bland annat genom att aktievärderingarna, i form av p/e-tal, fortsatt är höga i Europa och i USA. Även i Sverige är värderingen nu strax över det historiska genomsnittet (se diagram 7).³ Det syns även i sjunkande riskpremier, och i att investerare sökt sig till tillgångar de tidigare inte investerat lika mycket i, till exempel företagsobligationer med sämre kreditkvalitet.

7. Återigen högre värderade aktiemarknader p/e-tal



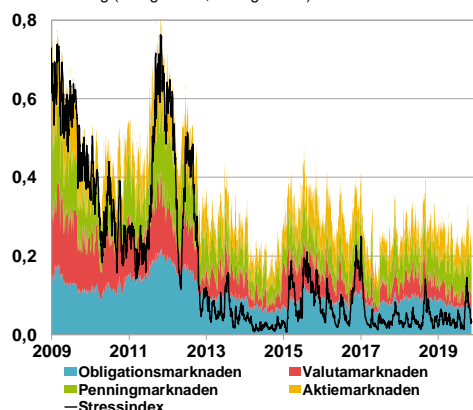
Källa: Refinitiv Eikon.

Anm. p/e står för price/earnings. Avser pris per aktie i relation till vinst per aktie för bolag på amerikanska, europeiska och svenska marknader. 30 dagars glidande medelvärde.

2 För mer information se Finansinspektionen (2017), "Sårbarhetsindikatorer för likviditet", FI-analys 8.

3 Ett historiskt genomsnitt av p/e-talen från 2004-01-02 till 2019-11-14. Det historiska genomsnittet för Sverige är 14,4, Europa 14,2 och USA 17,6.

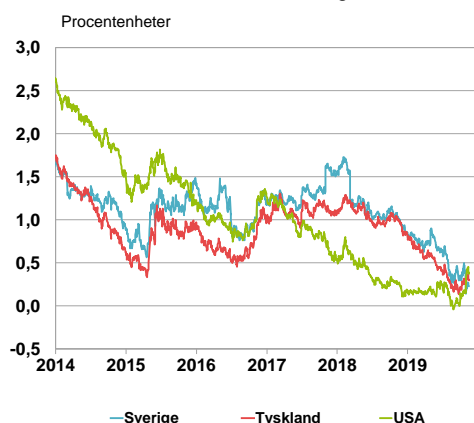
8. Låg finansiell stress i Sverige
Ranking (0=låg stress, 1=hög stress)



Källor: Bloomberg och Riksbanken.

Anm. Svenska stressindexet är framtaget av Riksbanken enligt en liknande metod som för ECB:s europeiska stressindex. Se Johansson och Bonthron (2013), Vidareutveckling av indexet för finansiell stress för Sverige, Penning- och valutapolitik 2013:1. Sveriges Riksbank. Sista observation 2019-11-14.

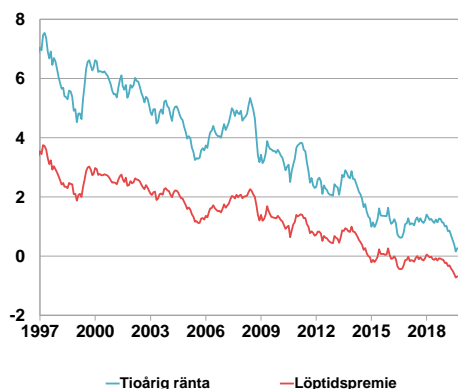
9. Räntorna förväntas vara låga framöver



Källa: Refinitiv Datastream.

Anm. Lutningen på avkastningskurvan, ränteskillnaden mellan statsobligationer med löptider på 2 och 10 år i respektive land.

10. Negativ löptidspremie i Sverige
Procent



Källa: FI:s egna beräkningar och Refinitiv Eikon.

Anm. Månatliga swapräntor från den svenska marknaden med löptider mellan 1 och 10 år samt Stibor med löptider på 1 månad, 3 månader och 6 månader.

Det finns flera studier som visar att perioder av låg volatilitet och låg stress medför ökad optimism bland investerare. Det leder i sin tur till ökat risktagande. Långvariga perioder med allt för högt risktagande kan skapa sårbarheter som vid tidigare tillfällen har bidragit till finansiella kriser.⁴

De svenska finansiella marknaderna fungerar för närvarande väl och stressnivåerna är låga (se diagram 8). Samtidigt är det ofta under perioder med goda finansiella förhållanden som sårbarheter byggs upp. Under sommaren påverkades aktiemarknaderna i USA och i Europa av politisk osäkerhet samt försämrade tillväxtutsikter med stigande volatilitet som följd. De svenska aktiepriserna sjönk i samband med att utsikterna för den globala konjunkturen försämrades. Men efter sommaren har priserna stigit igen.

I samband med oron för konjunkturutvecklingen har många centralbanker gjort penningpolitiken än mer expansiv (se kapitlet Hot mot den finansiella stabiliteten). Förväntningar om en fortsatt expansiv penningpolitik har fått statsobligationsräntorna att sjunka kraftigt under det senaste året vilket har lett till en ovanligt flack lutning på avkastningskurvorna (se diagram 9). Det tyder på att marknaden även väntar sig att ränteläget ska förbli lågt under en lång tid framöver, och kan även tolkas som att investerare förväntar sig en svagare konjunktur.

RISKPREMIER ÄR FORTSATT LÅGA

Avkastningen på statsobligationer med lång löptid är nu mycket låg och investerare blir inte kompenserade för att investera på långa löptider. Löptidspremien på svenska swapräntor⁵ är negativ och har varit det sedan oktober 2014 (se diagram 10). En negativ löptidspremie kan tolkas som att investerare är villiga att betala en premie för att låsa in avkastning på långa löptider. På så sätt vill de skydda sig mot långvarigt låg inflation eller deflation. FI har gjort en analys som tyder på att löptidspremien framför allt påverkas av internationella marknadsräntor. Det innebär att utländska makrohändelser, till exempel en plötslig inflationsökning, påverkar svenska löptidspremier mer än till exempel mindre expansiv penningpolitik i Sverige. En oordnad och abrupt ökning av internationella marknadsräntor skulle därmed kunna leda till signifikant högre löptidspremier i Sverige.⁶

Även riskpremier på företagsobligationer är lägre än vad de var i början av året både i Sverige, euroområdet och i USA (se diagram 11). Viljan bland investerare att ta risk och den höga efterfrågan på företagsobligationer har lett till billig finansiering för företag.

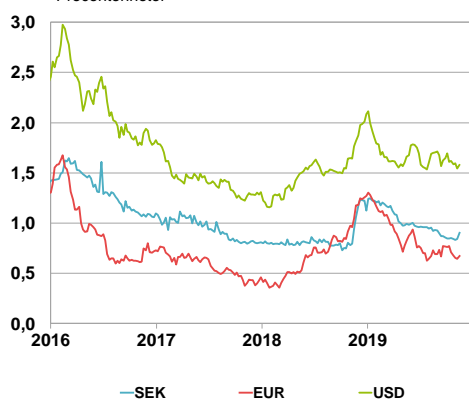
Även avkastningen på företagsobligationer är för närvarande låg. Det beror både på relativt låga riskpremier, men också på den mycket låga riskfria räntan. Det innebär att investerare får väldigt lite ersättning för att ta på sig denna risk. Det kan vara en bidragande orsak till att allt

4 För mer information, se till exempel Danielsson m.fl. (2018), "Learning from history: Volatility and financial crises", *The Review of Financial Studies* 31(7), 2774-2805.

5 Både swapräntor och statsobligationer kan användas för att estimeras löptidspremien. I denna rapport används swapräntor eftersom datatillgängligheten där är bättre.

6 För mer information se Rehnby N. och Zhang D. (2019), "Svenska riskpremier och penningpolitik", FI analys 18, Finansinspektionen.

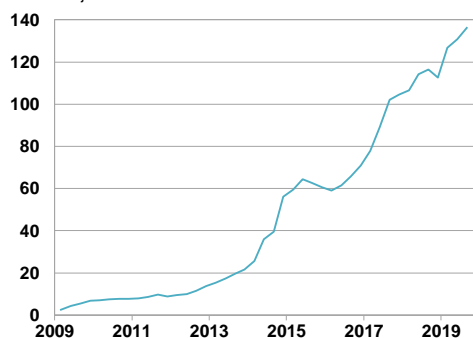
11. Riskpremier lägre än i början av året
Procentenheter



Källa: Refinitiv Datastream.

Anm. Ränteskillnader för företagsobligationer med kreditbetyg BBB i Sverige, euroområdet samt i USA. Uträknat som skillnaden mellan Refinitiv corporate benchmark för Sverige, euroområdet respektive USA och Refinitivs ränteswappar i respektive valuta. Allt med löptid 5 år.

12. Fondförmögenheten i företagsobligationer ökar
Miljarder kronor



Källor: Fl:s innehavsrapporteringsystem och kvartalsrapportering.

Anm. Avser fonder i Sverige som klassificerar sig som företagsobligationsfonder eller där fondens namn innehåller "företagsobligation", aggregerad fondförmögenhet.

fler investerare söker sig till tillgångar med sämre kreditkvalitet som ger högre absolut avkastning men med högre risk.

ÖKAD EFTERFRÅGAN PÅ TILLGÅNGAR MED SÄMRE KREDITKVALITET

I jakt på avkastning investerar fonder, i både EU och USA, allt mer i företagsobligationer med låg kreditvärdighet. Det har bidragit till att driva upp efterfrågan på tillgångar som sedan kan vara svåra att sälja om marknadsförhållandena försämras. Flera internationella aktörer har uttryckt oro för denna utveckling på grund av fondsektorns växande betydelse för det finansiella systemet.⁷ Ökningen av så kallade leveraged loans och CLO-instrument (Collateralised Loan Obligations) har också fått mycket uppmärksamhet (se fördjupningen Lån till företag med höga skulder har ökat).

I Sverige har det skett ett stort inflöde i fonder som placerar i företagsobligationer vilket syns genom att fondförmögenheten har ökat kraftigt under senare år (se diagram 12). En stor del av dessa investeringar görs i företagsobligationer som har kreditbetyg BBB, eller som saknar kreditbetyg. Företagsobligationer med låg kreditvärdighet kan ta lång tid att sälja, speciellt i en kris. Om fonderna erbjuder daglig inlösen av fondandelar kan det uppstå likviditetsproblem, till exempel om många investerare samtidigt vill lösa in sina fondandelar.

I både EU och USA har kreditkvaliteten på utestående företagsobligationer försämrats under en längre tid. Det är dels en följd av att allt fler aktörer med lägre kreditbetyg emitterar obligationer, dels av att kreditvärderingsinstituten sänkt befintliga kreditbetyg. I Sverige har emissionerna på den svenska marknaden för företagsobligationer ökat kraftigt under de senaste tio åren och fler företag som emitterar mindre volymer har tillkommit. Även i Sverige ökar andelen företagsobligationer som har låga eller inga kreditbetyg alls.

Lån till företag med höga skulder har ökat

Internationellt har det under de senaste åren skett en kraftig ökning av lån till företag med höga skulder och låga kreditbetyg, så kallade leveraged loans. Det är framför allt institut i USA som lånar ut stora volymer, men även inom EU har volymerna vuxit snabbt. En del leveraged loans finansieras genom att lånen säljs och därefter paketeras om till ett finansiellt instrument. Sådana instrument kallas för CLO-instrument (Collateralised Loan Obligations). Investeringar i CLO-instrument ökar vilket är ett tecken på investerarens jakt på avkastning. Flera internationella aktörer har uttryckt oro för de risker som leveraged loans och marknaden för CLO-instrument kan innebära. CLO-instrument bedöms vara mindre komplexa instrument än CDO-instrument (Collateralised Debt Obligations), som bidrog till krisen på den amerikanska bolånemarknaden 2007–2008. Men CLO-instrument har också ett antal likheter med CDO-instrument, såsom sjunkande kreditkvalitet i underliggande lån och en svårbedömd risknivå i stressade scenarier.⁸ Dessutom har investerarskyddet på de underliggande lånen minskat i takt med en ökad vilja att ta risk i jakt

⁷ För mer information, se till exempel IMF Global Financial Stability Report, oktober 2019.

⁸ För mer information, se till exempel Aramonte och Avalos (2019), "Structured finance then and now: a comparison of CDOs and CLOs", BIS Quarterly Review, september 2019.

på avkastning.⁹ Det innebär dels att risken för en större förlust för investeraren ökar, dels att företag med redan höga skulder lånar än mer. Det kan i sin tur bygga upp sårbarheter i det finansiella systemet.

I Sverige finns det begränsade volymer av utestående leveraged loans. De tre storbankernas utlåning i form av leveraged loans uppgick till cirka 111 miljarder under andra kvartalet 2019. Det är ungefär 2 procent av storbankernas totala utlåning till allmänheten. Storbankerna har inga investeringar alls i CLO-instrument. Andra svenska investerare som exempelvis fonder och försäkringsföretag har mycket små innehav i både leveraged loans och CLO-instrument.

Att exponeringarna mot CLO-instrument bland de svenska storbankerna, försäkringsföretagen och tjänstepensionsinstituterna är låga, bidrar till att den direkta risken mot den finansiella stabiliteten är begränsad. Samtidigt är de finansiella marknaderna starkt sammankopplade på ett internationellt plan, och händelser i USA och Europa kan sprida sig till Sverige.

FORTSATT RISK FÖR STORA PRISFALL

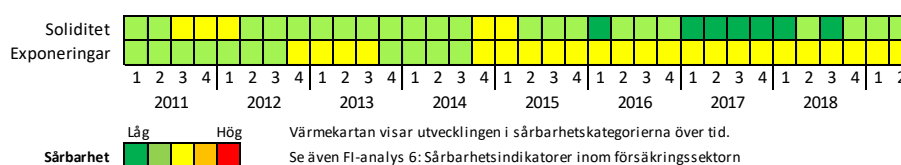
Investerarnas förväntningar om låga räntor under en lång tid framöver har skapat incitament till att fortsätta att söka sig till riskfyllda tillgångar i jakt på avkastning. Även om de expansiva finansiella villkoren väntas kvarstå har nu konjunkturen, såväl i Sverige som i omvärlden, börjat mattas av. Det kan ha en dämpande effekt på risktagandet. Men det är osäkert i vilken utsträckning dagens prissättning på finansiella marknader återspeglar de risker som finns. En svagare ekonomisk utveckling kan komma att blotta sårbarheter som har byggts upp och därmed öka oron på finansiella marknader. Om många investerare samtidigt omvärderar sin syn på risk och gör snabba anpassningar genom att sälja riskfyllda tillgångar kan det i värsta fall leda till omfattande turbulens och prisfall på de finansiella marknaderna.

⁹ Ett lägre investerarskydd innebär att allt fler leveraged loans klassificeras som så kallade covenant-lite lån.

Stabiliteten i försäkringssektorn

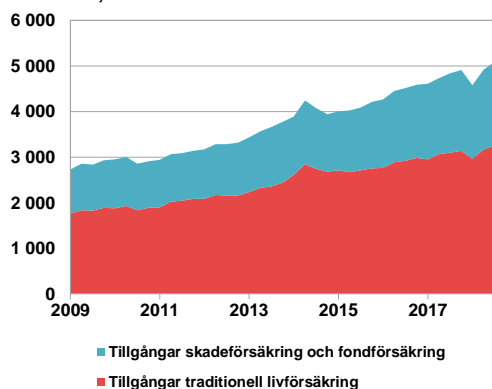
De svenska försäkringsföretagens långsiktiga motståndskraft har minskat till följd av kraftigt fallande marknadsräntor under 2019. Företagens solvenskvoter ser fortfarande goda ut, vilket till viss del beror på att riskerna med låga räntor inte fullt ut speglas i beräkningarna. Vid ett bestående lågränteläge kan försäkringsföretagen bli mer benägna att agera procykliskt om det skulle uppstå oro på de finansiella marknaderna.

Sårbarhetsindikatorer för försäkringssektorn



13. Förvaltar stora belopp

Miljarder kronor

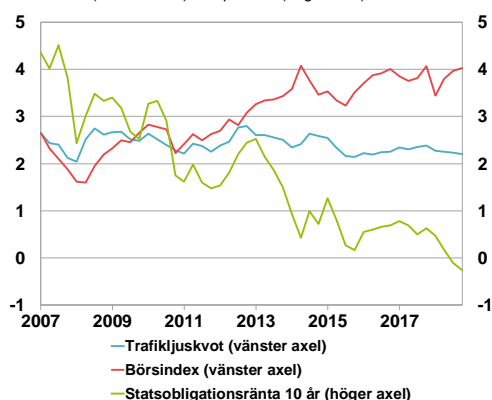


Källa: SCB.

Anm. Försäkringsföretagens placeringstillgångar uppdelat på traditionell livförsäkring samt skadeförsäkring och fondförsäkring.

14. Trafikljuskvoter fortsatt stabila

Kvot (vänster axel) och procent (höger axel)



Källor: FI och Refinitiv Eikon.

Anm. Trafikljuskvot för livförsäkringsföretag som lyder under Solvens 1-regelverket, i förhållande till utvecklingen av ett avkastningsindex för aktier och räntan på en statsobligation med 10 års löptid.

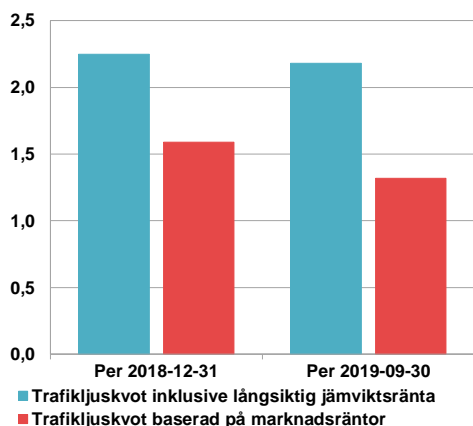
Svenska försäkringsföretag och tjänstepensionsinstitut fyller en viktig funktion i det finansiella systemet. Företagen förvaltar mycket stora belopp och är bland de största aktörerna på kapitalmarknaderna. Vid slutet av andra kvartalet 2019 motsvarade försäkringsföretagens totala placeringstillgångar cirka 5 100 miljarder kronor. Av dessa stod traditionellt förvaldat livförsäkring för cirka 3 300 miljarder kronor (se diagram 13). Livförsäkringsföretag med traditionell förvaltning håller stora tillgångar vars löptid inte matchar deras långsiktiga åtaganden. Det gör att företagen blir känsliga för marknadsriskerna. Om ett företags finansiella ställning försämras, exempelvis genom ett kraftigt aktieprisfall, kan det behöva sälja mer riskfyllda tillgångar för att minska sin marknadsriskexponering. Om flera företag agerar på samma sätt kan det förstärka marknadsrörelserna ytterligare och därmed fördjupa en finansiell kris, genom ett så kallat procykliskt beteende.

MOTSTÅNDSKRAFTEN HAR MINSKAT

Försäkringsföretagen har under lång tid uppvisat en stabil finansiell ställning. Inom skadeförsäkring är detta en följd av en lång period med mycket goda ekonomiska resultat från försäkringsverksamheten. För livförsäkringsföretagen, som under en lång period hållit omkring dubbelt så mycket kapital som det kapitalbehov trafikljusmodellen har angett, beror det främst på god avkastning från kapitalförvaltning (se diagram 14).¹⁰

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har under 2019 präglats av stigande aktiepriser och kraftigt fallande räntor (se kapitlet Stabiliteten på de finansiella marknaderna). För försäkringsföretagen har effekten av dessa förändringar i viss mån motverkat varandra. Företagen har stora aktieinnehav och har därmed gynnats av den positiva utvecklingen på aktiemarknaderna. Samtidigt har de fallande marknads-

¹⁰ Trafikljuset är ett tillsynsverktyg som sätter den kapitalbuffert ett försäkringsföretag håller (tillgångar minus skulder) i förhållande till ett beräknat kapitalbehov som beror på försäkringsföretagets exponeringar mot olika risker. Om ett företag har en kapitalbuffert på 200 miljoner kronor och ett kapitalbehov på 100 miljoner kronor är företagets trafikljuskvot 2.

15. Långsiktig jämviktsränta har stor påverkan
Kvot

■ Trafikljuskvot inklusive långsiktig jämviktsränta
■ Trafikljuskvot baserad på marknadsräntor

Källa: FI.

Anm. Kvoter för urval av stora försäkringsföretag. Kvoter baserade på marknadsräntor (exklusive antagandet om en långsiktig jämviktsränta) är uppskattningar gjorda av FI. För marknadsränta har tillgängliga marknadsnoteringar för svenska ränteswappar med löptider mellan 1 - 30 år använts.

räntorna varit väldigt ogynnsamma i och med att de ökat värdet av försäkringsföretagens åtaganden. De senast inrapporterade solvens- och trafikljuskvoterna, per tredje kvartalet, ligger därför något under de nivåer som rapporterades för slutet av 2018.

Solvensregelverk fångar inte upp känslighet för ränterisk

De solvensregelverk som försäkringsföretagen lyder under blir missvisande under perioder med väldigt låga räntor.¹¹ Som FI har påpekat i tidigare stabilitetsrapporter beror försäkringsföretagens goda solvenssituation delvis på antagandet om en långsiktig jämviktsränta som används för att beräkna värdet på framtida pensionsskuld.¹² Den antagna jämviktsräntan är avsevärt högre än nuvarande marknadsräntor, vilket gör att pensionsskuldens värde blir lägre än det skulle ha blivit om marknadsräntor användes för beräkningen. FI:s uppskattningar visar att företagets finansiella ställning skulle försämrans påtagligt om den antagna jämviktsräntan byts ut mot marknadsräntor (se diagram 15). Ett långvarigt lågränteläge kan innebära solvensproblem för företagen och i värsta fall att de får svårigheter med att fullgöra sina framtida pensionsåtaganden. Men effekten slår igenom gradvis och på lång sikt. Den är därmed inte jämförbar med de omedelbara effekter som uppkommer vid exempelvis ett aktieprisfall. Men vid ett bestående lågränteläge minskar försäkringsföretags motståndskraft mot fallande tillgångspriser samtidigt som deras behov av avkastning på icke-räntebärande tillgångar ökar. Därmed kan försäkringsföretag på längre sikt bli mer benägna att agera procykliskt vid oro på de finansiella marknaderna.

Samtidigt innehåller regelverken även begränsningar för hur mycket räntor stressas i kapitalkravsberäkningarna. För löptider där räntan är negativ stressas den inte alls och för löptider där räntan är positiv stressas den inte lägre än till noll. Effekten av dessa begränsningar i solvensregelverken har varit relativt liten fram till och med slutet av 2018 i och med att enbart räntor för kortare löptider har varit negativa och därmed undantagits från stress. Men under 2019, när räntor för längre löptider har fallit mycket kraftigt, har effekten av denna begränsning blivit betydligt större. Konsekvensen är att ränterisken, en av de viktigaste riskerna för försäkringsföretag med långa åtaganden, inte fångas upp i tillräcklig omfattning. Det innebär att försäkringsföretagens motståndskraft överskattas under perioder med låga räntor.

FORTSATT INCITAMENT TILL RISKTAGANDE

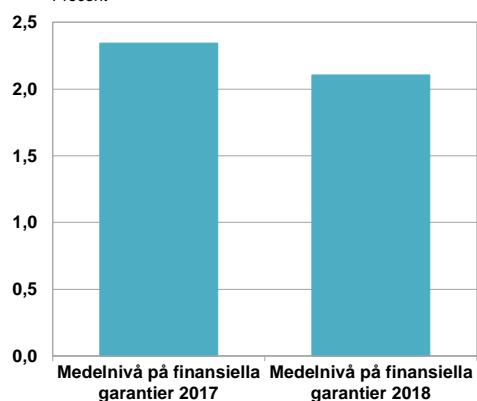
Den ekonomiska tillväxten har mattats av, vilket ger investerare incitament att söka sig till säkrare tillgångar. Samtidigt ger centralbankernas expansiva penningpolitik, och förväntningarna om att denna kommer fortsätta, investerare incitament att söka sig till riskfyllda tillgångar (se kapitlet Hot mot den finansiella stabiliteten och Stabiliteten på de finansiella marknaderna).

För livförsäkringsföretag tillkommer att en stor del av sparandet i traditionell livförsäkring innehåller finansiella garantier till förmånstagarna. Det innebär att försäkringsföretagen på sikt måste generera en

¹¹ FI:s stresstest Trafikljuset beskrivs i detta stycke som ett solvensregelverk. Trafikljuset är egentligen enbart ett tillsynsverktyg som företag som inte trätt in i Solvens II-regelverket rapporterar in.

¹² För mer information se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2019, FI.

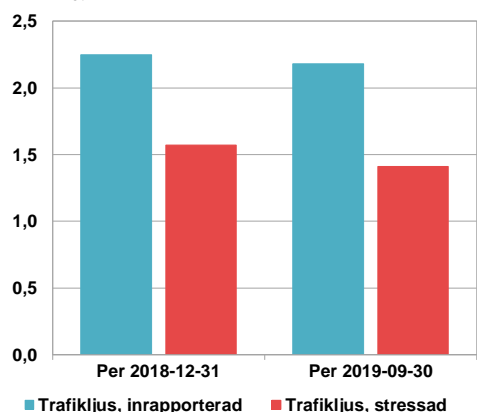
16. Finansiella garantier sjunker
Procent



Källa: FI.

Anm. Finansiella garantier till förmånstagare på inbetalda försäkringspremier (genomsnitt för urval av försäkringsföretag som lyder under Solvens 2).

17. Motståndskraften har minskat
Kvot



Källa: FI.

Anm. Viktade trafikljuskvoter för urval av stora försäkringsföretag. De stressade trafikljuskvoterna är uppskattade av FI.

avkastning som överstiger de utställda garantierna. Nivån på garantier skiftar, men genomsnittet ligger på strax över 2 procent per den sista december 2018 (se diagram 16).¹³ För att i dagens räntemiljö uppnå en avkastning som överstiger tidigare utställda garantier och klara buffertar blir företagen mer beroende av hög avkastning på icke-räntebärande tillgångar. Det innebär att en stor del av försäkringsföretagen på lång sikt kommer att ha ett fortsatt incitament att investera i mer riskfyllda tillgångar. Detta avspeglas i att försäkringsföretagen under de senaste åren har minskat andelen räntebärande värdepapper, exempelvis säkerställda bostadsobligationer, till förmån för investeringar i bland annat fastigheter och alternativa tillgångar¹⁴.

För att uppskatta försäkringsföretagens motståndskraft använder FI stresstester. Med hjälp av de antaganden som ingår i Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndighetens (Eiopa) stresstest av tjänstepensionskassor 2019 har FI uppskattat försäkringsföretagens motståndskraft baserat på inrapporterade data per slutet av andra kvartalet 2019.¹⁵ Utfallet visar att försäkringsföretagens motståndskraft har försämrats jämfört med när samma antaganden användes för att utvärdera bolagen baserat på data från slutet av 2018 (se diagram 17). Det beror till stor del på att försäkringsåtagandena har ökat kraftigt i värde i takt med att marknadsräntorna har fallit. Resultatet visar att ett prisfall på tillgångar slår kraftigt mot försäkringsföretagen.

Historiskt sett har svenska försäkringsföretag haft så god finansiell ställning att de har haft möjlighet att ta relativt hög risk i kapitalförvaltningen utan att vara tvungna att minska riskexponeringen vid förhöjd oro på de finansiella marknaderna. Försäkringsföretagens solvenssituation ser fortfarande ut att vara god. Men utvecklingen för marknadsräntorna de senaste åren – och i synnerhet under 2019 – har minskat företagens motståndskraft.

13 Medelnivån på garantier till förmånstagarna sjunker på grund av att försäkringsföretag som en del av sin riskhantering har sänkt garantier på framtida inbetalda premier. Detta har gjorts på grund av det låga ränteläget.

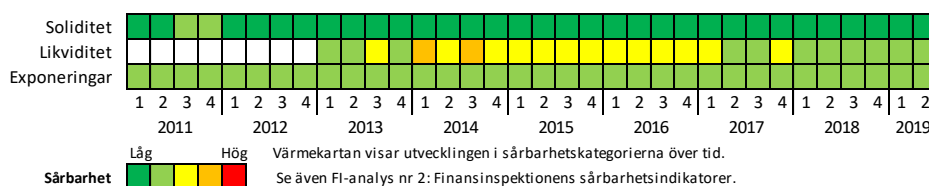
14 De tillgångar FI här kallar alternativa är sådana som saknar marknadsnoteringar, är mindre likvida och ofta värderade utifrån modellbaserade antaganden vilket minskar transparensen.

15 För information om antagandena, se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2019, FI eller Eiopas webbsida: <https://eiopa.europa.eu/Pages/Financial-stability-and-crisis-prevention/Occupational-Pensions-StressTest-2019.aspx>.

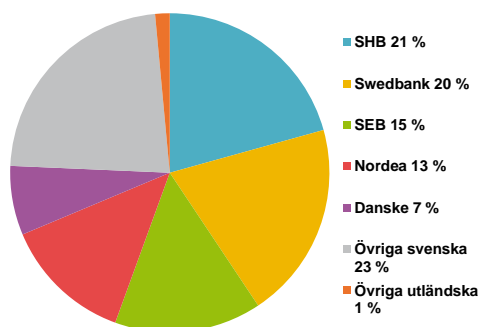
Stabiliteten i banksektorn

FI bedömer att de svenska storbankerna har en tillfredsställande motståndskraft. Men deras stora exponeringar mot den kommersiella fastighetssektorn kan ge betydande kreditförluster om det uppstår problem på den kommersiella fastighetsmarknaden. FI bedömer därför att bankerna behöver hålla mer kapital för att täcka riskerna i utlåningen till denna sektor.

Sårbarhetsindikatorer för banksektorn



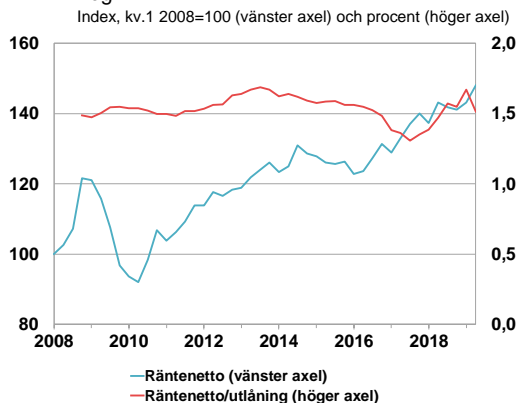
18. Fördelning av bankutlåning i Sverige
Procent



Källa: FI.

Anm. Data för kv. 2 2019. Bankernas utlåning till allmänheten i Sverige på konsoliderad nivå. "Övriga" inkluderar övriga svenska kreditinstitut och övriga utländska bankers utlåning i Sverige.

19. De svenska storbankernas intjänning är hög



Källa: SNL.

Anm. De svenska storbankernas räntenetto på konsoliderad nivå.

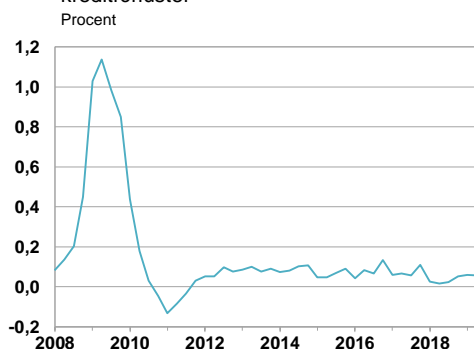
Banker har en central roll i det finansiella systemet, eftersom de bidrar till grundläggande funktioner som betalningar, omvandling av sparande till finansiering och hantering av finansiella risker. Dessa funktioner är kritiska för att det finansiella systemet ska fungera och för ekonomin som helhet.

Därför är det viktigt att banksystemet har en tillfredsställande motståndskraft mot störningar och ett högt förtroende från investerare och kunder. Därför ställer FI krav på bankerna för att säkerställa detta. Men bankerna behöver också själva värna om sitt förtroende genom att ha en sund riskhantering och en god styrning och kontroll av verksamheten. Motståndskraften stärks av att bankerna har en stabil lönsamhet, tillräckligt stora kapitalbuffertar och ett gott förtroende på finansieringsmarknaden. Att en bank har en tillfredsställande motståndskraft minskar risken för att problem sprids vidare till andra banker och andra delar av det finansiella systemet.

De svenska bankerna har en sammanlagd utlåning till allmänheten på ungefär 7 600 miljarder kronor, varav 5 300 miljarder i Sverige. I dag finns det cirka 110 banker, kreditmarknadsbolag och övriga kreditinstitut som bedriver verksamhet i Sverige med tillstånd från FI. Fem av dem – de tre svenska storbankerna, Svenska Handelsbanken (SHB), SEB och Swedbank, samt de två utländska bankerna Nordeas och Danske Banks svenska verksamheter – står för en stor del av bankverksamheten i Sverige.¹⁶ Sammanlagt står dessa banker för cirka 76 procent av banksystemets samlade utlåning till allmänheten i Sverige (se diagram 18). Deras storlek och sammanlänkning med resten av det finansiella systemet gör att dessa banker är avgörande för hur väl det svenska finansiella systemet fungerar. Att banksystemet är koncentrerat till ett fåtal stora banker kan göra systemet mer sårbart, eftersom svårigheter i en stor bank kan leda till att hela det finansiella systemet får problem. FI prioriterar därför tillsynen av storbankerna och ställer extra höga krav på deras kapitaltäckning.

¹⁶ Nordea och Danske Bank bedriver sin verksamhet i Sverige dels genom respektive banks svenska filial, dels genom var sitt svenskt hypoteksbolag.

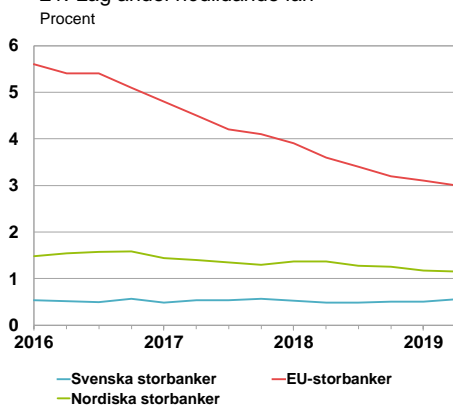
20. De svenska storbankerna har fortsatt låga kreditförluster



Källa: Bankernas kvartalsrapporter.

Anm. De svenska storbankernas kreditförluster på konsoliderad nivå i procent av total utlåning till privat och offentlig sektor på kvartalsbas, i årstakt. De låga nivåerna under 2011 förklaras delvis av återvunna reserveringar från tidigare år.

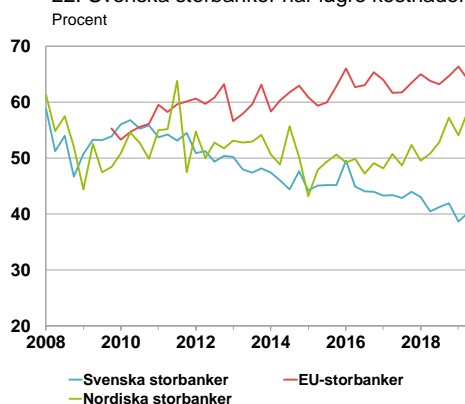
21. Låg andel nödlidande lån



Källor: EBA, FI och SNL.

Anm. Andel nödlidande lån i relation till total utlåning på konsoliderad nivå. Storbanker EU avser ett genomsnitt av storbanker i EU. Storbanker Norden avser ett genomsnitt av Nordea, Danske Bank och DNB.

22. Svenska storbanker har lägre kostnader



Källor: EBA och SNL.

Anm. Storbankernas K/I-tal, det vill säga kostnader i relation till intäkter, på konsoliderad nivå. Storbanker Sverige avser ett genomsnitt av de svenska storbankerna, exklusive försäkringsverksamhet. Storbanker EU avser ett genomsnitt av storbanker i EU. Storbanker Norden avser ett genomsnitt av Nordea, Danske Bank och DNB.

GOD LÖNSAMHET – MEN RÄNTEMILJÖN UTMANAR

De tre storbankernas räntenetto ger det största bidraget till deras intjäning. Räntenettet har stigit under lång tid, främst på grund av en hög utlåningstillväxt (se diagram 19). Även provisionsnettot har stigit. Den totala intjäningen har gynnats av goda räntemarginaler och en stark utveckling på de finansiella marknaderna under lång tid. Att de tre storbankerna har en hög intjäning förbättrar deras förutsättningar att klara framtida problem.

En lång period med god ekonomisk tillväxt har bidragit till att de tre svenska storbankerna har haft låga kreditförluster (se diagram 20) och en låg andel nödlidande lån (se diagram 21).¹⁷ Att den svenska ekonomin nu mattas av kan försämra bankernas lönsamhet, både genom lägre intjäning och genom att kreditförlusterna ökar. Tillväxttakten på bostadsmarknaden har dämpats. Om den lägre tillväxttakten består kan även bankernas balansräkningar komma att växa långsammare än under de senaste åren. Delar av bankernas traditionella verksamhet utmanas också till följd av bland annat teknisk utveckling. Det innebär ökad konkurrens för svenska banker.

Den långvariga lågräntemiljön har hittills inte inneburit sjunkande räntemarginaler för de svenska bankerna. Banker med en högre grad av marknadsfinansiering, som de svenska, drabbas mindre än banker som främst finansierar sig med inlåning, eftersom inlåningsräntorna hittills oftast inte sänks under noll. En annan aspekt av det rådande ränteläget är att avkastningskurvans lutning har minskat (se diagram 9 i kapitlet Stabiliteten på de finansiella marknaderna). Det brukar innebära sämre lönsamhet för banker med stor inlåning, eftersom de tjänar pengar på så kallad löptidsomvandling. Men för de svenska storbankerna, som har en hög grad av marknadsfinansiering, verkar det hittills ha påverkat lönsamheten positivt. En anledning kan vara att deras marknadsfinansiering huvudsakligen har lång räntebindningstid, vilket gör att de gynnas av låga långräntor.¹⁸ Samtidigt har de stora exponeringar mot bolån, där räntebindningstiden oftast är kort.

Men en långvarig lågräntemiljö pressar ändå det möjliga utrymmet för bankernas räntemarginaler. Att räntorna även ser ut att vara låga under en längre tid framöver skärper därför omvandlingstrycket på bankmarknaden. Kostnadskontroll och nya intäktskällor (till exempel merförsäljning, nya tjänster och högre kundavgifter) får en större betydelse för bankernas resultat. Ju längre lågräntemiljön varar, desto mer ökar också risken för att låntagare bygger upp höga skulder. Det kan skapa kreditförluster om räntorna åter börjar stiga.

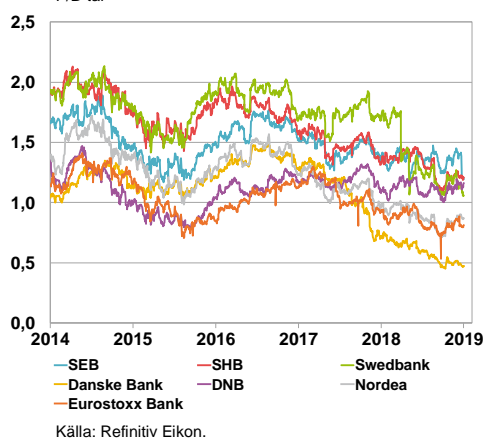
De svenska storbankerna har tappat marknadsandelar till mindre aktörer under de senaste åren, framför allt på bolånemarknaden. Konkurrensen kommer huvudsakligen från de medelstora retailbankerna¹⁹, vars marknadsandel ökat från 14,5 till 18,1 procent sedan utgången av

17 Ett lån är nödlidande när låntagaren inte har betalat överenskomna räntor och amorteringar inom en viss tid efter förfall, normalt 90 dagar.

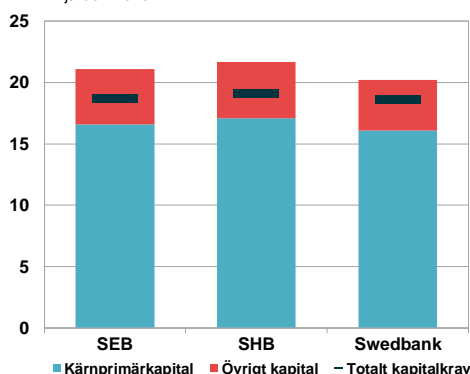
18 För mer information se rapport Riksbankens metod för stresstest av bankers kapital, maj 2019, Riksbanken.

19 FI klassar som retailbanker SBAB, Länsförsäkringar Bank, Skandiabanken och Landshypotek. Se rapport Bankbarometern, oktober 2019, FI.

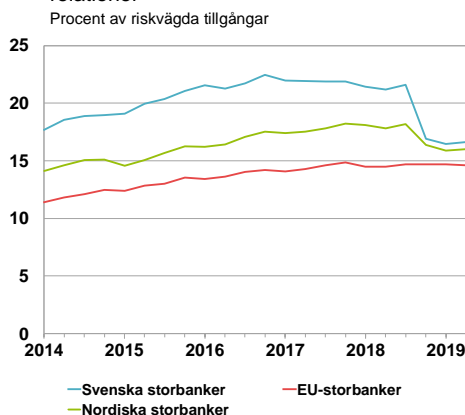
23. Marknaden förväntar sig sämre avkastning P/B-tal



24. Storbankerna uppfyller kapitalkraven
Miljarder kronor



25. Storbankerna har tillfredsställande kapitalrelationer
Procent av riskvägda tillgångar



Anm. Genomsnittlig kärnprimärkapitalrelation. Storbanks Sverige avser de svenska storbankerna. Storbanks EU avser ett genomsnitt av storbanks i EU. Storbanks Norden avser ett genomsnitt av Nordea, Danske Bank och DNB.

2014. Nya bolåneaktörer utanför banksektorn (till exempel bolånefonder) växer snabbt, men har fortfarande en mycket liten andel av bolånestocken.²⁰

Utöver hög intjäning och låga förlustnivåer har de tre svenska storbankerna också lägre kostnader i förhållande till sina intäkter jämfört med storbanks i övriga Norden och EU (se diagram 22). De har också en högre avkastning på eget kapital än genomsnittet för jämförbara banks i EU. Sammantaget har de tre svenska storbankerna i nuläget en tillfredsställande finansiell ställning.

Den ekonomiska avmattningen och lågräntemiljön gör att bankernas lönsamhet kan bli lägre framöver. Ett tecken på lägre lönsamhet i framtiden är att bankernas P/B-tal²¹ har sjunkit under de senaste åren (se diagram 23). De svenska storbankernas P/B-tal låg kring 1,9 vid utgången av år 2014 och ligger nu kring 1,2. Utvecklingen med sjunkande P/B-tal har varit snarlik för andra europeiska banks under samma period, men de svenska banks ligger på en högre nivå.

SVENSKA STORBANKER HAR TILLFREDSSTÄLLANDE KAPITALBUFFERTAR

Bankernas kapitalnivåer påverkas i hög grad av de kapitalkrav som FI ställer på dem. FI anser att det är viktigt att ställa krav på stora buffertar som gör att banks kan absorbera förluster utan att bryta mot minimikraven vid kriser.²² De tre svenska storbankerna har stora kapitalbuffertar i en europeisk jämförelse, bland annat därför att FI har infört högre buffertkrav än vad regelverket kräver.

Ett av buffertkraven är den kontracykliska kapitalbufferten. Buffertkravet är tänkt att höjas under perioder när riskerna i det finansiella systemet byggs upp och sänkas i en finansiell kris, eller om banks gör betydande förluster. Att banks måste möta buffertkravet gör att de har utrymme för att kunna fortsätta låna ut om en kris skulle inträffa. Eftersom ekonomin har haft en längre period av expansiva finansiella villkor med låga räntor, stigande tillgångspriser och hög kreditillväxt bedömer FI att systemriskerna i det svenska finansiella systemet är förhöjda. FI höjde därför i september 2018 den kontracykliska kapitalbufferten från 2,0 till 2,5 procent. Det höjda buffertvärdet började tillämpas den 19 september 2019.²³ FI beslutade den 24 oktober att lämna det kontracykliska buffertvärdet oförändrat.

De tre storbankernas kapitalnivåer ökar gradvis i kronor betraktat, i ungefär samma takt som balansräkningarna. Banks uppfyller de riskbaserade kapitalkraven med marginal (se diagram 24) och de har något högre riskbaserade kapitalrelationer än övriga nordiska och europeiska storbanks (se diagram 25). Kapitalrelationerna uttryckta i

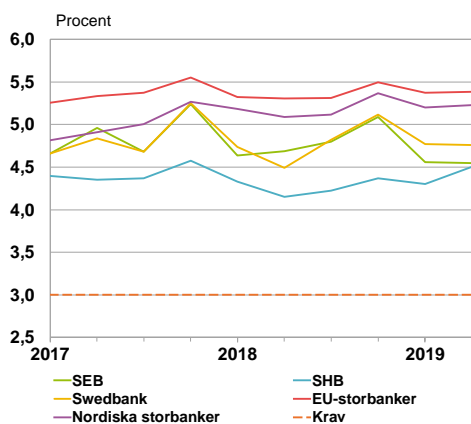
20 Vid utgången av andra kvartalet 2019 var denna andel 0,5 procent.

21 Nyckeltalet P/B står för Price to Book value, det vill säga aktiepris dividerat med bokfört eget kapital per aktie.

22 För mer information om FI:s syn på kapitalkrav se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2018, FI.

23 För mer information se beslutspromemoria Ändring av föreskrifter om kontracykliskt buffertvärde, september 2018, FI.

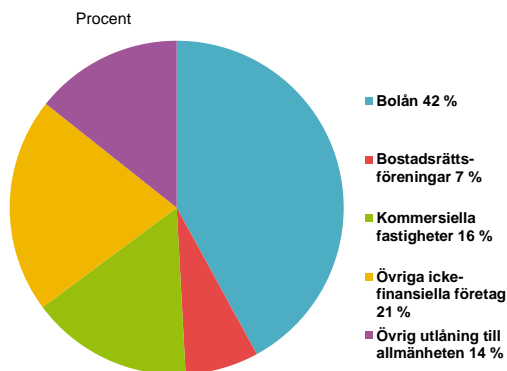
26. Storbankerna uppfyller bruttosoliditetskravet



Källor: EBA och FI.

Anm. Storbanks EU avser ett genomsnitt av storbanker i EU. Storbanks Norden avser ett genomsnitt av Nordea, Danske Bank och DNB.

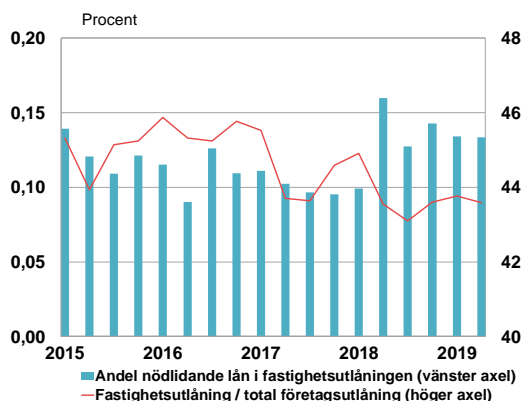
27. Fördelning av storbankernas utlåning



Källa: Bankernas delårsrapporter.

Anm. Data för kv. 2 2019. Avser de tre svenska storbankernas utlåning till allmänheten på konsoliderad nivå.

28. Andelen fastighetslån sjunker



Källor: FI och Riksbanken.

Anm. Avser de tre svenska storbankernas svenska exponeringar på konsoliderad nivå.

procent av riskvägda tillgångar har emellertid påverkats av en metodförändring som FI gjorde under 2018.²⁴

De tre storbankerna uppfyller även det kommande bruttosoliditetskravet med marginal (se diagram 26)²⁵. FI bedömer att de tre storbankerna har tillfredsställande kapitalbuffertar och marginal till minimikapitalkraven, vilket gör att de är motståndskraftiga mot försämrad lönsamhet och förluster. Det stämmer väl överens med de stresstester som Europeiska bankmyndigheten (EBA) utförde under hösten 2018.²⁶

BANKERNA HAR STORA EXPONERINGAR MOT FASTIGHETER

De tre svenska storbankernas utlåning kopplad till fastighetsmarknaden utgör knappt 65 procent av deras totala utlåning (se diagram 27). Utvecklingen på fastighetsmarknaden har därför stor påverkan på bankernas finansiella ställning och förtroendet för dem.

FI bedömer i dagsläget att risken för att bankerna ska göra stora kreditförluster på svenska bolån är begränsad. Hushållens skulder är främst en makroekonomisk risk (se kapitlet Företagens och hushållens skulder).

Riskerna i fastighetssektorn är underskattade

Totalt uppgår de tre svenska storbankernas utlåning till den kommersiella fastighetssektorn till omkring 893 miljarder kronor.²⁷ Fastighetsföretag har gynnats av låga räntor och ett väldigt starkt konjunkturläge, i synnerhet i Sverige. Det har bidragit till att de nödlidande lånen till fastighetsföretag ligger på mycket låga nivåer (se diagram 28).

Den kommersiella fastighetssektorn är konjunktur- och räntekänslig. Eftersom bankernas utlåning till sektorn är omfattande kan de drabbas av stora kreditförluster om sektorn får problem. Kreditförluster i fastighetsutlåningen har historiskt sett spelat en betydande roll vid bankrelaterade kriser. FI bedömer – bland annat utifrån stresstester som myndigheten gjorde under våren 2019 – att banker med egna interna kreditriskmodeller underskattar risken i utlåningen till den kommersiella fastighetssektorn och därför har mindre kapital än de borde för att täcka denna risk.²⁸ Denna sårbarhet är främst kopplad till den historiskt sett unika lågräntemiljön som har rått i Sverige under den senaste tiden. FI aviserade vid publiceringen av vårens stabilitetsrapport en kommande åtgärd inriktad på bankernas kommersiella fastighetsexpo-

24 Från och med det fjärde kvartalet 2018 har storbankerna lägre kapitalkrav och kapital, uttryckt i procent av riskvägda tillgångar, trots att kapitalkravet i kronor inte förändrats nämnvärt. Det beror på att FI ändrat metoden för tillämpning av riskviktsgolvet för svenska bolån, samt att risker som tidigare hanterades via pelare 2-krav nu beaktas i bankernas modeller, där de ökar de riskvägda tillgångarna. För mer information se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2019, FI.

25 Ett bindande bruttosoliditetskrav på 3 procent ingår i det så kallade Bankpaketet, som är samlingsnamnet för en rad förändringar av EU-regelverk på bankområdet. Förändringarna kommer att införas under de kommande två åren.

26 För mer information se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, november 2018, FI.

27 Beloppet syftar på storbankernas totala exponeringar, på konsoliderad nivå, mot kommersiella fastigheter i hela världen vid utgången av andra kvartalet 2019.

28 För mer information se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2019, FI.

neringar. Åtgärden, som skickas ut på remiss i samband med publice-
ringen av denna rapport, innebär ett kapitalkrav inom pelare 2 för att
öka bankernas kapital (se fördjupningen Kapitalkrav för kommersiella
fastigheter i pelare 2). På längre sikt bedömer FI att EBA:s nya riktlin-
jer för interna modeller, som bankerna för närvarande arbetar med att
anpassa sig till, kan uppnå samma syfte som det nya kapitalkravet.²⁹

Eftersom bankerna har en tillfredsställande motståndskraft behöver
inte en störning isolerad till fastighetssektorn hota bankernas soliditet
eller påverka finansiell stabilitet (se kapitlet Företagens och hushållens
skulder).

Kapitalkrav för kommersiella fastigheter i pelare 2

Den 27 november föreslog FI en ändring i hur bankernas kapitalkrav för kommersi-
ella fastigheter ska bedömas.³⁰ Förslaget innebär att FI i bedömningen av banker-
nas kapitalkrav inom pelare 2 beräknar ett kapitalpåslag för kreditexponeringar mot
den kommersiella fastighetssektorn. Påslaget motsvarar skillnaden mellan en given
riskvikt och en banks faktiska genomsnittliga riskvikt för dessa exponeringar. De
givna riskvikterna har satts till 35 procent för företagsexponeringar med säkerhet i
kommersiella fastigheter. För företagsexponeringar med säkerhet i kommersiella
bostadsfastigheter gäller 25 procent.

Valet av riskvikter är i linje med de analyser FI tidigare gjort, även om resultaten är
förknippade med viss osäkerhet. FI bedömer att det kapitalpåslag som valts säker-
ställer att bankerna har tillräckligt med kapital för att täcka riskerna i utlåningen till
kommersiella fastighetsföretag. De föreslagna riskvikterna motsvarar sammanlagt
den nivå om minst 30 procent som tidigare kommunicerats. Men riskvikterna är dif-
ferentierade för att ta hänsyn till att de finansiella riskerna skiljer sig åt mellan kom-
mersiella bostadsfastigheter och andra kommersiella fastigheter.

Kapitalpåslaget omfattar samtliga svenska banker med tillstånd för internmetoden
för exponeringar mot den kommersiella fastighetssektorn, men FI bedömer att det
främst är de tre storbankernas kapitalkrav som påverkas. Åtgärden förväntas öka
de svenska storbankernas totala kapitalkrav med mellan 4,5 och 5 miljarder kronor
per bank, vilket i genomsnitt motsvarar en ökning av kapitalkravet om 0,7 procen-
tenheter av riskvägda tillgångar.

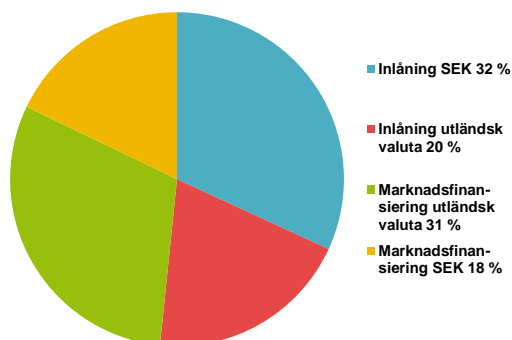
BANKERNAS MOTSTÅNDSKRAFT GER LÅGA FINANSIE- RINGSKOSTNADER

Banker lånar ofta ut pengar på längre löptid än de finansierar sig på.
Det medför en så kallad refinansieringsrisk, det vill säga risken att inte
kunna förnya sin finansiering till en rimlig kostnad. För att motverka
denna risk är det viktigt att investerare och insättare har ett högt för-
troende för bankerna. De svenska bankernas höga andel marknadsfi-
nansiering (se diagram 29) gör det än viktigare att värna förtroendet
för banksystemet. Det ställer också stora krav på att bankerna har till-
räcklig beredskap för ett försämrat marknadsläge.

29 För mer information om modellöversynen se promemoria Nya krav för institut som använder
internmetoden, november 2018, FI.

30 För mer information se remisspromemoria FI föreslår ökade kapitalkrav för banklån till kom-
mersiella fastigheter, november 2019, FI.

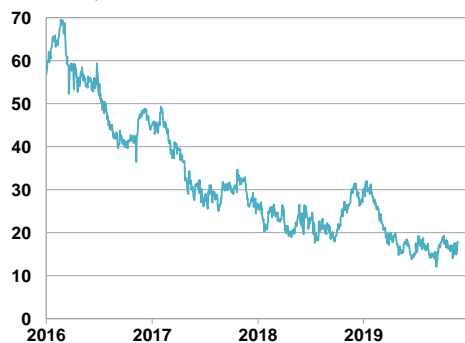
29. Storbankerna finansierar sig till hälften på värdepappersmarknaden
Procent



Källa: FI.

Anm. Data för kv. 2 2019. Eget kapital och skulder i försäkringsrörelse är inte inkluderade i beräkningen av bankernas skulder. Avser SEB, SHB och Swedbank.

30. Låg finansieringskostnad för svenska bolån
Räntepunkter

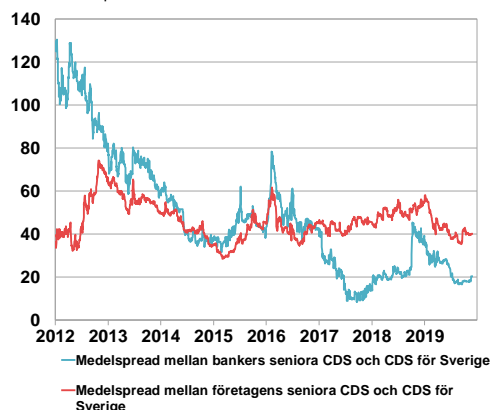


— Genomsnittlig kreditspread på femåriga bostadsobligationer

Källa: Refinitiv Eikon.

Anm. Genomsnittlig kreditspread (asset swap spread) för svenska säkerställda obligationer med beräknad fixed duration, 5 år effektiv löptid. Avser SEB, SHB och Swedbank.

31. Kreditspreadarna är historiskt låga
Räntepunkter



Källa: Refinitiv Eikon.

Anm. Spread senior CDS (credit default swap) bank vs Sweden CDS. Banker avser SEB, SHB och Swedbank. Företag avser icke-finansiella företag.

Kapitalbuffertar är ett sätt att värna om förtroendet för att bankerna klarar att hantera förluster. FI ställer även krav på hur bankerna hanterar sina likviditetsrisker. Det är också viktigt att bankerna själva driver sin verksamhet på ett sätt som upprätthåller deras anseende, det vill säga att de har en god styrning samt kontroll över sin verksamhet och sina risker.

Låga finansieringskostnader

De tre storbankernas upplåningskostnader är låga. Det tyder på ett högt förtroende för dem, men beror också på låga riskpremier och investerarens jakt på avkastning mot bakgrund av det låga ränteläget (se kapitlet Stabiliteten på de finansiella marknaderna). Förtroendet underbyggs också av att de tre svenska storbankerna under senare år generellt sett har haft högre externa kreditbetyg³¹ än andra europeiska banker.

Marknadernas förtroende för de tre storbankerna märks på att upplåningskostnaderna för svenska säkerställda obligationer fortfarande är på historiskt låga nivåer (se diagram 30). Under det sista kvartalet 2018 ökade emellertid upplåningskostnaden tydligt, även om den fortfarande var låg i ett historiskt perspektiv. Kreditspreadarna för de tre storbankernas icke-säkerställda upplåning har överlag följt samma trend (se diagram 31), medan kreditspreadar för andra svenska företag inte sjunkit i motsvarande mån.

Ökningen i upplåningskostnader under hösten 2018 berodde delvis på uppgifter om penningtvätt hos några nordiska banker, vilket tydligt påverkade prissättningen av bankaktier och upplåning. Prisrörelserna var störst för aktier. Kostnaden för de tre svenska storbankernas värdepappersupplåning ökade i mer begränsad omfattning och har därefter återgått till de nivåer som gällde före ökningen på hösten 2018. Det tyder på att osäkerheten främst rörde den framtida lönsamheten och inte förmågan att återbetala dem som investerar i bankernas skuldinstrument.

Storbankerna uppfyller likviditetskrav

För att minska likviditets- och refinansieringsriskerna ställer FI krav på att bankerna ska hålla tillräckliga likviditetsbuffertar. Dessa kan användas för att hantera en kortfristig likviditetsstress.

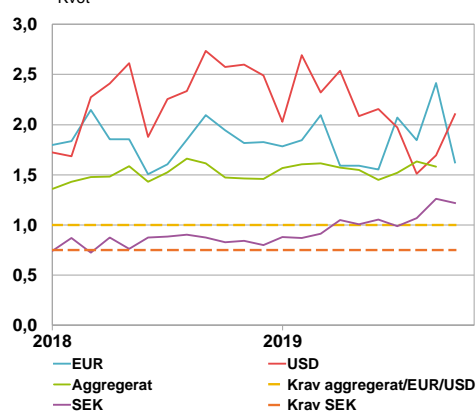
De tre svenska storbankerna uppfyller kravet på likviditetstäckningskvot (LCR)³², inte bara i totala valutor sammanräknat, utan även i de enskilda valutorna euro och amerikanska dollar (se diagram 32).³³ FI har också beslutat att bankerna behöver ha en likviditetstäckningskvot på minst 75 procent för alla andra signifikanta valutor (till exempel

31 För senior icke-säkerställd upplåning.

32 Liquidity Coverage Ratio.

33 LCR-reglerna framgår av kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 av den 10 okt 2014 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 när det gäller likviditetstäckningskravet för kreditinstitut och av FI:s pelare 2-krav på likviditetstäckningskvot i enskilda valutor. Kravet för aggregerad LCR, samt för LCR i euro och US-dollar, är 100 procent. Kravet för andra signifikanta valutor är 75 procent.

32. Storbankerna har höga likviditetstäckningskvoter



Källa: FI.

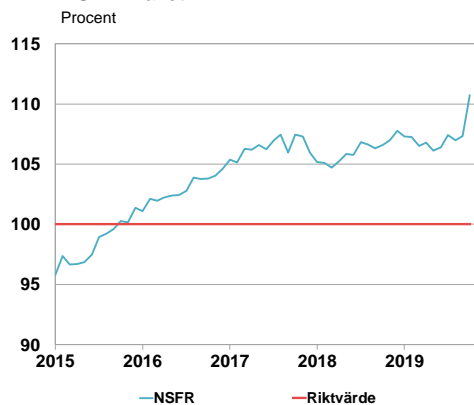
Anm. Minimikravet avser likviditetstäckningskvot för totala valutor enligt kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 samt FI:s pelare 2-krav på likviditetstäckningskvot i enskilda valutor. Genomsnitt svenska storbanker. Avser SEB, SHB och Swedbank.

svenska kronor) från och med den 1 oktober 2019.³⁴ Även detta krav uppfyller bankerna.

För att förbättra bankernas matchning av tillgångar och skulder med längre löptider har Baselkommittén tagit fram ett minimikrav för likviditet, en så kallad stabil nettofinansieringskvot (NSFR).³⁵ Kravet är ännu inte infört, men de tre svenska storbankernas indikativa NSFR-nivåer ligger redan över det kommande kravet (se diagram 33).

FI bedömer att de svenska storbankerna sammantaget har en tillfredsställande motståndskraft mot likviditetsstörningar.

33. Storbankerna ligger över det föreslagna NSFR-kravet



Källa: Riksbanken.

Anm. Avser svenska storbankers tillgängliga stabila finansiering i förhållande till den stabila finansiering som krävs enligt Baselkommitténs definition från 2014. Riktvärdet är 100. Avser SEB, SHB och Swedbank.

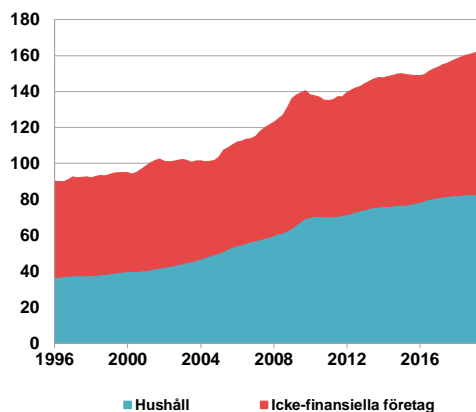
³⁴ För mer information se beslutspromemoria FI:s krav på likviditetstäckningskvot i enskilda valutor och diversifiering av säkerställda obligationer i likviditetsbufferten, juli 2019, FI.

³⁵ Net Stable Funding Ratio.

Företagens och hushållens skulder

De icke-finansiella företagens och hushållens skulder är stora. Fastighetsföretagens stora skulder gör dem räntekänsliga, och därmed sårbara för högre räntor. En sådan utveckling kan medföra betydande kreditförluster för banker och andra långgivare. Däremot fortsätter riskerna kopplade till hushållens skulder att dämpas något.

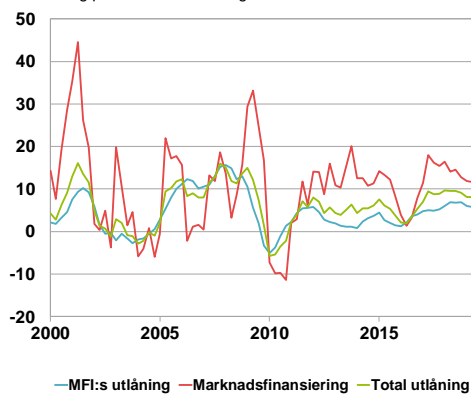
34. Företag och hushåll har stora skulder
Procent av BNP



Källa: SCB.

Anm. Avser konsoliderade skulder för icke-finansiella företag.

35. Skulderna ökar hos företagen
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Anm. MFI avser monetära finansinstitut.

Lån ger hushåll och företag möjlighet att jämna ut konsumtion och investeringar över livsrytmen. Det bidrar till en effektiv användning av kapital. Att det finns möjlighet att låna är därför på många sätt bra för ekonomin. Men stora skulder gör både långgivare och låntagare sårbara för störningar. Stora skulder kan därmed påverka hela ekonomin och i förlängningen hota den finansiella stabiliteten. Därför följer FI de sårbarheter som skulder kan innebära för hushåll och icke-finansiella företag. En lång period av stigande tillgångspriser och låga räntor har nu gjort det lättare för företag och hushåll att bygga upp omfattande skulder. Om det behövs ska FI agera för att motverka obalanser och minska stabilitetsrisker.

STORA SKULDER HOS ICKE-FINANSIELLA FÖRETAG

De svenska icke-finansiella företagens skulder är stora (se diagram 34). Merparten av företagens lånefinansiering utgörs av banklån, även om marknadsfinansiering spelar en allt större roll. Om företag får problem kan de i värsta fall gå i konkurs, vilket kan orsaka stora förluster för banker och andra långgivare. Därmed spelar de icke-finansiella företagen en viktig roll för den finansiella stabiliteten. Samtidigt kan en störning i det finansiella systemet försämra kreditförsörjningen. Det kan medföra att företagen får svårare att få finansiering och därför investerar mindre, eller till och med får betalningsproblem, vilket kan fördjupa nedgången i den reala ekonomin.

De icke-finansiella företagens totala skulder har vuxit snabbt under en längre period. Under det tredje kvartalet 2019 växte skulderna med drygt 8 procent i årstakt (se diagram 35). Tillväxten drivs främst av företagens marknadsfinansiering, via obligationer och certifikat.³⁶ Men även bankernas utlåning till de icke-finansiella företagen växer. FI bedömer att bankernas utlåning till företag kommer att fortsätta stiga framöver, men att ökningstakten kan komma att dämpas något i takt med konjunkturen.

Företag inom sektorerna fastighetsverksamhet, tillverkningsindustri och handel står för nästan 60 procent av de icke-finansiella företagens totala skulder.³⁷ Fastighetssektorn utgör den högsta andelen och står för drygt 30 procent.

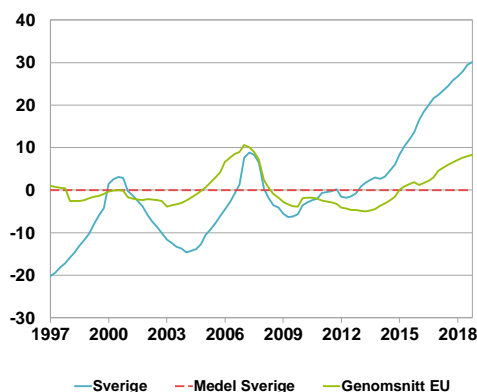
DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

Fastighetssektorn har historiskt haft en betydande roll i finansiella kriser. Den är konjunkturkänslig och ofta i hög grad skuldfinansierad. Den svenska marknaden är också stor, både i förhållande till BNP och

³⁶ För mer information se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2018, FI.

³⁷ Avser konsoliderade skulder för icke-finansiella företag 2017.

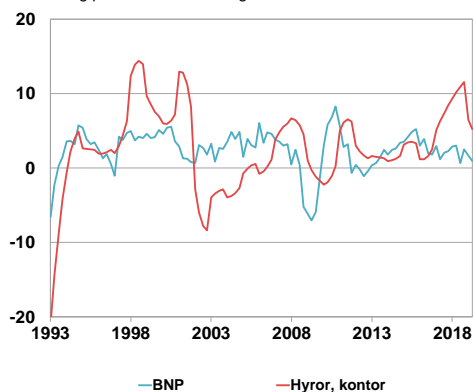
36. Fastighetspriserna har stigit
Procent



Källor: ECB (2011), Eurostat, MSCI och FI:s egna beräkningar.

Anm. Avser procentuell avvikelse från historiskt medelvärde i underliggande indikatorer. Streckad linje avser medelvärde för Sverige 1997–2018. Se fotnot 40 för mer information om modellen.

37. Kontorshyror har stigit snabbt
Årlig procentuell förändring



Källor: Pangea och SCB.

Anm. Kontorshyrestillväxt avser A-lågen i hela riket. Årsvärden är interpolerade till kvartalsgenomsnitt.

till andra företagssektorer. Sammantaget innebär detta att fastighetssektorn är starkare sammankopplad med det finansiella systemet än andra icke-finansiella sektorer. Flera indikatorer visar att det finns stora risker på den kommersiella fastighetsmarknaden.³⁸

Kommersiella fastighetspriser har ökat

Fastighetspriserna har stigit snabbt de senaste åren. Utvecklingen drivs på av högre driftnetton och sjunkande avkastningskrav till följd av lägre marknadsräntor och en tidigare stark konjunktur.³⁹ Sedan 2014 har priset på fastigheter stigit snabbare än ett antal underliggande indikatorer (se diagram 36).⁴⁰ Ökningen har också varit större i Sverige än i många andra europeiska länder. Det innebär att det kan finnas en relativt hög fallhöjd i händelse av en störning. Historiskt har liknande uppgångar ofta följts av priskorrigeringar. Samtidigt innebär de låga räntorna att företagens räntekostnader är låga, vilket kan understödja dagens höga prisnivåer.

Den starka efterfrågan på lokaler och de snabbt stigande priserna har skapat incitament att öka nyproduktionen av kommersiella fastigheter. Antalet beviljade bygglov brukar ofta öka mitt i eller i slutet av en högkonjunktur. Den senaste toppen av antalet beviljade bygglov var 2017. De fastigheter som byggs med dessa bygglov börjar nu färdigställas och komma ut på marknaden. Än så länge verkar utbud och efterfrågan vara i balans. I början av 2019 ökade byggloven återigen, trots en dämpad ekonomisk aktivitet. Det kan innebära att en högre volym av nyproduktion består under en längre period. Det finns därmed en risk för att efterfrågan på lokaler, på medellång sikt, inte matchar det högre utbudet om till exempel konjunkturen försvagas kraftigt. Ett utbudsöverskott av lokalyta kan leda till stigande vakanser och ett tryck nedåt på marknadshyror, vilket kan påverka fastighetspriserna negativt.

Fastighetsföretagen har god intjäning

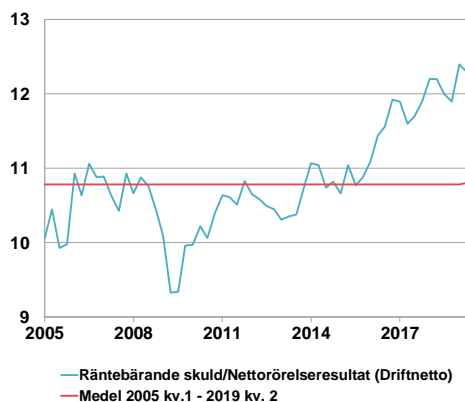
De ekonomiska förutsättningarna för fastighetsföretagen har varit goda under en längre period. Det har inneburit ökad uthyrning och stigande hyresnivåer, vilket har bidragit till att förbättra företagens intjäning. Kontorshyror har ökat snabbare än BNP de senaste åren (se diagram 37). Fastighetsföretagens ekonomiska ställning är i nuläget stark. Om den pågående konjunkturavmattningen blir kraftig, kan det

38 För mer information se rapport Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet, maj 2019, FI.

39 Fastighetens driftnetto motsvarar hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader. Direktavkastningskravet definieras som den riskfria räntan plus den riskpremie investerare kräver för att investera i fastigheter.

40 Indikatorn baseras på ECB:s metod för att indikera obalanser på den kommersiella fastighetsmarknaden (se ECB Financial Stability Review, Box 6, december 2011). Indikatorn är ett sätt att relatera utvecklingen av kommersiella fastighetspriser till utvecklingen i ett antal underliggande indikatorer (BNP, privat konsumtion, sysselsättning, hyror och direktavkastning). Data avser alla kommersiella fastighetssegment. Genomsnittet för EU-länder avser Belgien, Danmark, Frankrike, Finland, Irland, Italien, Nederländerna, Polen, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tjeckien, Tyskland, Ungern och Österrike. Data som använts kan skilja sig från den som har använts i ECB:s publikationer.

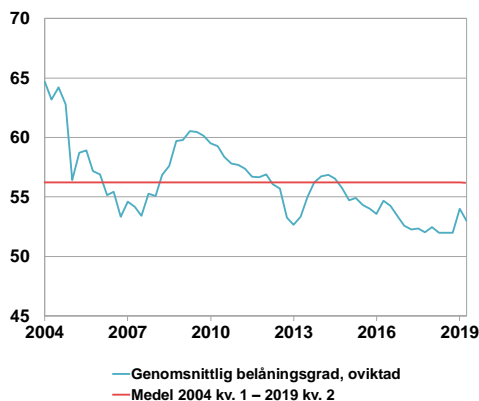
38. Fastighetsföretagen belånar kassaflödet hårdare
Kvot



Källa: Catella.

Anm. Avser enbart börsnoterade fastighetsföretag på Nasdaq Nordic Main Market.

39. Belåningsgrader är låga
Procent



Källa: Catella

Anm. Avser enbart börsnoterade fastighetsföretag på Nasdaq Nordic Main Market.

komma att påverka företagens intjäning och eventuellt fastighetspriserna. Men eftersom den ekonomiska avmattningen medfört en förväntan om att de låga räntorna kommer att bestå under en längre period framöver har finansieringskostnaderna sjunkit. Därmed har fastighetsföretagen hittills gynnats av den generella dämpningen av den ekonomiska aktiviteten.

Direktavkastningen på kommersiella fastigheter är för närvarande på en historiskt låg nivå. Orsaken är att fastighetspriserna har stigit mer än intjäningen. Det beror i sin tur på att efterfrågan på fastigheter som investering har varit och är stark. En förklaring till det är att den riskfria räntan är låg, och har så varit under flera år (se kapitlet Hot mot den finansiella stabiliteten). Samtidigt är den riskpremie som fastighetsaktörer får när de investerar i fastigheter fortfarande hög ur ett historiskt perspektiv. Det kan tyda på att investerarna tar höjd för osäkerheten i framtida drifnetton när de värderar fastigheter. Det innebär också att de får en högre avkastning på fastigheter jämfört med andra jämförbara investeringsalternativ. Detta har bland annat medfört att fler aktörer har ökat sina placeringar i svenska kommersiella fastigheter. Under de senaste åren har till exempel andelen utländska aktörer ökat. Under 2019 stod utländska aktörer för drygt 30 procent av värdet av alla transaktioner.⁴¹

Fastighetssektorn har stora och växande skulder

De börsnoterade fastighetsföretagens räntebärande skulder i relation till intäkterna har ökat och ligger på höga nivåer (se diagram 38). Under andra kvartalet 2019 var fastighetsföretagens skulder i genomsnitt 12,3 gånger större än deras nettorörelseresultat. Detta trots att företagen har haft en hög och stigande intjäning.

Fastighetsföretagens belåningsgrader är relativt låga sett i ett historiskt perspektiv (se diagram 39). Marknadsvärdena på fastigheterna har därmed ökat snabbare än företagens skulder. Om räntorna ligger kvar på låga nivåer även en längre period framöver kan det uppmuntra till fortsatta fastighetsköp med lånefinansiering. Det innebär ytterligare skulduppbyggnad, och därmed större sårbarheter över tid.

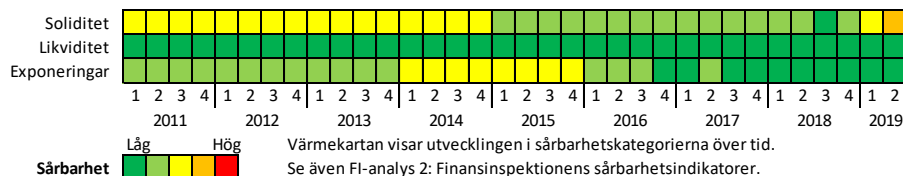
I dagsläget klarar fastighetsföretagen att täcka kostnaderna för sina skulder i större utsträckning än tidigare. Men de stora skulderna har gjort fastighetsföretagen mer sårbara för stigande finansieringskostnader. Denna räntekänslighet har tidigare illustrerats i FI:s stresstester av fastighetsföretagen.⁴² FI bedömer därför att fastighetsföretagens räntekänslighet, i kombination med sektorns nära koppling till det finansiella systemet, utgör en sårbarhet för det finansiella systemet. I samband med stresstesterna genomförde FI också en så kallad benchmarkstudie av bankernas beräknade riskvikter för exponeringar mot kommersiella fastigheter. Resultaten från de två analyserna visade att det kapital som bankerna har avsatt för utlåningen till kommersiella fastigheter riskerar att inte vara tillräckligt för att kompensera för de kreditförluster som kan uppstå vid svår finansiell stress. Det är mot bakgrund av de resultaten som FI föreslår högre kapitalkrav för utlåning till kommersiella fastigheter (se kapitlet Stabiliteten i banksektorn).

⁴¹ Enligt data från Pangea Research.

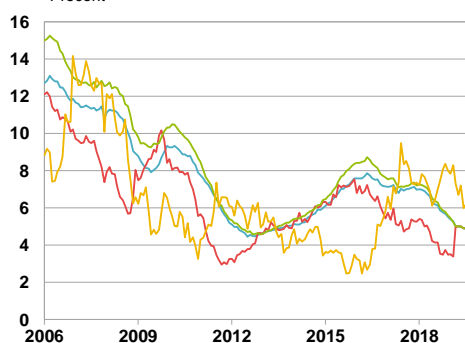
⁴² För mer information se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2019, FI, och rapport Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet, maj 2019, FI.

HUSHÅLLENS SKULDER

Sårbarhetsindikatorer för hushållssektorn



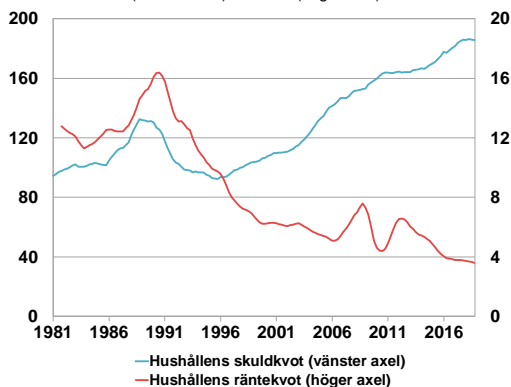
40. Hög men dämpad ökningstakt i hushållens skulder
Procent



Källa: SCB.

Anm. Tillväxttakten på årsbasis är justerad för omklassificeringar, omvärderingar samt köpta och sålda lån.

41. Skuld- och räntekvot
Procent (vänster axel) och kvot (höger axel)



Källa: SCB.

Anm. Räntekvoten avser fyra kvartals glidande medelvärde.

FI:s sårbarhetsindikatorer sätter hushållens skulder i relation till inkomster och tillgångar.⁴³ Hushållens aggregerade belåningsgrad har stigit, vilket gör att indikatorn för hushållens soliditet visar på något förhöjd sårbarhet. Det beror framför allt på att det totala marknadsvärdet för bostäderna har minskat samtidigt som hushållens skulder fortsatt att öka.⁴⁴ Överlag ger dock indikatorerna en bild av att hushållen som grupp har en stark ekonomisk ställning. FI:s analys visar att hushållen har en tillfredsställande motståndskraft för att klara av sina skuldbetalningar. Samtidigt har många hushåll stora skulder. För att klara sina skuldbetalningar om det inträffar större ekonomiska störningar kan många hushåll därför behöva göra betydande nedskärningar och minska sin konsumtion. Det kan i sin tur förvärra en kris och i förlängningen utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten.

Hushållens skulder har vuxit snabbt under en längre period och ligger på en hög nivå (se diagram 40). Men tillväxttakten har dämpats de senaste åren. Under det tredje kvartalet 2019 växte utlåningen till hushåll med knappt 5 procent i årstakt. Det gör att hushållens skulder uppgick till 187 procent av deras aggregerade disponibla inkomst (se diagram 41).

Hushållens sparande fortsatt högt

Samtidigt som skulderna har vuxit snabbt har också hushållens likvida tillgångar gjort det.⁴⁵ Hushållens tillgångar bidrar till deras motståndskraft. Hushållens finansiella nettoförmögenhet, det vill säga finansiella tillgångar minus skulder, steg till de högsta nivåerna någonsin under andra kvartalet 2019. Det beror i hög grad på börsutvecklingen, eftersom hushållens finansiella tillgångar till stor del består av aktier. Men även ökat nysparande och långsammare lånetillväxt har bidragit till att hushållens finansiella nettoförmögenhet har ökat sedan årsskiftet.

43 Sårbarhetsindikatorerna beskrivs närmare i Finansinspektionen (2015), "Finansinspektionens sårbarhetsindikatorer", FI-analys 2.

44 Indikatorn för aggregerad belåningsgrad baseras på kvoten mellan totalt marknadsvärde för småhus och hushållens bostadsrättsandelar, över utlåning från monetära finansinstitut (MFI) till hushåll. Eftersom marknadsvärdet för småhus räknas ut med hjälp av bas- och taxeringsvärde samt köpeskilling, som baseras på utvecklingen under 2017 när bostadspriserna sjönk, blir resultatet att den aggregerade belåningsgraden nu ökar med viss eftersläpning.

45 Likvida tillgångar avser här banksparande, obligationer, svenska och utländska aktier samt fonder.

SCB reviderade i september 2019 statistiken för hushållens totala sparande och konsumtion.⁴⁶ Resultaten visade att hushållen sparat mindre och konsumerat mer än vad tidigare data indikerat. Det innebär att hushållssektorn som helhet har mindre ekonomiska buffertar än vad som tidigare framgått. Det totala hushållssparandet är fortfarande högt. Däremot är tillgångar och sparande, precis som skulder, ojämnt fördelade mellan hushållen. Det gör det svårt att mäta vilken motståndskraft hushållens tillgångar skapar.⁴⁷ Även om den aggregerade sparkvoten är hög kan det finnas hushåll som har ett lågt sparande.

Genom ett högt kreditutbud, en lång period av låga räntor och stigande bostadspriser har förutsättningarna för att låna med hjälp av den egna bostaden varit goda i Sverige under lång tid. Det har bidragit till att hushållens skulder har vuxit snabbt. Att ekonomin nu har gått in i en avmattningsfas betyder att det låga ränteläget sannolikt kommer att kvarstå ytterligare en tid (se kapitlet Hot mot den finansiella stabiliteten). För hushållens del kan det skapa incitament att låna ännu mer. Samtidigt innebär de redan låga räntorna att det finns begränsat utrymme att minska räntekostnaderna och underlätta för hushållen vid en ekonomisk störning.

Amorteringskraven bidrar till mer motståndskraftiga hushåll
Att värna finansiell stabilitet handlar om att ta tillräcklig höjd för att det oväntade kan inträffa. FI har även i uppdrag att motverka finansiella obalanser på kreditmarknaden. För att minska riskerna med hushållens skulder har FI vidtagit flera åtgärder, däribland två amorteringskrav. FI:s analyser visar att åtgärderna har gjort att hushållen lånar mindre och köper billigare bostäder.⁴⁸ Hushållens skulder ökar nu långsammare. Tidigare ökade också andelen låntagare med mycket höga skulder. Den utvecklingen har nu brutits. Genom att dämpa hushållens skulder har kraven bidragit till att hushållen blivit mer motståndskraftiga mot försämrade ekonomiska förutsättningar. De har dessutom bidragit till att hushåll med stora bolån tar mindre tilläggsån (se fördjupningen Tilläggslånen minskar efter amorteringskrav).

Tilläggslånen minskar efter amorteringskrav

Nya bolånetagare lånar för olika syften. En del lånar för att köpa bostad, medan andra tar ett så kallat tilläggslån med befintlig bostad som pant. Denna fördjupning visar utvalda resultat från Aranki och Larsson (2019) som presenterar hur amorteringskraven har påverkat hushållens tilläggsån.⁴⁹

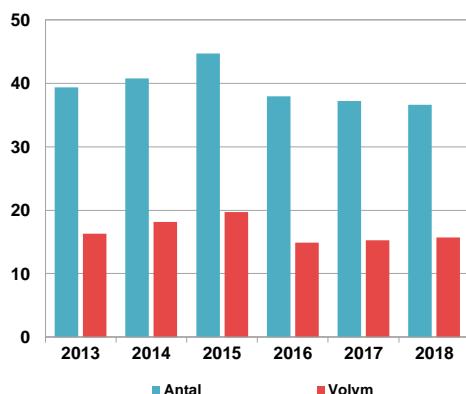
⁴⁶ Finansiellt sparande har reviderats ner med i genomsnitt 2,5 procentenheter sedan 1994.

Realt sparande, som även inkluderar ägande i till exempel hus, reviderades ner med i genomsnitt 2,2 procentenheter under samma tidsperiod.

⁴⁷ Se Waldenström, Bastani och Hansson (2018), Kapitalbeskattnings förutsättningar, Konjunkturrådets rapport 2018, SNS förlag.

⁴⁸ För mer information se Finansinspektionen (2017) "Amorteringskravet har minskat hushållens skulder", FI-analys 10, och Andersson, M. och Aranki, T. (2019) "Färre sårbara hushåll efter skärpt amorteringskrav", FI-analys 17, Finansinspektionen.

⁴⁹ Aranki, T. och Larsson, H. (2019), "Tilläggslånen minskar efter amorteringskrav", FI-analys 20, Finansinspektionen.

42. Andel tilläggs lån av nya bolån
Procent

Källa: FI.

En lång period av låga räntor och stigande bostadspriser har inneburit att hushållens förutsättningar för att ta tilläggs lån varit goda. Hur hushållen använder sina tilläggs lån påverkar deras motståndskraft och kan i förlängningen även påverka den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. Exempelvis kan hushåll som tar tilläggs lån för att ersätta mindre fördelaktiga lån minska sina framtida räntekostnader. Det gör dem mindre sårbara. Hushåll som lånar för att investera (i reala eller finansiella tillgångar) kan visserligen skapa sig en finansiell buffert, men blir också exponerade mot värdeförändringar. Det kan försämra deras motståndskraft vid en störning, om tillgångarna minskar i värde samtidigt som skulderna består. Hushåll som lånar för att finansiera konsumtion ökar enbart sina skulder. Det försämrar deras motståndskraft.

Andelen tilläggs lån (mätt i antal) ökade stadigt mellan 2013 och 2015 (se diagram 42). Under 2015 stod tilläggs lånen för 45 procent av antalet nya bolån. Denna andel minskade tydligt från 2016, och 2018 stod tilläggs lån för ungefär 36 procent av alla nya bolån. Andelen tilläggs lån av samtliga nya bolån (mätt i volym) minskade tydligt efter det första amorteringskravet 2016.

Amorteringskraven har minskat hushållens tilläggs lån. Tydligast är dämpningen till följd av FI:s första amorteringskrav som började gälla 2016. Färre hushåll med stora befintliga bolån tar tilläggs lån och de som tar tilläggs lån lånar mindre efter kravet. Dessutom påverkas hushåll med tilläggs lån mer än de som lånar för bostadsköp. Det skärpta amorteringskravet från 2018 påverkar betydligt färre nya bolånetagare och av dessa påverkas de som tog ett tilläggs lån i liten utsträckning.

Benägenheten att använda bolån för andra ändamål än bostadsköp har minskat till följd av amorteringskraven. Det har sannolikt medfört att sårbarheten hos dessa hushåll har minskat och att de är bättre rustade att möta ett bostadsprisfall eller ett inkomstbortfall.

HUSHÅLLENS SKULDER OCH FINANSIELL STABILITET

FI bedömer att hushållen överlag har en tillfredsställande motståndskraft för att klara av sina skuldbetalningar. Men många hushåll har stora skulder i förhållande till sin inkomst eller bostadens värde. Dessa hushåll kan behöva göra betydande nedskärningar och minska sin konsumtion om det inträffar större ekonomiska störningar. Det kan i sin tur förvärra en kris och därmed utgöra ett hot mot den makroekonomiska stabiliteten. Det kan i förlängningen även utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten. Samtidigt bedömer FI att myndighetens åtgärder har minskat andelen sårbara hushåll, och att riskerna kopplade till hushållens skulder fortsätter att dämpas.



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon +46 8 408 980 00
Fax +48 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se

www.fi.se