



FINANSINSPEKTIONEN

Stabiliteten i det finansiella systemet

29 NOVEMBER 2017



INNEHÅLL

VI BYGGER MOTSTÅNDSKRAFT	3
SAMMANFATTNING	5
DET EKONOMISKA LÄGET	8
Den globala ekonomin stärks	8
Svaga europeiska banker stärks	9
Sverige i ett unikt läge	9
Små rörelser på finansiella marknader	9
Centralbanker börjar lätta på gasen	10
Höga tillgångspriser kan falla	10
STABILITETEN I BANKSEKTORN	12
Banksystemet är stort och nära sammanlänkat	12
Bankerna har god intjäning och hög lönsamhet	13
Hög exponering mot fastighetssektorn	14
Tillfredsställande motståndskraft	14
Kapitalbuffertar bör vara höga och användbara	15
Kapitalkraven förändras	16
Bankernas finansiering	17
Löptidsomvandling skapar sårbarhet	19
Bankerna uppfyller krav på likviditetsreserver	19
Riksbankens likviditetsstöd som komplement	21
STABILITETEN PÅ DE FINANSIELLA MARKNADERNA	23
Värdepappersmarknaderna fungerar väl	23
Likviditeten kan försämrats snabbt vid stress	24
Systemviktiga företag är motståndskraftiga	25
Förhöjda risker i värdepapperscentral	26
Central motpartsclearing – en viktig del av det finansiella systemet	28
STABILITETEN I FÖRSÄKRINGSSEKTORN	30
Förbättrad motståndskraft i livförsäkringsföretagen	30
Ökad sårbarhet på lång sikt	31
Ökat intresse för alternativa tillgångar	32
Riskkänsliga kapitalkrav förbättrar incitamenten	33
HUSHÅLLENS OCH FÖRETAGENS SKULDER	35
Hushållens ekonomiska förutsättningar är goda	35
Bostadspriser på höga nivåer	36
Stabilitetsriskerna är begränsade	39
FI föreslår skärpt amorteringskrav	41
Företag och finansiell stabilitet	42

Vi bygger motståndskraft

Regeringen har gett Finansinspektionen (FI) uppdraget att två gånger per år redovisa sin bedömning av den finansiella stabiliteten och eventuella finansiella obalanser i den svenska ekonomin. Denna rapport är den andra för året.

I GODA TIDER BYGGS RISKER UPP

Det ekonomiska läget i Sverige och Europa har stärkts ytterligare under det senaste halvåret. Det har bland annat bidragit till minskad oro för stabiliteten i det europeiska banksystemet, även om betydande svagheter finns kvar. Man ska naturligtvis inte beklaga att den ekonomiska utvecklingen är gynnsam. Men samtidigt är det i tider när allt ser ut att gå bra och optimismen är stark som risktagandet brukar öka. Det ökande risktagandet syns nu också, bland annat i höga tillgångspriser och låga riskpremier. Att vi en längre tid haft mycket låga räntor ökar ytterligare sannolikheten för ett risktagande som inte kommer att vara långsiktigt hållbart när ränteläget successivt normaliseras. I ett sådant läge är det FI:s uppgift att fortsätta att bygga motståndskraft – i finansföretagen och hushållen – mot de påfrestningar som förr eller senare kommer.

MOTSTÅNSKRAFTEN HAR FÖRBÄTTRATS

Den goda makroekonomiska utvecklingen under senare år har bidragit till en god finansiell styrka i den svenska finansbranschen. Ökade regleringskrav på kapitalstyrka och likviditet har också bidragit. Men även om motståndskraften generellt sett är tillfredsställande är detta ingen garanti för framtiden. Den finansiella och makroekonomiska miljön kan försämrans snabbt om det inträffar kraftiga störningar i den internationella ekonomin. Även om mycket har gjorts för att undvika en upprepning får vi inte glömma det som hände hösten 2008.

Dessutom sker det mer långsiktiga strukturförändringar på finansmarknaden till följd av ny teknologi, nya krav från kunder och förändrad reglering. Ett exempel är så kallade bolånefonder, som erbjuder möjligheter till bostadsfinansiering utanför banksystemet. Dessa förändringar kan förbättra effektivitet, konkurrens och kundnytta i finanssektorn. Men de kan även innebära nya risker som ställer andra krav på tillsynen. Det är därför viktigt att FI nära följer dessa förändringar.

Nya finansiella regelverk har tillkommit de senaste åren och flera av de gamla har omarbetats. EU-kommissionen arbetar just nu med det så kallade bankpaketet, som berör utformningen av kapitalkraven. För FI är det viktigt att slå vakt om riskbaserade och transparenta kapitalkrav, som ger möjlighet att bygga upp och utnyttja olika former av buffertar, framför allt för att kunna hantera systemriskerna.

ETT SKÄRPT AMORTERINGSKRAV

Att bygga motståndskraft är extra viktigt när den svenska ekonomin befinner sig i ett läge där tillväxten är god och arbetslösheten minskar, samtidigt som räntorna är extremt låga. Den kombinationen har skapat en spiral där tillgångspriser och skulder växt alltför snabbt. Men förr eller senare kommer den positiva utvecklingen att vända. Då kan höga skulder bidra till att förstärka nedgången.

Risken för finansiella obalanser har varit mest uppenbar på bolånemarknaden. Den har under en följd av år präglats av stigande skulder hos hushållen, främst i spåren av stigande bostadspriser. Liknande tendenser, om än inte lika uttalade, kan noteras på marknaden för kommersiella fastigheter. FI har genomfört ett antal åtgärder som har bidragit till att bygga motståndskraft i den finansiella sektorn och bland hushållen. För att värna Sveriges och de enskilda hushållens motståndskraft behöver hushåll med stora lån i förhållande till sin inkomst bli än mer motståndskraftiga. FI:s förslag om ett skärpt amorteringskrav är kopplat just till relationen mellan låntagarens lån och inkomst.

Samtidigt är det viktigt att balansera sådana åtgärder mot risken att alltför omfattande ingrepp kan utlösa just en sådan kris som de syftar till att förebygga – ett stort och snabbt prisfall. På sista tiden har bostadspriserna visserligen sjunkit, men sett till den mycket kraftiga prisökningen under de senaste åren handlar det om en begränsad förändring. Den modell för ett skärpt amorteringskrav som vi föreslagit är också en balanserad åtgärd; endast cirka 15 procent av de som tar nya bolån berörs av kravet, och det påverkar inte heller i någon större utsträckning de ekonomiskt svagaste grupperna på bostadsmarknaden. Dessutom introduceras det skärpta amorteringskravet i en miljö med god tillväxt, låg arbetslöshet och ett högt sparande som ytterligare bidrar till att minska riskerna för oönskade effekter.

FI har ofta framhållit att vi inte på egen hand kan komma till rätta med de obalanser på kreditmarknaden som drivs fram av förhållandena på bostadsmarknaden. Det krävs en samlad politik med insatser på bred front, från flera politikområden och från flera offentliga instanser. Men vi kan heller inte sitta stilla och vänta på att andra ska fatta beslut om åtgärder. Vi använder de verktyg vi har, och bidrar här och nu på det sätt vi kan. Så fullgör vi vårt uppdrag.

Stockholm den 29 november 2017



Erik Thedén
Generaldirektör

Sammanfattning

Den svenska ekonomin går fortsatt starkt och räntorna är extremt låga, vilket bidragit till höga tillgångspriser och låga riskpremier. I takt med att räntorna globalt stiger framöver finns en risk för att riskpremierna ökar och att tillgångspriserna faller, vilket kan leda till stress för det finansiella systemet. Det är därför viktigt att de svenska storbankerna har tillfredsställande motståndskraft och att livförsäkringsföretagen är finansiellt starka. Trots att bostadspriserna bromsat in och till och med fallit något fortsätter hushållens skulder att öka. Riskerna kopplade till höga bostadspriser och hushållens stora skulder är därmed fortsatt höga. För att ytterligare stärka hushållens motståndskraft har FI därför överlämnat ett förslag om skärpt amorteringskrav till regeringen.

Den globala tillväxten ökar och den svenska ekonomin fortsätter stärkas. Resursutnyttjandet i Sverige är högt och arbetslösheten låg. Den politiska oro som fanns i Europa i våras har dämpats. Det stabilare politiska läget är även en av förklaringarna till att utvecklingen på de finansiella marknaderna har varit lugn det senaste halvåret. Under hösten har konjunkturåterhämtningen lett till att penningpolitiken blivit något mindre expansiv i USA och Storbritannien.

Europeiska centralbanken och Riksbanken ligger däremot fortsatt kvar med rekordlåga räntor. Den starkare tillväxten och den utdragna perioden av låga räntor har inneburit att risken ökat för att obalanser byggs upp, bland annat genom att tillgångar har blivit övervärderade till följd av investerarens jakt på avkastning. Sådana obalanser kan förstärka en framtida kris. Då det är osäkert hur de finansiella marknaderna reagerar när centralbankerna börjar dra tillbaka sin expansiva penningpolitik, FI ser därför en risk för ökad marknadsstress och priskorrigeringar när räntorna stiger.

ÄNDRADE KAPITALKRAV KAN GE NY SPELPLAN

Det svenska banksystemet är stort, sammanlänkat och domineras av fyra storbanker. Bankerna är beroende av marknadsfinansiering vilket gör systemet sårbart. FI bedömer att svenska banker överlag har tillfredsställande motståndskraft och förmåga att upprätthålla samhällskritiska funktioner även under turbulenta förhållanden. Det beror på att svenska banker har fortsatt god lönsamhet, låga kreditförluster och höga kapitalnivåer i förhållande till riskerna i verksamheten. Bankernas kapital består till stor del av buffertar som kan användas som tillfälliga stötdämpare i krislägen.

Bankernas kapitalkrav kommer att se annorlunda ut framöver. Revideringar i EU-regelverket för kapitaltäckning och kommande standarder från Baselkommittén om begränsningar av de interna modellerna och ett golv för de riskvägda tillgångarna innebär att spelplanen ändras och att kapitalkraven behöver utvecklas. FI:s arbete med de föreslagna ändringarna grundar sig på fyra principer. Kapitalkraven ska vara riskbaserade, transparenta och innehålla betydande buffertar som kan användas vid förluster. Sist men inte minst ska kapitalkraven ta höjd för de systemriskerna som till exempel är kopplade till storlek och sammanlänkning.

INFRASTRUKTURFÖRETAGEN STÄLLS INFÖR NYA UTMANINGAR

Värdepappersmarknaderna spelar en central roll för den finansiella stabiliteten då de både prissätter och allokerar risker och kapital. FI bedömer att det främst är ränte- och valutamarknaderna som är systemviktiga. Trots en relativt stabil utveckling och låg volatilitet på värdepappersmarknaderna finns det vissa tecken på begränsad marknadslikviditet. Det kan göra dessa marknader sårbara i stressade situationer, då likviditeten alltid tenderar att försämrans.

För att värdepappersmarknaderna ska fungera krävs en väl fungerande infrastruktur där clearing och avveckling av betalningar och värdepapperstransaktioner kan utföras utan störningar. FI bedömer att infrastrukturföretag fungerar tillfredsställande. Det finns en hög operationell tillförlitlighet i dessa system. Men infrastrukturföretagen ställs inför både regulatoriska och tekniska anpassningar framöver. Under kommande omställning ökar risken för avbrott och störningar och därmed även behovet av god riskhantering.

Systemet med central motpartsclearing gör motpartsexponeringarna mer överblickbara, vilket gör det lättare att hantera motpartsrisker. Den svenska marknaden för central motpartsclearing har ett fåtal aktörer. Koncentrationen av motpartsrisk och den operativa sammanlänkning som ett sådant system innefattar, innebär risker för en mycket snabb spridning av störningar. Det är därför som centrala motparter anses vara systemviktiga. De centrala motparternas ökade betydelse gör det viktigare att förstå ömsesidiga beroenden och koncentrationsrisker. FI kommer följa utvecklingen för att bättre bedöma riskerna för den finansiella infrastrukturen och den finansiella stabiliteten.

FÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN ÄR FINANSIELLT STARKA

Försäkringssektorn förvaltar stora tillgångar, framför allt för att täcka framtida pensioner. Förändringar i ränteläget har stor påverkan på företagets ställning. Dagens låga räntor har försvagat företagets soliditet. Dessa effekter har dock motverkats av en positiv utveckling på aktie- och obligationsmarknaderna och utformningen av regelverken för värdering av livförsäkringsföretagens skulder. Livförsäkringsföretagen har därmed behållit sin starka finansiella ställning.

Men trots att livförsäkringsföretagen har goda förutsättningar att klara kapitalkraven vid en kraftig börsnedgång kan en sådan situation leda till att de gör stora omallokeringar av sina tillgångar, vilket kan förstärka en börsnedgång och pressa ner räntorna. Denna risk är särskilt relevant i dagsläget eftersom det finns tecken på begränsad likviditet på räntemarknaden, vilket kan innebära problem om stora flöden ska hanteras.

I början av hösten lämnade FI in ett förslag till regeringen om kapitalkravsreglering för tjänstepensionsföretag. Förslaget innebär att kapitalkravet delas upp i två nivåer: ett schablonmässigt krav och ett riskkänsligt. Det riskkänsliga kapitalkravet är en buffert vars syfte är att fånga upp störningar och motverka procykliskitet i tillgångsförvaltningen. Då tvingas inte företagen göra stora ogynnsamma omallokeringar i en stressad situation om de drabbas av förluster utan får istället möjlighet att återhämta sig av egen kraft.

BEHOV AV STÄRKT AMORTERINGSKRAV

Den kraftiga prisuppgången på bostadsmarknaden har vänt under hösten. Dämpningen det senaste halvåret är tydligast i Stockholm och särskilt för priser på bostadsrätter. Amorteringskravet som FI införde 2016 och ett ökat utbud av bostäder har sannolikt bidragit till dämpningen av priserna. Dämpningen är liten i förhållande till den prisökning som skett under lång tid. Bara de senaste tre åren har bostadspriserna ökat med ungefär 30 procent.

Det unika ekonomiska läget i Sverige med låga räntor, höga tillgångspriser och hög ekonomisk tillväxt fortsätter att driva upp skulderna hos hushåll och icke-finansiella företag. Hushållen har en positiv syn på sin ekonomi, deras tillgångar har ökat mer än deras skulder och de har ett historiskt högt sparande. FI bedömer att hushållen fortsatt har goda förutsättningar att betala på sina lån. Men högt skuldsatta hushåll kan ändå komma att dra ner på sin konsumtion i en framtida kris och därmed förstärka krisen. Hushållens skulder bedöms därför fortsatt vara en makroekonomisk risk.

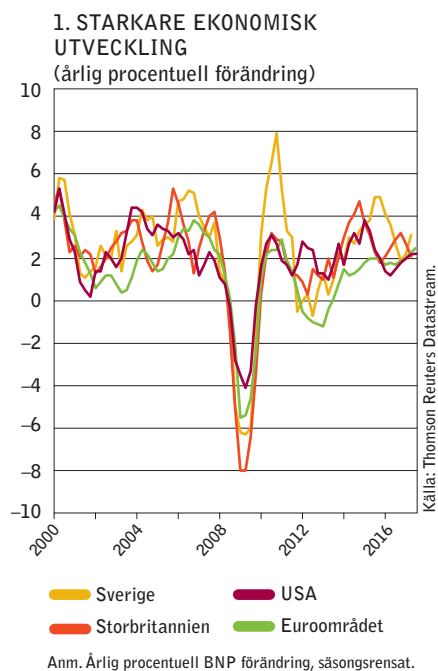
Att bostadspriserna dämpas kan ses som ett sundhetstecken, givet att det sker i en miljö med goda ekonomiska förutsättningar. Men trots dämpningen bedömer FI att de makroekonomiska riskerna kopplade till hushållens stora och växande skulder är fortsatt förhöjda. Det nuvarande amorteringskravet har dämpat sårbarheterna men FI är liksom tidigare oroad över utvecklingen med höga och stigande skuldkvoter. Därför kvarstår behovet av det skärpta amorteringskravet och FI har lämnat över förslaget till regeringen för godkännande.

FÖRHÖJDA RISKER I KOMMERSIELLA FASTIGHETER

Historiskt har kommersiella fastigheter spelat en central roll i många finansiella kriser. Prisutvecklingen i den kommersiella fastighetssektorn är för närvarande stark. Belåningsgraderna har sjunkit men skuldbördan i förhållande till driftnettot ligger på historiskt höga nivåer. Störningar i form av stigande räntor eller minskade hyresintäkter kan därför leda till problem. FI bedömer riskerna kopplade till sektorn som betydande och kommer fortsätta att följa och analysera utvecklingen.

Det ekonomiska läget

Den globala ekonomin går bra och återhämtningen i Europa stärks. Svensk ekonomi fortsätter att utvecklas starkt samtidigt som räntorna är mycket låga. Låga räntor och stark tillväxt bidrar till att tillgångspriser, och särskilt svenska bostadspriser, är höga. Centralbankerna börjar nu sakta normalisera penningpolitiken, vilket kan leda till högre riskpremier på de finansiella marknaderna och korrigeringar nedåt i tillgångspriser.



Ett stabilt och väl fungerande finansiellt system, där företag kan låna för att göra investeringar och hushåll kan låna för att jämna ut sin konsumtion över tid, är en central del av en väl fungerande ekonomi. Samtidigt är utvecklingen i den reala ekonomin viktig för den finansiella stabiliteten, eftersom stora svängningar i den ekonomiska utvecklingen kan skapa osäkerhet och öka risken för felaktiga investeringar. Stora störningar i den reala ekonomin kan därmed hota den finansiella stabiliteten.

Sverige är en liten öppen ekonomi där den ekonomiska utvecklingen till stor del styrs av händelser i omvärlden. Det finansiella systemet i Sverige är också nära sammanlänkat med de globala finansiella marknaderna, och störningar på dessa riskerar att föras vidare till svensk ekonomi.

DEN GLOBALA EKONOMIN STÄRKS

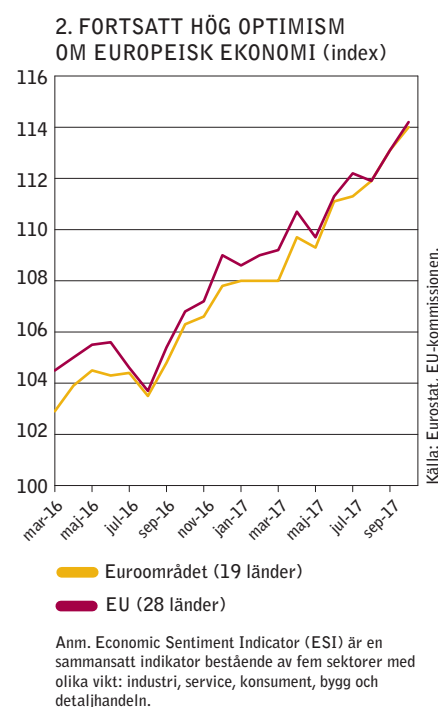
Den globala ekonomiska tillväxten har ökat under 2017 (tabell 1). Internationella valutafonden (IMF) har skrivit upp sina prognoser och bedömer att den globala ekonomiska aktiviteten kommer att öka framöver, medan de makroekonomiska riskerna minskar.¹ Tillväxtmarknaderna är viktiga för den globala tillväxten. Men ekonomin väntas även växa tillräckligt snabbt i både USA och euroområdet för att resursutnyttjandet ska stiga.

TABELL 1. BNP-tillväxt, årlig procentuell tillväxt

	2016	2017	2018
Globalt	3,2	3,6	3,7
Tillväxtmarknader	4,3	4,6	4,9
USA	1,5	2,2	2,3
Euroområdet	1,8	2,1	1,9
Sverige	3,1	3,0	2,8

Källa: IMF World Economic Outlook och Konjunkturinstitutet.

Anm. 2017 och 2018 är prognoser.

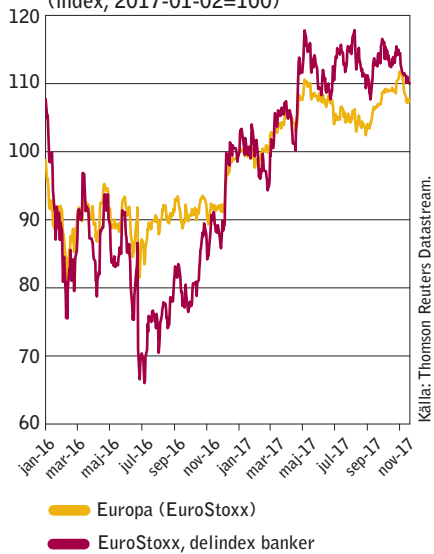


USA befinner sig fortsatt i en högkonjunktur och framför allt investeringar och hushållens konsumtion stiger (diagram 1). Om utlovade finanspolitiska stimulanser genomförs, kan tillväxttakten öka ytterligare. Arbetsmarknaden stärks då sysselsättningen stiger, samtidigt som arbetslösheten sjunker och resurser utnyttjas i högre grad.

I Europa har såväl det ekonomiska utfallet som utsikterna framöver förbättrats under året. Det är framför allt positivt att den ekonomiska tillväxten har ökat i de sydeuropeiska länderna, som länge dragits med sviterna från skuldskrisen. Den expansiva penningpolitiken fortsätter att stödja den pågående ekonomiska återhämtningen i euroområdet. Sedan början av året har sysselsättningen ökat och arbetslösheten har minskat

1 World Economic Outlook och Global Financial Report, IMF oktober 2017.

3. EUROPEISKA BANKAKTIER ÅTERHÄMTAR SIG (index, 2017-01-02=100)

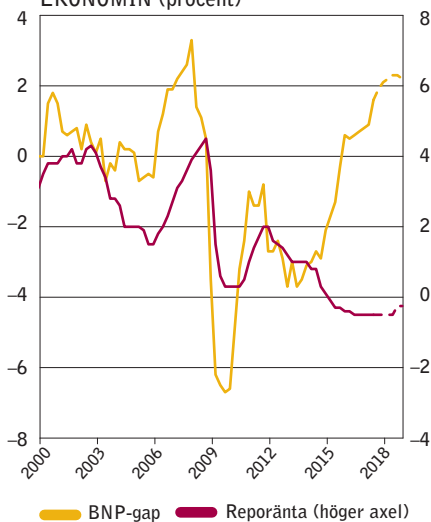


till ungefär 9 procent. Det är den lägsta nivån sedan början av 2009. Förtroendeindikatorer visar på stigande optimism bland konsumenter och företag vilket pekar på ökad ekonomisk tillväxt de närmaste kvartalen (diagram 2). Samtidigt har den finansiella oron i Europa dämpats under senare tid, efter att EU-vänliga partier haft framgångar i de val som hållits i några av Europas större länder.

SVAGA EUROPEISKA BANKER STÄRKS

Förtroendet för banksektorn i euroområdet har ökat i samband med den starkare ekonomiska utvecklingen. Det har bland annat visat sig på aktiemarknaden där bankaktier gått bättre än borsindex sedan början av året (diagram 3). Men lönsamheten är fortsatt låg, även om Europeiska centralbanken (ECB) förväntar sig en förbättring i takt med att konjunkturen stärks. Dagens lågränteläge innebär låga finansieringskostnader för bankerna, men trots det har central- och sydeuropeiska banker fortfarande problem med lönsamheten. En anledning är att flera europeiska bankers balansräkningar fortfarande tyngs av stora portföljer med dåliga lån. Under året har försäljningen av dåliga lån ökat, vilket gett en viss lättad för bankerna. Många europeiska banker är ändå fortsatt sårbara för störningar. En försvagning i den ekonomiska återhämtningen eller ökade friktioner i det europeiska samarbetet kan leda till turbulens på de finansiella marknaderna och nya problem för bankerna. Det kan i sin tur påverka den finansiella stabiliteten i euroområdet negativt och sprida sig till Sverige, både genom de finansiella marknaderna och genom en svagare konjunkturutveckling i Europa.

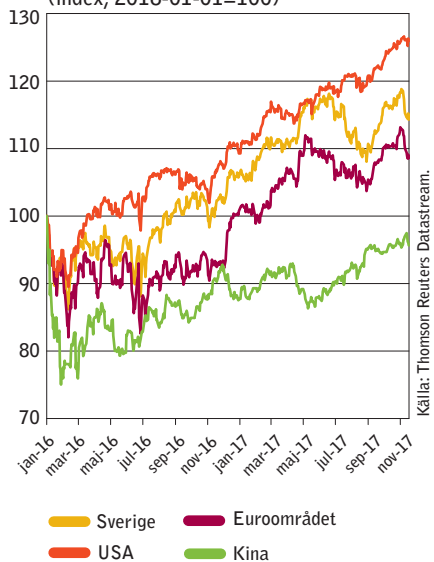
4. HÖGTRYCK I DEN SVENSKA EKONOMIN (procent)



SVERIGE I ETT UNIKT LÄGE

Den svenska ekonomin är stark och befinner sig i ett unikt läge med ett högt resursutnyttjade och mycket låga räntor (diagram 4). Konjunkturinstitutet har skrivit upp sin tillväxtprognos och bedömer att den svenska konjunkturen kommer att fortsätta stärkas.² Den svenska ekonomin får stöd av att den inhemska efterfrågan är hög och att den ekonomiska aktiviteten i Europa stärks.³ Arbetsmarknaden har också utvecklats positivt. Arbetslösheten är 6,7 procent och sysselsättningen ligger på den högsta nivån någonsin.⁴ Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt hög och det har blivit svårare för företag att rekrytera kvalificerad personal. Däremot har den starka arbetsmarknaden ännu inte resulterat i stora löneökningar. Det kan bero på den långsamma ekonomiska återhämtningen och fortsatt låga löneökningen i Europa.⁵

5. BÖRSEER PÅ HÖGA NIVÅER (index, 2016-01-01=100)



SMÅ RÖRELSER PÅ FINANSIELLA MARKNADER

Det senaste halvåret har präglats av en lugn utveckling på de finansiella marknaderna och de amerikanska börserna har fortsatt att stiga (diagram 5). I Europa ligger börserna däremot kvar på samma nivåer sedan juni. Det kan delvis bero på att euron stärkts under perioden, vilket inneburit lägre förväntningar på vissa företags vinster. I Sverige steg börsen i början av hösten, men har sjunkit något under november och är tillbaka på ungefär samma nivå som i juni.

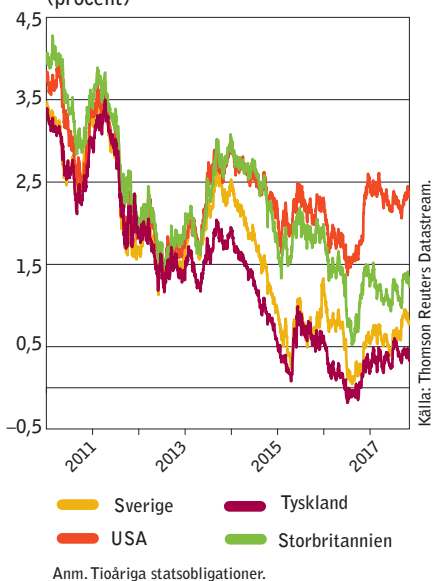
2 Konjunkturläget, Konjunkturinstitutet augusti och oktober 2017.

3 IMF Mission Concluding Statement, 2017 Article IV. Consultation with Sweden.

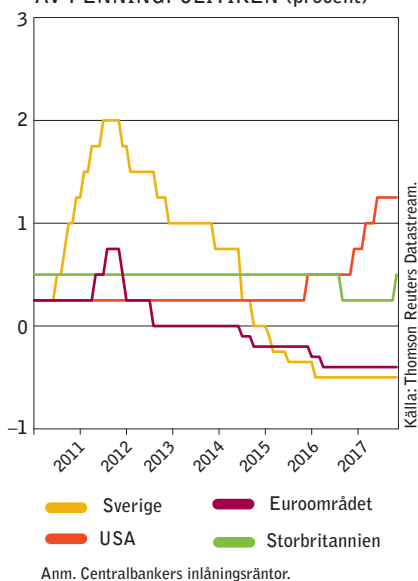
4 Lönebildningsrapporten 2017, Konjunkturinstitutet oktober 2017.

5 Konjunkturläget, Konjunkturinstitutet juni 2017.

6. RÄNTOR HAR STIGIT NÅGOT (procent)



7. LÅNGSAM NORMALISERING AV PENNINGPOLITIKEN (procent)



På räntemarknaderna har de långa statsobligationsräntorna i USA och Europa stigit sedan drygt ett år tillbaka, efter att vissa centralbanker försiktigt börjat lätta på sin expansiva penningpolitik (diagram 6). Svenska statsobligationsräntor med långa löptider har stigit i takt med omvärlden. Stigande räntor bidrar bland annat till att förbättra försäkrings- och pensionsföretagens finansiella ställning (se avsnitt Stabiliteten i försäkringssektorn). Men ränteuppgången har varit begränsad och räntorna är fortfarande mycket låga.

CENTRALBANKER BÖRJAR LÄTTA PÅ GASEN

Penningpolitiken har i många länder varit mycket expansiv sedan finanskrisen 2008, då räntorna sänktes för att stimulera tillväxt och inflation. Trots god tillväxt har inflationen på många håll legat under respektive centralbanks mål. En viktig orsak till den låga inflationen är att den starkare utvecklingen på arbetsmarknaderna inte har lett till en ökad lönetillväxt. Mot bakgrund av den starka ekonomiska utvecklingen började den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) höja styrräntan i december 2016. I år har de höjt styrräntan två gånger till intervallet 1,00–1,25 procent (diagram 7). I oktober började Fed också minska sin stora balansräkning på 4 500 miljarder dollar. Det innebär att det krisprogram de införde i samband med finanskrisen har börjat dras tillbaka. Samtidigt är det fler centralbanker som har börjat normalisera sin penningpolitik. Bank of England har höjt styrräntan för första gången på tio år från 0,25 till 0,5 procent och Bank of Canada har höjt sin styrränta två gånger sedan i somras till 1 procent.

ECB har fortsatt med sin expansiva penningpolitik för att motverka den låga inflationen. ECB:s inlåningsränta ligger oförändrad på rekordlåga -0,4 procent och tillgångsköpen har fortsatt. I oktober beslutade ECB att minska tillgångsköpen från och med januari 2018 från nuvarande 60 till 30 miljarder euro per månad.

I Sverige har inflationen tagit fart de senaste månaderna och har tidvis legat över målet på 2 procent. Uppgången beror delvis på tillfälliga faktorer och Riksbanken bedömer därför att penningpolitiken fortsatt behöver vara mycket expansiv.⁶ I dagsläget indikerar räntebanan att en första höjning av reporäntan sker i mitten av 2018.

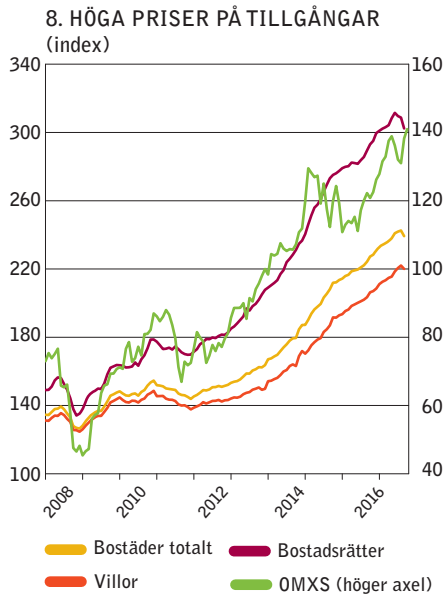
HÖGA TILLGÅNGSPRISER KAN FALLA

Under flera år har det låga ränteläget bidragit till att investerare globalt sett sökt sig till mer riskfyllda tillgångar i jakten på avkastning. Det har inneburit att aktier och andra riskfyllda tillgångar stigit i värde och riskpremier pressats ner. Ett flertal bedömare pekar på att det finns en risk för stora priskorrigeringar om den globala riskapiten skulle minska snabbt, t.ex. till följd av en ekonomisk störning eller en kraftig ränteuppgång.⁷

I Sverige har de mycket låga räntorna och den starka tillväxten inneburit att priserna på aktier, bostäder och kommersiella fastigheter stigit kraftigt de senaste åren (diagram 8). I en högkonjunktur med låga räntor tillsammans med fundamentala obalanser på bostadsmarknaden, finns det en risk att bostadspriser och skulder blir alltför höga. Det kan bidra till

⁶ Penningpolitisk rapport, Riksbanken september och oktober 2017.

⁷ Global Financial Stability Report, IMF oktober 2017. Financial Stability Review, ECB maj 2017.



Anm. HOX-index (2005-01-01=100), säsongrensad utveckling och Stockholmsbörsen (2014-01-01=100).

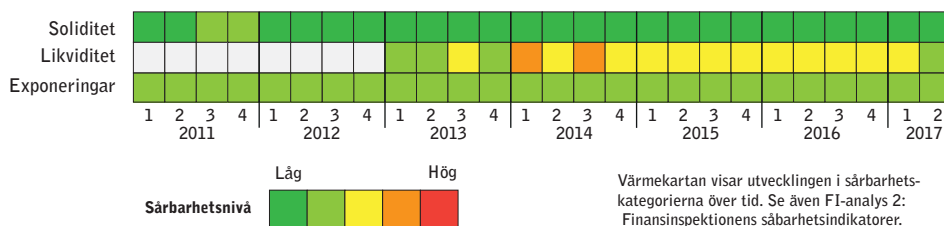
Källor: Thomson Reuters Datastream och Valueguard.

finansiella obalanser och växande sårbarheter, vilket i sin tur kan orsaka påfrestningar när konjunkturen vänder eller räntorna stiger framöver. De senaste tre åren har bostadspriserna ökat med ungefär 30 procent. De höga bostadspriserna behöver inte innebära att de är övervärderade, men de har under lång tid ökat snabbare än hushållens disponibla inkomster. Även kommersiella fastigheter har stigit i värde till följd av goda finansieringsmöjligheter, låga räntor och fortsatt hög efterfrågan. Fastighetsmarknaden har ofta varit central i finansiella kriser och utvecklingen innebär att risker kan byggas upp. En övergripande priskorrigering nedåt på fastighetsmarknaden kan förstärka och fördjupa ett krisförlopp.

Stabiliteten i banksektorn

FI bedömer att de svenska storbankerna har tillfredsställande motståndskraft. Storbankerna har fortsatt god lönsamhet, låga kreditförluster och höga kapitalnivåer i förhållande till riskerna i verksamheten. De uppfyller även FI:s krav på likviditetstäckning. Många viktiga regler som styr kapitalkraven för banker är under översyn, såväl EU-regelverket för kapitaltäckning som Baselstandarderna. Det innebär att kapitalkravens utformning och tillämpning i viss grad kommer att ändras framöver.

Sårbarhetsindikatorer för banksektorn

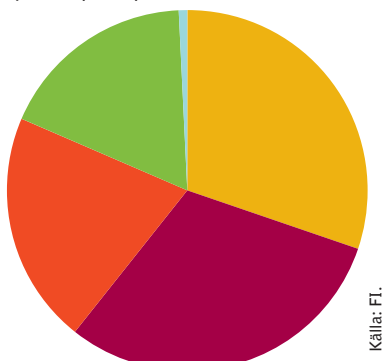


9. FÖRDELNING AV STORBANKERNAS UTLÅNING I SVERIGE (procent, kv. 2, 2017)



Bankerna har en central roll i det finansiella systemet. De möjliggör för hushåll och företag att göra betalningar, omvandla sparande till finansiering och hantera risker. Om banksystemet inte kan tillhandahålla dessa tjänster medför det stora samhällsekonomiska kostnader. För att kunna utföra denna centrala funktion även i sämre tider behöver bankerna ha tillräckligt god motståndskraft för att hantera eventuella störningar. God motståndskraft hos bankerna minskar risken för att problem sprids vidare till andra delar av det finansiella systemet. En bank som är välkapitaliserad och har god intjäning har lättare att bära kreditförluster och att löpande finansiera sina tillgångar på marknaden. Men banken behöver även ha likvida tillgångar för att kunna hantera perioder då förutsättningarna att finansiera sig är sämre.

10. FÖRDELNING AV NORDEAS UTLÅNING PER LAND (procent, kv. 2, 2017)

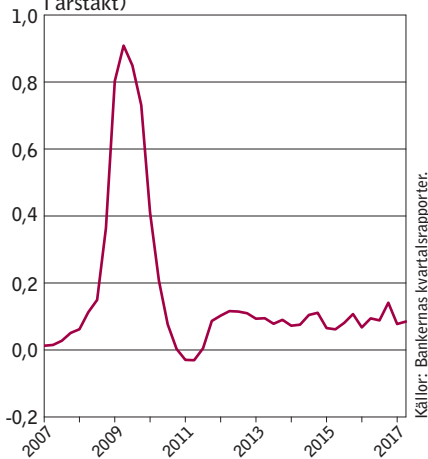


BANKSYSTEMET ÄR STORT OCH NÄRA SAMMANLÄNKAT

I dag finns det cirka 120 banker, kreditmarknadsbolag och övriga kreditinstitut som med FI:s tillstånd bedriver verksamhet i Sverige. De fyra storbankerna står för över 80 procent av banksystemets utlåning i Sverige. Storbankerna har därför en avgörande betydelse för hur det svenska banksystemet fungerar. FI prioriterar tillsynen av storbankerna och ställer extra höga krav på deras kapital och likviditet. Att banksystemet är koncentrerat till ett fåtal stora banker kan göra det mer sårbart, eftersom problem i en stor bank kan leda till att hela det finansiella systemet fungerar sämre.

Nordeas styrelse har nyligen föreslagit att flytta moderbolaget från Sverige till Finland och därefter bedriva den svenska bankverksamheten genom filial. Omfattningen av Nordeas verksamhet i Sverige ändras inte (diagram 9) och Sverige utgör fortsatt en lika viktig marknad för banken (diagram 10). Förändringen har däremot stor betydelse för ansvarsfördelningen mellan de berörda länderna när det gäller tillsyn och krishantering.

11. BANKERNAS KREDITFÖRLUSTER (genomsnitt, procent av total utlåning i årstakt)



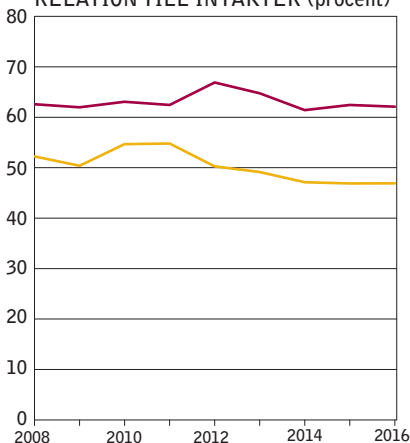
Anm. Kreditförluster i procent av total utlåning till privat och offentlig sektor. Övikat medelvärde (kreditförlustnivå).

12. STORBANKERNAS VINSTER FORTSATT PÅ HÖG NIVÅ (mdkr, rullande fyra kvartal)



Anm. Avser de fyra svenska storbankernas samlade vinst efter skatt, det vill säga årets resultat hänförligt till aktieägarna, och före utbetalad utdelning.

13. STORBANKERNAS KOSTNADER I RELATION TILL INTÄKTER (procent)



— Svenska banker
— Europeiska banker, exkl. svenska banker

Källa: Storbankernas årsredovisningar och EBA Risk Dashboard.

Nordeas styrelse har föreslagit att flytta moderbolaget till Finland

Nordeas styrelse föreslog den 6 september att inleda en process för att flytta moderbolaget (Nordea Bank AB) från Sverige till Finland. Nordea kan ansöka om tillstånd för flytten efter beslut av bolagsstämman i mars. För att flytten slutgiltigt ska genomföras måste den godkännas av tillsynsmyndigheterna. Nordea avser att genomföra flytten genom att nuvarande moderbolag, Nordea Bank AB, införlivas i ett nybildat finskt dotterbolag. Banken planerar att genomföra fusionen under andra halvan av 2018. Dotterbolaget Nordea hypotek kommer att kvarstå i Sverige och stå under FI:s tillsyn. En flytt av Nordeas huvudkontor till Finland innebär att Nordea blir en betydande filial i Sverige, vilket även Danske Bank är i dag. ECB/Finanssivalvonta blir då hemlandsmyndighet och FI blir värdlandsmyndighet i tillsynen av Nordea. Det innebär att FI kommer att fortsätta delta i tillsynskollegiet för Nordea med tillsyn över bland annat bankens kapital och riskhantering. Det huvudsakliga tillsynsansvaret överlämnar FI dock till ECB.

1 januari 2018 träder nya riktlinjer från Europeiska bankmyndigheten (EBA) i kraft. Det stärker värdlandets möjligheter att utöva tillsyn över filialen om den är att anse som särskilt betydande. När det gäller uppförandefrågor som exempelvis penningtvätt och konsumentskydd har FI ett tillsynsansvar som inte i samma utsträckning beror på om verksamheten sker i bolagsform eller via filial. I dessa frågor kommer FI:s tillsyn att fortgå ungefär som tidigare. Dessutom kommer FI fortfarande att vara makrotillsynsmyndighet för Nordeas svenska verksamhet.

Utöver att FI lämnar över sitt tillsynsansvar kommer det huvudsakliga resolutionsansvaret för Nordea att övergå från Riksgälden till Gemensamma resolutionsnämnden (SRB, Single Resolution Board) som är resolutionsmyndighet i bankunionen, där Finland som euroland ingår.

BANKERNA HAR GOD INTJÄNING OCH HÖG LÖNSAMHET

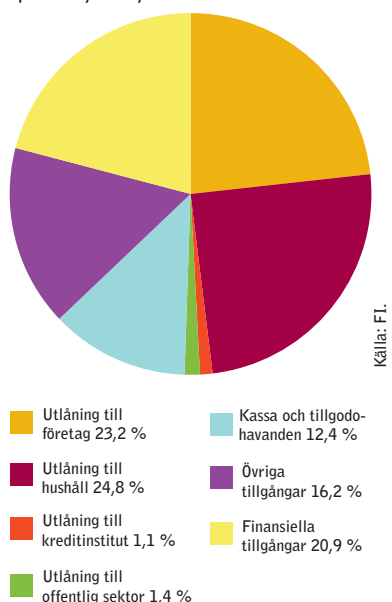
Överlag har bankerna en god lönsamhet. Storbankernas räntenetto har fortsatt att öka det senaste halvåret. Även provisionsnettot har stigit, till följd av hög aktivitet på kapitalmarknaderna. Det gynnsamma konjunkturläget har bidragit till att kreditförlusterna varit fortsatt låga (diagram 11). Sammantaget har detta lett till att storbankernas vinster fortsatt är på en hög nivå (diagram 12).

De svenska storbankerna har generellt sett lägre kostnader i förhållande till intäkterna, jämfört med andra europeiska storbanker (diagram 13). Detta är ett viktigt skäl till att de svenska bankernas avkastning på eget kapital är högre.

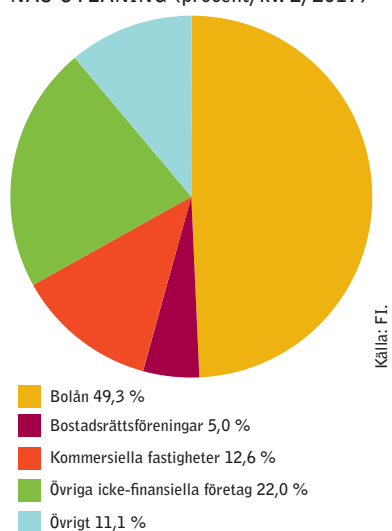
Prognoserna för den ekonomiska utvecklingen (se kapitlet Hushållens och företagens skulder) och konfidensindikatorer, liksom bankernas egna förväntningar om framtiden, talar för att företagsutlåningen fortsätter att öka framöver, framför allt i Sverige.⁸ FI bedömer också att bankernas utlåning till hushåll kommer fortsätta att öka. Dagens höga räntemarginaler i kombination med fortsatt utlåningstillväxt leder till att FI väntar sig att bankernas räntenetto fortsätter att öka de kommande åren.

⁸ Se bland annat Almis Låneindikator, juni 2017, Konjunkturbarometern, mars 2017 och Konjunkturläget, mars 2017.

14. FÖRDELNING AV STORBANKERNAS TOTALA TILLGÅNGAR (procent, kv. 2, 2017)



15. FÖRDELNING AV STORBANKERNAS UTLÅNING (procent, kv. 2, 2017)



Anm. Övrigt omfattar i huvudsak utlåning till andra finansiella företag.

HÖG EXPONERING MOT FASTIGHETSSEKTORN

Utlåning till hushåll och företag utgör knappt hälften av de fyra storbankernas totala tillgångar på koncernnivå (diagram 14). Hela 85 procent av hushållsutlåningen utgörs av bolån och nästan hälften av utlåningen till företag går till kommersiella fastigheter i någon form, inklusive bostadsrättsföreningar (diagram 15). Utvecklingen på fastighetsmarknaden har därför stor påverkan på bankernas finansiella ställning. Bostäder eller andra fastigheter används ofta som säkerhet till bankernas utlåning. Säkerheterna minskar bankernas kreditrisker, men i kristider kan värdet vara osäkert och vid ett prisfall minskar säkerheternas värde. Om låntagarna samtidigt skulle få svårt att betala sina lån riskerar bankerna att göra betydande kreditförluster.

När det gäller hushållens bolån bedömer FI att risken för att bankerna ska göra stora kreditförluster är låg. FI:s stresstester visar att de flesta hushåll har en god återbetalningsförmåga och goda marginaler för att hantera ett fall i bostadspriserna och stigande räntor (se kapitlet Hushållens och företagets skulder).

Bankernas utlåning till kommersiella fastigheter kan ske i olika former, dels som utlåning mot säkerhet i enskilda fastigheter, dels som företagsutlåning till fastighetsbolag. De svenska storbankerna har en omfattande utlåning till fastighetsbolag. Dessa utgör drygt 20 procent av storbankernas totala utlåning och är därmed den näst största enskilda exponeringen efter bolån. Den kommersiella fastighetssektorn har historiskt sett ofta stått i centrum för större finanskriser, både i Sverige och i andra länder. Krisen på 1990-talet utlöstes till exempel av prisfall på kommersiella fastigheter och merparten av bankernas kreditförluster kom därifrån. För FI är det därför viktigt att följa både utvecklingen i sektorn och hur bankerna hanterar sina exponeringar mot den.

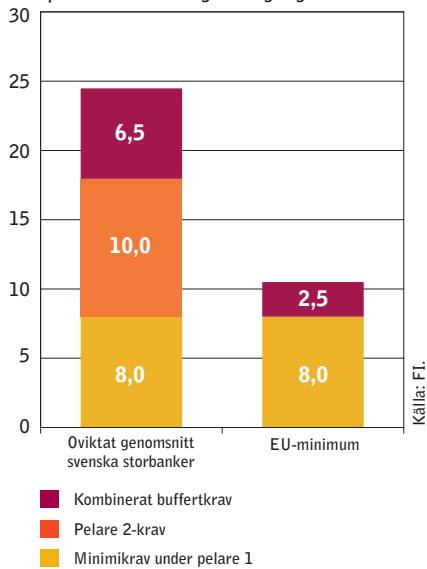
I Sverige har priserna på kommersiella fastigheter stigit kraftigt de senaste åren. I takt med prisuppgången har bankernas utlåning till sektorn också ökat, men långsammare än utlåningen till icke-finansiella företag. FI bedömer att det svenska banksystemet som helhet agerar försiktigt i utlåningen till fastighetsbolag. Men det låga ränteläget och den starka konjunkturen gör att osäkerheten om prisnivåer och framtida lönsamhet i den kommersiella fastighetssektorn är förhöjd. FI har därför utökat analysen av fastighetssektorn och följer utvecklingen noga (se kapitlet Hushållens och företagets skulder).

TILLFREDSSTÄLLANDE MOTSTÅNDSKRAFT

Det huvudsakliga syftet med kapitalkraven på bankerna är att säkerställa att de har tillräcklig motståndskraft mot förluster. Det innebär att de ska kunna hantera perioder av stress utan att deras förmåga att tillhandahålla samhällsviktiga tjänster försämras kraftigt. Det är därför viktigt att bankerna håller tillräckligt mycket kapital och att de kapitalbuffertar de håller kan användas när det uppstår förluster. Kraven sätts i förhållande till hur mycket risk bankerna har i sin verksamhet och består både av delar som är fastställda direkt av regelverk och delar som bestäms av FI.⁹ Kapitalkraven för de svenska storbankerna är höga ur ett europeiskt perspektiv och en stor andel av kapitalkravet består av buffertar, både i form av så kallade pelare 1- och pelare 2-krav (diagram 16).

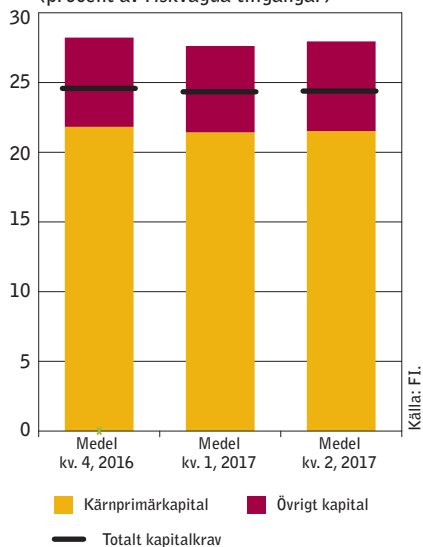
⁹ För mer information om kapitalkravets delar och funktion, se kapitel 2 i Svenska bankers kapitalkrav, september 2014 (Dnr 14-6258), FI.

16. MINIMIKRAVET KOMPLETTERAS MED KAPITALBUFFERTAR (procent av riskvägda tillgångar)



Anm. Avser kvartal 2, 2017. Det totala kapitalkravets sammansättning i procent av riskvägda tillgångar. Oviktade medelvärden för de svenska storbankerna.

17. STORBANKERNA UPPFYLLER KAPITALKRAVEN MED MARGINAL (procent av riskvägda tillgångar)



Anm. Oviktade medelvärden för de konsoliderade situationerna.

Den långa historiken med mycket låga kreditförluster gör att riskvikterna, som de svenska bankerna beräknar sina interna modeller med, i vissa fall blir lägre än vad FI bedömer är långsiktigt motiverat. Eftersom bankernas riskvikter och kapitalkrav ska ta höjd för krisperioder med högre förluster, använder FI tillsynsmetoder som säkerställer att kapitalkravet ligger på en nivå som motsvarar riskerna.¹⁰

De svenska storbankerna uppfyller de riskbaserade kapitalkraven med marginal (diagram 17). Deras genomsnittliga kapitalrelation uppgår till 28 procent och skillnaden mot de europeiska bankerna har ökat något över tid (diagram 18).¹¹ Om man ser till bruttosoliditet, som är ett kapitalmätt som inte tar hänsyn till skillnader i risk mellan bankers tillgångar, ligger de svenska storbankerna snarare kring medianen för europeiska banker (diagram 19). Samtliga svenska storbanker ligger väl över nivån för minimikrav på bruttosoliditet, på 3 procent, som EU-kommissionen föreslagit i sin översyn av tillsynsförordningen (en del av det så kallade "bankpaketet").

Sammantaget indikerar den höga lönsamheten och de betydande kapitalbuffertarna på att svenska banker överlag har tillfredsställande motståndskraft, även i ett stressat scenario. Sårbarhetsindikatorn för soliditeten i banksektorn har också länge visat på låg sårbarhet.

KAPITALBUFFERTAR BÖR VARA HÖGA OCH ANVÄNDBARA

Kapitalkrav består av minimikrav och buffertkrav. Minimikraven utgör den lägsta nivån av kapital som en bank behöver hålla för att få driva verksamhet. Om den nivån underskrids riskerar banken att förlora sitt verksamhetstillstånd och kan bli föremål för resolution eller avveckling. Utöver minimikravet behöver banken därför hålla kapitalbuffertar, som kan ses som stötdämpare för att täcka oförutsedda förluster under dåliga tider. Buffertarna ska alltså förhindra att bankerna bryter mot minimikravet vid perioder av stress.

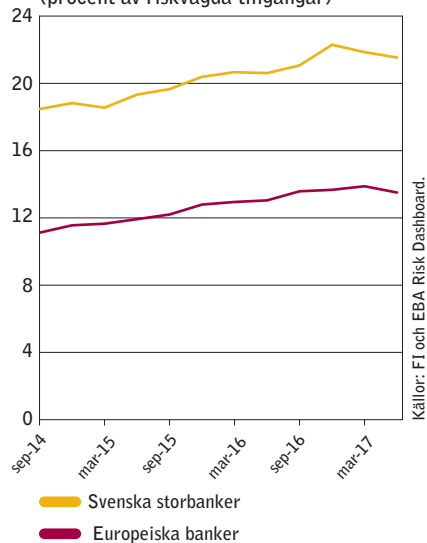
Genom att säkerställa att bankerna har tillräckligt höga buffertar för att kunna upprätthålla marknadens förtroende, och för att kunna täcka oväntade förluster, minskar risken för bankkriser. Buffertarna måste också vara utformade så att kapitalet kan användas som det är tänkt, med andra ord att nivån på buffertkravet antingen kan justeras av FI eller att vissa delar av bufferten kan användas av bankerna själva. Om kapitalet som utgör buffertar inte kan användas i händelse av oväntade förluster, riskerar banken att bli övergiven av sina finansörer vid tecken på problem. Detta leder till att risken för bankkriser ökar.

Det är FI som bestämmer de tillkommande kapitalkraven i pelare 2 utifrån de befogenheter lagen ger. Kapital i pelare 2 kan därför under vissa omständigheter delvis fungera som buffertar snarare än ett minimikrav. Ur det perspektivet består en stor andel av de svenska storbankernas totala kapitalkrav av buffertar.

10 Se promemorian FI:s tillsyn över bankernas beräkningar av riskvikter för företagsexponeringar, maj 2016 (Dnr 15-13020), FI.

11 Det senaste halvåret har den genomsnittliga kapitalrelationen minskat från 28,2 procent till 28,0 procent. Samtidigt har det genomsnittliga kapitalkravet minskat från 24,6 procent till 24,4 procent. Förändringen beror på att vissa risker som tidigare täcktes inom pelare 2, nu i stället speglas via högre riskvägda tillgångar inom pelare 1. Totalt sett är kapitalkravet för storbankerna relativt oförändrat i nominella termer.

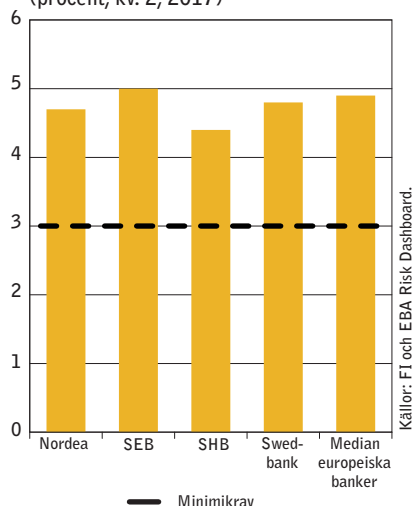
18. KÄRNPRIMÄRKAPITAL- RELATIONEN ÄR FORTSATT HÖG (procent av riskvägda tillgångar)



Anm. Öviktade medelvärden för svenska storbankernas konsoliderade situationer och medianvärde för de 50 största europeiska bankerna enligt EBA Risk Dashboard.

Källor: FI och EBA Risk Dashboard.

19. BRUTTOSOLIDITETEN ÄR TILLFREDSSTÄLLANDE (procent, kv. 2, 2017)



Anm. Avser beräkning enligt övergångsregler. Minimikravet avser föreslagen nivå enligt EU-kommissionens bankpaketet. Medianvärdet för europeiska banker avser de 50 största bankerna enligt EBA Risk Dashboard.

Källor: FI och EBA Risk Dashboard.

FI och bankerna väger in olika aspekter när storleken på bankernas kapitalbuffertar ska bestämmas. FI har, delvis med utgångspunkt i makrotillsynsuppdraget, ett stort fokus på den systemrisk som bankernas verksamhet kan orsaka för samhällsekonomin i stort. Det är ett perspektiv som enskilda banker inte har i samma grad. Det innebär att FI vill att bankerna ska kunna hantera stress utan att de tvingas anpassa sin verksamhet i sådan utsträckning att det får stora negativa effekter för andra delar av det finansiella systemet och för samhällsekonomin, till exempel genom att de snabbt drar ner på kreditgivningen. Bankerna har å andra sidan större fokus på att ha buffertar för att skydda sina finansärer från förluster. Detta är en förklaring till att FI ofta kräver högre kapitalbuffertar än vad bankerna på eget initiativ skulle hålla.

KAPITALKRAVEN FÖRÄNDRAS

Kravet på nedskrivningsbara skulder (Minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL), träder i kraft den 1 januari 2018 (denna förändring beskrivs närmare under avsnittet Bankernas finansiering).¹² Dessutom är regelverket för kapitaltäckning under omförhandling inom såväl EU som i Baselkommittén. Detta innebär att förutsättningarna för kapitalkravens utformning förändras. Därtill kan även strukturförändringar på marknaden, som Nordeas flyttplaner, påverka tillämpningen av kraven.

EU-kommissionens så kallade bankpaket¹³ kommer att förändra EU-regelverket, bland annat för kapitalkraven. Både utformningen av kapitalkraven och vilka verktyg som finns tillgängliga för tillsynsmyndigheter för att hantera exempelvis systemrisk kan förändras. Resultatet kan bli att såväl det totala kapitalkravet som andelen buffertkrav förändras.

Dessutom för Baselkommittén sedan en tid diskussioner om att införa begränsningar av de interna modellerna och ett golv för de riskvägda tillgångarna (se ruta Baselförhandlingarna fortlöper). Förslagen kan innebära att nivån på de riskvägda tillgångarna och därmed minimikapitalkravet, höjs. Om dagens buffertkrav, som fastställs i procentenheter, inte ändras leder det till att det totala kapitalkravet också ökar eftersom buffertarna beräknas utifrån de riskvägda tillgångarna.

Slutligen innebär en flytt av Nordeas huvudkontor till Finland rent formellt att utländska aktörer kommer att utgöra en större andel av den svenska bankmarknaden. Det kommer göra det ännu viktigare för FI att samarbeta med utländska tillsynsmyndigheter för att säkerställa att kapital- och likviditetskraven är tillräckliga och anpassade till de risker som finns på den svenska marknaden.

FI:s arbete med utformningen och tillämpningen av kapitalkrav grundar sig på fyra principer. För det första bör kapitalkraven vara riskbaserade. Det innebär att kraven bör spegla de underliggande risker som bankerna tar. Om en bank förändrar sin verksamhet så att risken förändras, bör kapitalkraven påverkas. För det andra bör kapitalkraven vara transpa-

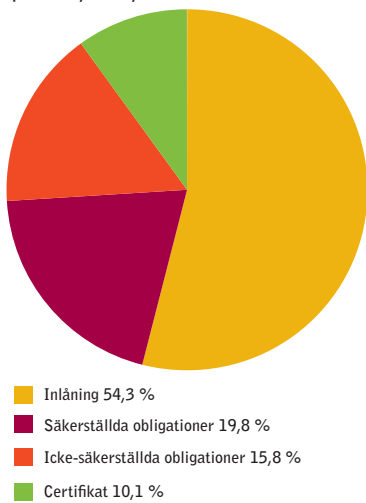
12 För mer information, se gemensam regeringsrapport Samspel mellan regelverket om kapitaltäckning och krishantering, april 2017 (FI Dnr 17-6857 samt Riksgäldens RGR 2017/210), FI och Riksgälden, samt ”Krav på nedskrivningsbara skulder ska hantera banker i resolution” i rapporten Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2017 (Dnr 17-8802), FI.

13 För mer information se ”EU-kommissionens bankpaket förändrar spelplanen” i rapporten Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2017 (Dnr 17-8802). FI

renta. FI har valt att vara mer öppen och tydlig med de kapitalkrav som myndigheten ställer i pelare 2 än motsvarande myndigheter i många andra länder. Den tredje principen är att kapitalkraven bör innehålla buffertar som kan användas vid behov. Slutligen är det viktigt att kapitalkrav på banker ska kunna motverka risker för samhällsekonomin, så kallad systemrisk. Dagens kapitalkrav för storbankerna innehåller en stor del buffertar och en stor andel av dessa buffertar är avsedda för att hantera systemrisken i det svenska banksystemet.

FI anser att nya EU-regler för kapitaltäckning, nya Baselstandarder, men även strukturella förändringar som Nordeas flyttplaner gör att utformningen och tillämpningen av kapitalkraven behöver analyseras framöver. Analysen behöver ta hänsyn till samspel mellan olika slags förändringar.¹⁴ Därefter kan FI, med utgångspunkt i principerna för kapitalkrav, utforma kapitalkrav som bidrar till ett stabilt finansiellt system som präglas av högt förtroende.

20. BANKERNAS FINANSIERING
(procent, kv. 2, 2017)



Baselförhandlingarna fortlöper

Efter den globala finanskrisen 2008 tillkom ett stort antal nya regelverk för att komma till rätta med de problem som uppdagades under krisen. I Baselkommittén diskuteras bland annat förslag om att införa begränsningar av de interna modellerna och ett golv för de riskvägda tillgångarna baserat på schablonmetoder (det vill säga begränsningar av hur låga riskvikterna och de riskvägda tillgångarna kan vara). Översynen sträcker sig över flera risktyper och innehåller omfattande förändringsförslag för marknadsrisk, operativ risk och kreditrisk. En målsättning med den reviderade Baselstandarderna är att kapitalkraven ska vara riskkänsliga, enkla och jämförbara.

Mycket av diskussionen har handlat om utformningen och kalibreringen av golvet för de riskvägda tillgångarna. Frågan är särskilt komplicerad eftersom banksystemen skiljer sig mycket mellan olika länder, vilket leder till olika konsekvenser. Innan de nya standarderna kan tillämpas i Sverige behöver de förhandlas och införas inom EU.

BANKERNAS FINANSIERING

Svenska banker har ett inlåningsunderskott

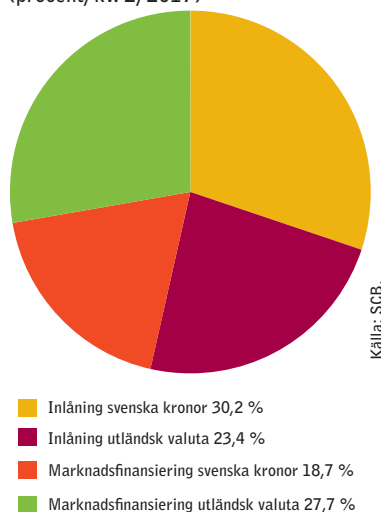
Svenska storbanker lånar ut mer än vad som kan finansieras med inlåning. Det beror delvis på att de svenska hushållen i stor utsträckning sparar i aktier, fonder och pensionslösningar som finns utanför bankernas balansräkningar i stället för att spara på bankkonton. Detta medför att det blir svårare för svenska banker att finansiera sin utlåning med inlåning, vilket i sin tur leder till ett så kallat inlåningsunderskott. Bankerna måste finansiera detta underskott genom att emittera säkerställda och icke-säkerställda obligationer samt certifikat (diagram 20). Svenska storbanker har på så sätt en högre andel marknadsfinansiering än genomsnittet för europeiska banker.

Naturligt med finansiering i utländsk valuta

En bank beslutar om hur den ska finansiera sina tillgångar genom en avvägning mellan risk och kostnad. Ungefär hälften av storbankernas totala finansiering sker i svenska kronor, både vad gäller inlåning och

¹⁴ En komplicerande faktor är att de tre förändringarna har olika tidsramar, vilket i praktiken innebär att det kan uppstå behov av temporära lösningar.

21. BANKERNA FINANSIERAR SIG TILL HÄLFTEN I UTLÄNSK VALUTA (procent, kv. 2, 2017)



22. LÅG FINANSIERINGSKOSTNAD FÖR BOLÅN (Genomsnittlig kreditmarginal på femåriga säkerställda obligationer, räntepunkter)



Anm. Genomsnittlig kreditmarginal (asset swapspread) för femåriga benchmarkobligationer. Diagrammet baseras på data för storbankernas svenska bostadsinstitut.

marknadsfinansiering, medan resterande del är i olika utländska valutor (diagram 21). Eftersom de svenska storbankerna har betydande verksamhet i andra länder är det naturligt att de har både utlåning och finansiering i andra valutor än svenska kronor.

Men de svenska storbankerna finansierar även tillgångar i svenska kronor med utländsk valuta. Det görs genom att emittera värdepapper i utländsk valuta, framför allt i amerikanska dollar och euro, som sedan kan omvandlas till svenska kronor via valutaswappar.

Valutafinansieringen kan innebära att riskerna minskar genom att upplåningen sprids mellan olika aktörer på olika geografiska marknader. På så sätt blir de svenska storbankerna inte lika beroende av ett fåtal långivare eller en viss geografisk marknad. Valutafinansieringen kan också vara billigare, vilket medför att de svenska storbankerna kan finansiera sin verksamhet till en lägre kostnad.

Men storbankernas finansiering i utländsk valuta kan även innebära en risk i och med att utländska investerare kan påverkas av störningar som inte är direkt kopplade till vare sig de svenska bankerna eller till svenska förhållanden i allmänhet. Storbankernas utländska marknadsfinansiering innebär därför att störningar på de internationella kapitalmarknaderna kan spridas till de svenska storbankerna och att finansieringen försvåras trots att förtroendet för bankernas ekonomiska ställning inte försämrats.

Högt förtroende för svenska banker

För att banker ska ha kontinuerlig tillgång till finansiering krävs det att både insättare och investerare har ett högt förtroende för dem. Om förtroendet skadas kan det leda till att en eller flera banker får problem att finansiera sig, vilket i sin tur leder till att banken får svårt att hjälpa sina kunder med nya lån och andra finansiella tjänster. I förlängningen kan ett skadat förtroende innebära problem för stabiliteten i det svenska finansiella systemet och för den reala ekonomin. I dagsläget har svenska banker god tillgång till marknadsfinansiering, Upplåningskostnaden för säkerställda obligationer i svenska kronor var fortsatt låg under andra kvartalet 2017 (diagram 22).

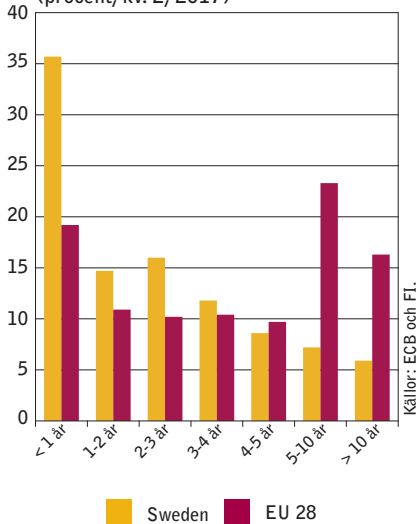
Inlåningen i svenska kronor kommer mestadels från svenska hushåll och mindre företag som till stor del omfattas av den statliga insättningsgarantin. Det minskar risken för uttagsanstörningar i händelse av en förtroendekris. Inlåning anses därför vanligtvis vara en stabil form av finansiering. Men bankernas finansiering består också av en stor del insättningar från stora företag och andra finansiella institut som inte garanteras av staten. Inlåningen från stora företag och andra finansiella institut tenderar dessutom att vara lättflyktig och påverkas av vilka kortfristiga placeringsalternativ som finns tillgängliga. Det gör att inlåning från företag och institutioner ofta är mindre stabil. En annan viktig faktor är ökad digitalisering som har förenklats överföringen av insättningar mellan olika marknadsaktörer. Det kan leda till att även hushållens insättningar blir mer rörliga framöver.

MREL-krav påverkar bankernas finansieringsstruktur

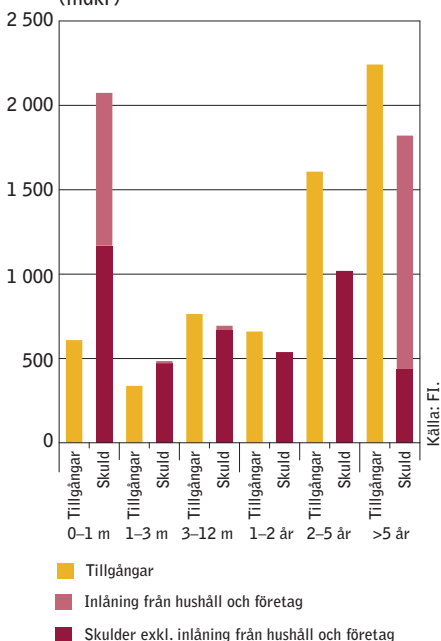
Den 1 januari 2018 införs kravet på nedskrivningsbara skulder, MREL, som innebär att systemviktiga banker måste ha en viss nivå av eget kapital och skulder som kan skrivas ned vid resolution.¹⁵ Andelen av

15 För mer information, se ruta "Krav på nedskrivningsbara skulder ska hantera banker i resolution" i rapporten Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2017 (Dnr 17-8802), FI.

23. BANKERNAS SKULDER HAR KORTA LÖPTIDER (procent, kv. 2, 2017)



24. BANKERNAS TILLGÅNGAR HAR LÄNGRE LÖPTID ÄN SKULDERNA (mdkr)



Anm. Insättningar som omfattas av insättningsgarantin antas vara stabil finansiering, medan insättningar som inte omfattas av insättningsgarantin antas vara flyktig. Bolån antas ha en genomsnittlig löptid på sju år. Avser kv. 2, 2017.

MREL-kravet som ska utgöras av skulder styrs av hur höga kapitalkrav som förväntas gälla för banken efter en resolution. Enligt Riksgäldens metod ska nivån på kapitalkrav, det så kallade återkapitaliseringsbeloppet, täckas av nedskrivningsbara skulder. Dessa skulder ska vara efterställda, det vill säga mindre prioriterade än vanliga skulder. Bankerna får succesivt bygga upp den volym av efterställda skulder som krävs fram till 2022. Detta innebär att bankerna kommer behöva emittera stora volymer nya efterställda MREL-instrument de kommande åren. Det innebär i sin tur att bankernas nuvarande finansieringsstruktur kommer att förändras. MREL-instrument kommer till viss del att ersätta befintlig, icke-säkerställd finansiering. Kravet på MREL beslutas av Riksgälden men FI bedriver tillsynen över att bankerna uppfyller kravet samt hur bankernas finansiering påverkas.¹⁶ FI anser att MREL-kravet stärker den finansiella stabiliteten, eftersom det ökar möjligheten att låta aktieägare och långivare bära förlusterna när en bank sätts i resolution. Därmed minskar risken att förlusterna drabbar skattebetalarna.

LÖPTIDSOMVANDLING SKAPAR SÅRBARHET

Löptiden på bankernas skulder är generellt sett kortare än löptiden på deras tillgångar. Det beror bland annat på att spararna kan ta ut sina pengar med kort varsel medan låntagare får behålla sina lån över en längre tid. Denna löptidsomvandling är en central del av det samhällsekonomiska mervärde bankerna bidrar med, men är samtidigt en sårbarhet eftersom den innebär att bankerna utsätter sig för så kallade refinansieringsrisker. Bankernas refinansieringsrisker beror till stor del på hur väl löptiderna på skuldernas och tillgångarnas kapitalbindning matchar varandra. En högre grad av löptidsmatchning innebär lägre refinansieringsrisker. Men ett banksystem utan löptidsomvandling är heller inte önskvärt, eftersom löptidsomvandlingen gör att sparare får tillgång till likvida sparformer och att låntagare kan erbjudas lån med långa löptider.

Bankernas tillgångar har längre löptid än deras skulder

Den genomsnittliga löptiden på svenska storbankers marknadsfinansiering är relativt kort i en europeisk jämförelse (diagram 23). Löptiden på många av de svenska storbankernas tillgångar är betydligt längre. Det innebär att bankernas skulder har kortare genomsnittlig löptid än de tillgångar de ska finansiera (diagram 24).¹⁷

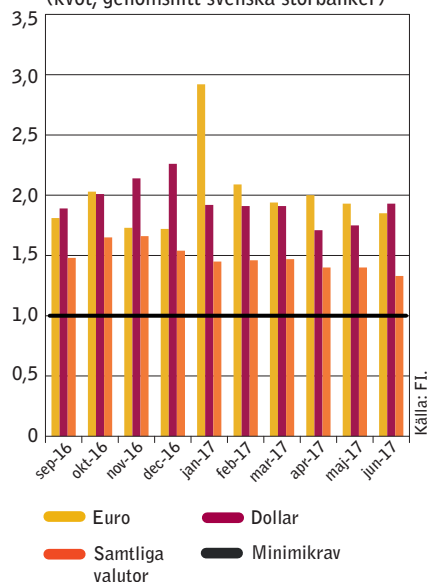
BANKERNA UPPFYLLER KRAV PÅ LIKVIDITETSRESERVER

Likviditets- och refinansieringsrisker skapar en sårbarhet i det finansiella systemet. Det är därför viktigt att bankerna håller tillräckliga likviditetsreserver som kan användas för att hantera kortfristig stress. Likviditets-

16 Se den gemensamma regeringsrapporten Samspel mellan regelverket om kapitaltäckning och krishantering, april 2017 (FI Dnr 17-6857 samt Riksgäldens RGR 2017/210), FI och Riksgälden.

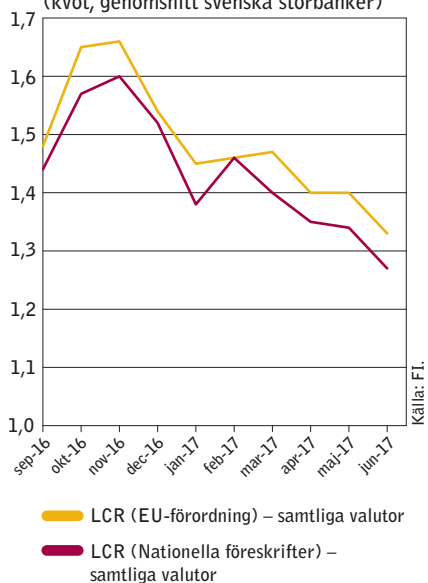
17 Diagrammet bygger på tillgångarnas och skuldernas kontrakterade löptider. Ett antal antaganden har behövt göras, bland annat om bankernas inlåning som ofta saknar en definierad löptid. I verkligheten överensstämmer de kontrakterade löptiderna inte alltid särskilt väl med de verkliga flöden som kan uppstå vid en kris. Exempelvis kan bankerna om det behövs snabbt sälja av vissa likvida tillgångar som enligt kontraktet har en lång löptid, därmed överskattar diagrammet finansieringsriskerna. Å andra sidan är det inte säkert att banken har möjlighet att stänga krediter även om löptiden har löpt ut enligt kontraktet, om låntagaren inte har möjlighet att låna upp samma pengar hos någon annan bank. Ur det perspektivet underskattar diagrammet snarare finansieringsriskerna.

25. BANKERNA HAR GOD LIKVIDITETSTÄCKNINGSGRAD (kvot, genomsnitt svenska storbanker)



Anm. Minimikravet avser likviditetstäckningsgrad för samtliga valutor enligt kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61.

26. JÄMFÖRELSE MELLAN KOMMANDE LCR-KRAV OCH NUVARANDE LCR-KRAV (kvot, genomsnitt svenska storbanker)



Anm. Avser jämförelse mellan nuvarande nationella föreskrift för LCR för samtliga valutor sammanräknat och kommande EU-förordning för LCR.

brist kan uppstå på flera sätt, men handlar i grunden om oväntade utflöden som är större än vad banken kan täcka med ny finansiering till en rimlig kostnad eller genom att avyttra likvida tillgångar. För att stärka bankernas motståndskraft mot störningar i sin finansiering fastställde Baselkommittén 2010 en standard för bankernas likviditetsreserver, den så kallade likviditetstäckningskvoten (Liquidity Coverage Ratio, LCR), så att bankernas reserver av likviditet är tillräckligt stora och av god kvalitet. LCR innebär att bankerna ska hålla en likviditetsreserv som minst motsvarar 30 dagars nettokassautflöde under stressade förhållanden. Denna reserv får sedan användas vid likviditetspåverkande stress, efter FI:s medgivande.

De största svenska bankerna uppfyller det nuvarande kravet på likviditetstäckning enligt den nationella regleringen av LCR.¹⁸ Den 1 januari 2018 sker en regelverksförändring. Alla banker som omfattas av tillsynsförordning (575/2013/EU) måste då i stället uppfylla full likviditetstäckning på minst 100 procent enligt en EU-förordning som gäller för kreditinstitut och värdepappersbolag.¹⁹ I samband med att denna EU-förordning träder i kraft kommer den nationella regleringen av LCR att upphöra.²⁰

De svenska storbankerna uppfyller även det kommande likviditetstäckningskravet med god marginal (diagram 25). Bankernas likviditetstäckning enligt EU-kommissionens delegerade akt har varit något högre än likviditetstäckningen enligt det nuvarande nationella kravet (diagram 26). En skillnad mellan regelverken är att det kommande europeiska LCR-kravet endast ställs på total nivå, oavsett valuta, medan det nuvarande svenska kravet även ställer separata krav i valutorna USD och EUR. Det nuvarande svenska LCR-kravet är dessutom begränsat till en mindre grupp kreditinstitut med hög balansomslutning medan det europeiska kravet omfattar samtliga kreditinstitut som regleras i CRR/CRD.

FI anser att det är viktigt att åtminstone storbankerna håller likviditetsreserver i euro och amerikanska dollar eftersom dessa kan antas vara mer likvida i stressade lägen än andra valutor. I en krissituation kan stora likviditetsreserver i euro och amerikanska dollar således ge mer flexibilitet och användas för att täcka utflöden även i exempelvis svenska kronor. För att säkerställa en god likviditetshantering i bankerna använder FI tillsynsmetoder inom pelare 2.

Stabil finansiering ska begränsa risker på längre sikt

För att bankerna bättre ska matcha löptiderna mellan tillgångar och skulder i hela balansräkningen på längre sikt, har Baselkommittén tagit fram måttet stabil nettofinansieringskvot (Net Stable Funding Ratio, NSFR). Måttet innebär något förenklat att banker ska finansiera tillgångar med en löptid som överstiger ett år med skulder, vars löptid också överstiger ett år. Måttet ingår i EU-kommissionens förslag till förändringar i kapitaltäckningsreglerna som offentliggjordes i slutet på 2016.

18 FI:s Föreskrifter om krav på likviditetstäckningsgrad och rapportering av likvida tillgångar och kassaflöden, FFFS 2012:6.

19 Kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 när det gäller likviditetstäckningskravet för kreditinstitut.

20 Mot denna bakgrund publicerade FI i slutet av augusti en remisspromemoria med förslag om att upphäva de nationella föreskrifterna. Beslut om att upphäva de nationella föreskrifterna avseende LCR antogs av FI:s styrelse den 13/11.

Enligt förslaget kommer ändringarna i regelverket att införas i EU tidigast 2019. Förhandlingar pågår, vilket innebär att den slutliga utformningen av NSFR-kravet inom EU ännu inte är fastställt.

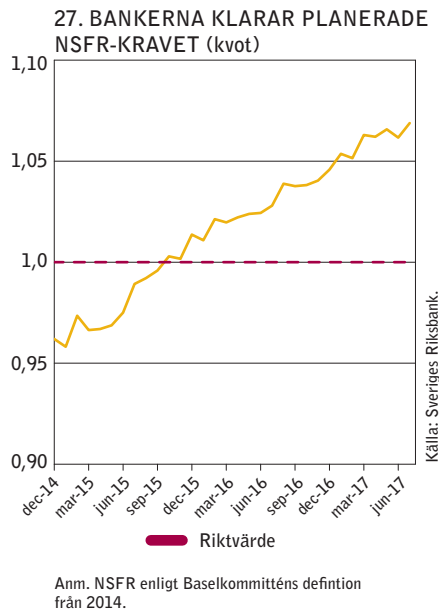
De svenska storbankernas NSFR har i genomsnitt ökat över tid och bankerna ligger något över över det föreslagna kravet på 1,0 (diagram 27)²¹. Att storbankerna ligger över det planerade kravet är en orsak till att sårbarhetsindikatorn för kategorin likviditet i inledningen av detta avsnitt signalerar ljusgrönt.

RIKSBANKENS LIKVIDITETSSTÖD SOM KOMPLEMENT

Bankernas likviditetsreserver gör att de kan klara sig en period om de skulle bli utestängda från finansieringsmarknaden. Med likviditetsreserver hos enskilda företag minskar också sannolikheten för att staten behöver ingripa. Men i ett mer utdraget, allvarigare, scenario blir myndigheterna sannolikt inblandade.

Vid en omfattande systemstörning är det tveksamt om bankerna kan utnyttja sina likviditetsreserver på samma sätt som när en enskild bank drabbas av problem. Vid en allvarlig störning i det finansiella systemet som helhet finns det sannolikt inte tillräckligt med köpare på marknaden för de värdepapper som krisdrabbade banker behöver sälja. Det kan till och med bli så att bankerna genom sin funktion som marknadsgaranter tvingas bli nettoköpare av obligationer och därmed får ett ökat finansieringsbehov.

Då kan likviditetsstöd från Riksbanken vara nödvändigt för att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Riksbanken har i kraft av sin befogenhet att skapa betalningsmedel i kronor därför en central roll för att motverka och hantera hot mot finansiell stabilitet som härrör från störningar i likviditetsförsörjningen.



Ny teknik, nya produkter, nya aktörer

Förnyelse är bra – men inte oproblematiskt

På samma sätt som inom andra delar av näringslivet sker strukturförändringar på den finansiella marknaden som får konsekvenser för både producenter och konsumenter. Detta är bland annat en följd av teknisk utveckling, förändringar i efterfrågan och i regelverk. Nya produkter, nya tekniska lösningar och nya aktörer är ofta något positivt. Det driver fram ökad konkurrens, högre effektivitet, och gör att produkterna både blir billigare och bättre svarar mot kundernas behov. Men när nya aktörer och produkter tar en större del av marknaden förändras och omfördelas även riskerna i det finansiella systemet, vilket måste beaktas och bedömas i tillsynsarbetet.

Nuvarande regelverk kan ibland innebära en broms på utvecklingen, vilket i sin tur kan göra det finansiella systemet mindre effektivt än vad det skulle kunna vara. Om svensk reglering skulle vara eller framstå som mer restriktiv än andra länder i det här avseendet skulle det kunna innebära en konkurrensnackdel för svenska finansiella företag i ett internationellt perspektiv. Ett annat problem är att befintliga regler och tillsynsmetoder inte alltid fångar upp de nya risker som kan uppstå, både för den finansiella stabiliteten och för konsumenterna.

21 Hur väl bankerna uppfyller NSFR beror på vilken definition som används. I denna upplaga utgår FI från en kalibrering av NSFR som baseras på Baselkommitténs definitioner från 2014.

FI har inte något uttryckligt uppdrag att främja vare sig teknisk utveckling eller konkurrens på det finansiella området. Men finansiell reglering med målet att verka för "väl fungerande finansiella marknader" och högt konsumentskydd bör inte vara ett hinder för innovation och ökad konkurrens. En marknad med låg innovationsförmåga, svag produktivtetsutveckling och bristande konkurrens är varken väl fungerande eller i konsumentens intresse.

Å andra sidan måste FI samtidigt beakta de risker som kan uppstå – innovation och förnyelse ska inte ske till priset av försvagad finansiell stabilitet eller ett försämrat konsumentskydd. Två aktuella exempel på en sådan utveckling är företeelsen "fintech" och så kallade bolånefonder. När det gäller fintech kommer FI inom kort att publicera en särskild rapport kring frågan. Här behandlas därför exemplet bolånefonder.

Bolånefonder

Strukturumvandling har sin grund i ny teknik och nya produkter, men det handlar också om att etablerade aktörer går in på nya produktområden och påverkar värdekedjan, dvs. det flöde av aktiviteter inom ett företag som bygger upp värdet av den produkt eller tjänst man säljer. Därmed påverkas också riskbilden. Ett exempel är försäkringsföretag och pensionsfonder som har visat intresse för att investera direkt i bolån genom så kallade bolånefonder, vid sidan av den traditionella rollen som investerare i bankernas utgivna säkerställda obligationer. Ett sådant skifte i värdekedjan på den svenska bolånemarknaden kan medföra att företag som inte är banker får en större roll. Liknande tendenser finns också i andra länder, t.ex. i Nederländerna där pensionsfonder och försäkringsbolag svarar för 11 procent av bolånestocken.

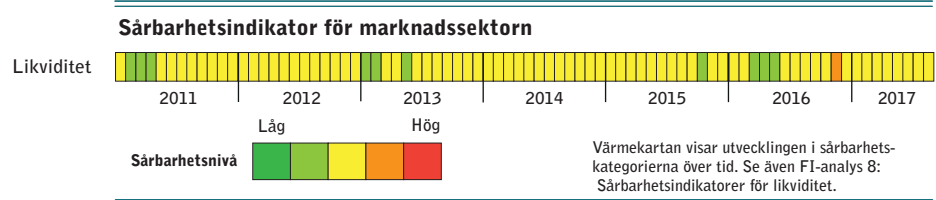
Bakom denna utveckling finns det flera drivkrafter, bland annat bidrar den nuvarande lågräntemiljön till att investerare söker efter alternativ med högre avkastning. Det nuvarande regelverket ger även aktörer starka incitament till att på olika sätt förändra traditionella affärsmodeller för att öka lönsamheten.

Sådana förändringar påverkar i sin tur riskerna i det finansiella systemet. Risker som förknippas med de etablerade värdekedjorna kan minska, till exempel strukturella likviditetsrisker, koncentrationsrisker och höga kostnader för låntagare på grund av svag konkurrens. Samtidigt kan riskerna med de nya värdekedjorna öka i betydelse. Det kan exempelvis handla om att tillsynsåtgärder blir mindre effektiva, och att kreditrisker tas av aktörer som inte nödvändigtvis har sammaförståelse för riskerna eller har samma intresse av ett långsiktigt åtagande som de etablerade aktörerna. En förändring av den svenska bolånemarknaden kan därmed innebära både positiva och negativa konsekvenser, såväl för stabiliteten på marknaden som skyddet för konsumenterna.

Ur ett tillsynsperspektiv framstår två aspekter som särskilt viktiga: För det första att det är viktigt att bolånefonder är strukturerade på ett sätt som inte medför att låntagare utsätts för en stor refinansieringsrisk. Det innebär att bolånen bör tecknas på långa löptider och att fonden bör vara stängd för uttag från investerare. Vid finansiell påfrestning och låg riskaptit bland investerarna kan enskilda låntagares ställning i annat fall försvagas, men kreditutbudet på makronivå kan dessutom bli mer procykliskt. För det andra påverkar en ny värdekedja för bolån bankernas traditionella affärsmodeller. Därför behöver FI också bedöma eventuella nya strategier eller affärsmodeller hos dem.

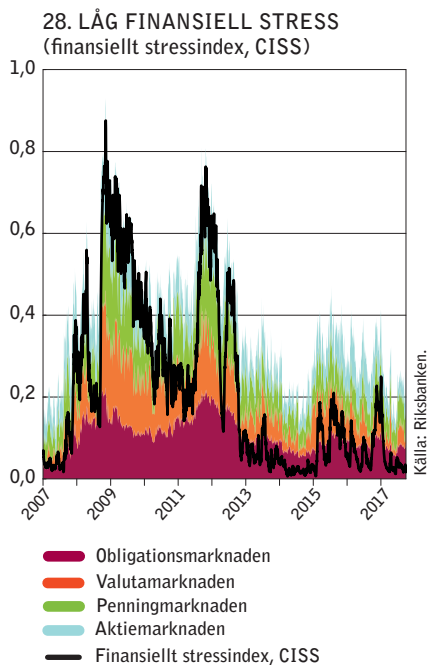
Stabiliteten på de finansiella marknaderna

Värdepappersmarknaderna har varit stabila det senaste året och den finansiella stressen är i dag låg. Marknadslikviditeten på räntemarknaden är god men det är svårt att avgöra hur den skulle försämrats vid ökad stress. Även de finansiella infrastrukturföretagen bedöms för närvarande fungera väl. Flera systemviktiga företag står inför stora utmaningar, bland annat till följd av att de blir alltmer betydelsefull för marknaden och att kraven på dem därför skärps. Det kommer bland annat att kräva särskild uppmärksamhet på riskhantering.



Värdepappersmarknaderna spelar en viktig roll för den finansiella stabiliteten. Det är genom dem som det finansiella systemet prissätter och allokeringar risk och kapital. För att värdepappersmarknaderna ska fungera väl och bidra till stabilitet så krävs att de ska kunna upprätthålla sina grundläggande funktioner även vid finansiell stress. Marknader som fungerar väl kan agera stötdämpare vid störningar, medan marknader som fungerar dåligt kan förstärka och sprida problem samt orsaka stora realekonomiska kostnader.

En förutsättning för att värdepappersmarknaderna ska fungera är att den finansiella infrastrukturen är säker och effektiv. Handelsplatser, värdepapperscentraler och centrala motparter blir alltmer viktiga för det finansiella systemet, bland annat på grund av ny reglering som exempelvis kravet på central motpartsclearing. FI betraktar flera finansiella infrastrukturföretag som systemviktiga.



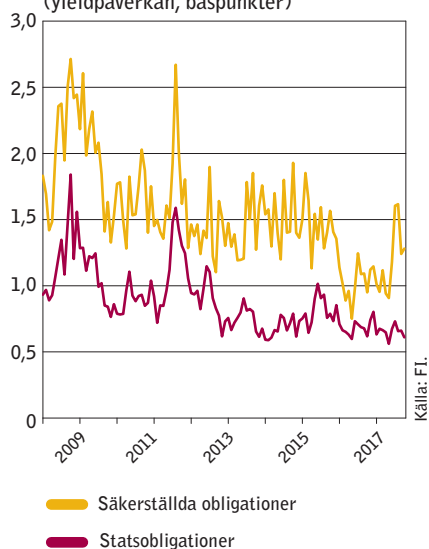
Anm. Det svenska stressindexet är framtaget av Riksbanken enligt en liknande metod som för ECB:s europeiska stressindex. Ett index på 1 betyder en historisk högsta stressnivå för samtliga delindex, 0 en historiskt lägsta stressnivå.

VÄRDEPAPPERSMARKNADERNA FUNGERAR VÄL

Stressnivåerna på de svenska värdepappersmarknaderna har överlag varit låga under det senaste året (diagram 28). Finansiell stress innebär en störning som skulle kunna skada marknadernas förmåga att effektivt uppfylla rollen som förmedlande länk mellan låntagare och långivare respektive köpare och säljare. Hög finansiell stress kan även orsaka stora realekonomiska kostnader. Vid årsskiftet steg stressnivåerna på grund av tillfälliga rörelser på interbankmarknaden, främst orsakade av institutionella förhållanden. Därefter har nivåerna fallit och är nu lägre än de var i november förra året (diagram 28).

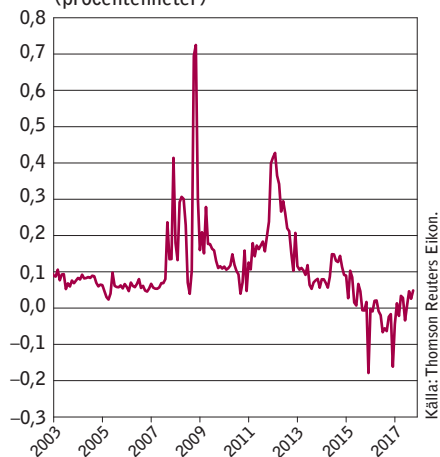
Trots den politiska osäkerheten det senaste året har värdepappersmarknaden haft en stabil utveckling och prisvolatiliteten har varit låg. Men den låga volatiliteten innebär inte nödvändigtvis att riskerna på värdepappersmarknaderna är låga. Historiskt sett samvarierar prisvolatilitet och osäkerhet, men på senare tid har prisvolatiliteten varit låg trots en period av politisk osäkerhet. Bland annat menar Bank for International Settlement (BIS) att prisvolatilitet inte längre nödvändigtvis fungerar bra som indikator på stress. En förklaring skulle kunna vara kvantitativa lättnader. När centralbanker köper statsobligationer som en penningpo-

29. GOD MARKNADSLIKVIDITET I OBLIGATIONER (yieldpåverkan, baspunkter)



Anm. Genomsnittlig transaktionskostnad per månad för den svenska marknaden för säkerställda obligationer och statsobligationer. Transaktionskostnaden mäts i yieldpåverkan, vilket förenklat är den påverkan som en transaktion har på marknadsräntan. Mättet yieldpåverkan i detta diagram är en vidareutveckling av det mått som användes i FI-analys nr 3 2015.

30. LÅGA INTERBANKSPREADAR (procentenheter)



Anm. Skillnaden mellan Stibor och Stina med en månads löptid.

litisk åtgärd har det en lugnande effekt på marknaden, vilket dämpar volatiliteten och minskar kreditspreadarna.²² När det uppstår politisk osäkerhet kan även volatiliteten i värdepappersmarknaderna öka plötsligt.²³ Att värdepappersmarknaderna för närvarande uppvisar låg volatilitet och låga stressnivåer innebär därför inte nödvändigtvis att de är motståndskraftiga mot störningar.

FI bedömer att det i första hand är ränte- och valutamarknaderna som är systemviktiga och därmed viktiga för den finansiella stabiliteten. Räntemarknaden är central för bankernas möjligheter att finansiera sig och den är även viktig för banker och andra finansiella företags möjligheter att hantera sin likviditet och sina risker. En störning på räntemarknaden kan få allvarliga konsekvenser för banker och andra finansiella företag, som i sin tur kan få allvarliga effekter på det övriga finansiella systemet och – i förlängningen – på samhällsekonomin.

FI använder flera kvantitativa indikatorer för att bedöma läget på räntemarknaden.²⁴ Dessa tyder på att likviditeten är god på marknaderna för säkerställda obligationer och statsobligationer (diagram 29). Likviditeten försämrades något under sommaren då aktiviteten sjönk men återhämtade sig i september. Riskerna för den finansiella stabiliteten i Sverige kopplat till marknadslikviditeten bedöms därmed vara oförändrade. En annan indikator som pekar på att marknadslikviditeten är god är den låga interbankspreaden (diagram 30). Det är ett tecken på att bankerna har god tillgång till finansiering.

Aktiemarknaden är viktig för företags möjligheter att finansiera sin verksamhet men har mindre direkt påverkan på den finansiella stabiliteten. Däremot kan finansiella företags investeringsbeteenden påverkas, vilket kan förvärra redan allvarliga marknadslägen. När flera finansiella företag betar sig likadant på grund av till exempel fallande aktiepriser kan det förstärka marknadsrörelser (företagen agerar procykliskt). Att sådana situationer uppstår kan bland annat kopplas till försäkringsföretag och tjänstepensionsinstitut, framför allt deras omallokeringar till följd av en börsnedgång eller utformning av kapitalkrav (se kapitlet Stabiliteten i försäkringssektorn).

I normala marknadslägen är likviditeten på den svenska aktiemarknaden hög. I förslaget om reglering av kapitalkrav för tjänstepensionsföretag visar FI:s analys att eventuella omallokeringar inte bedöms få några markanta pris effekter på aktiemarknaden om de sker under normala marknadsförhållanden. Pris effekterna blir oftast större under krisperioder.²⁵

LIKVIDITETEN KAN FÖRSÄMRAS SNABBT VID STRESS

Värdepappersmarknaderna fungerar väl, men det finns tecken på att marknaderna saknar motståndskraft mot vissa störningar. Sårbara marknader kan i ett stressat läge orsaka problem som hotar den finansiella stabiliteten. Till exempel har marknadsgaranternas utnyttjande av

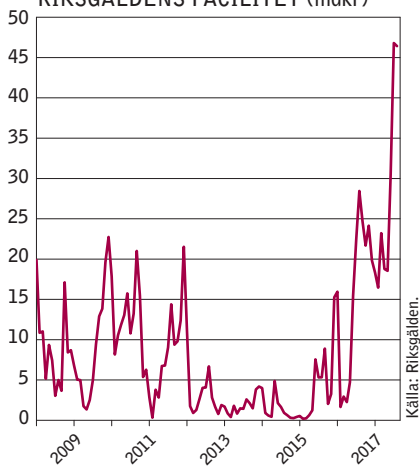
22 H S Shin, The bank/capital markets nexus goes global, London School of Economics and Political Science, 15 november 2016.

23 The ESRB risk dashboard: an overview, 28 September 2017, issue 21.

24 För en beskrivning av indikatorerna se FI-analys 8: Sårbarhetsindikatorer för likviditet, (2017).

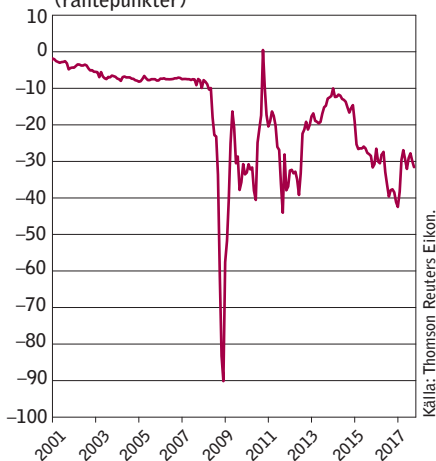
25 Finansinspektionen, Förslag till kapitalkravsreglering för tjänstepensionsföretag (Dnr 17-4640) 1 september 2017.

31. HÖGT UTNYTTJANDE AV RIKSGÄLDENS FACILITET (mdkr)



Anm. Diagrammet visar hur mycket marknadsgaranterna använder sig av Riksgäldens t/n repofacilitet.

32. DOLLARFINANSIERING (räntepunkter)



Anm. Diagrammet visar priset för en 1-årig valutaswapp i USD/SEK. Priset uttrycks som det räntepåslag ovanpå Stibor som en aktör får (eller betalar) i kronor mot att betala (eller få) Libor på dollar. Det motsvarar ränteskillnaden mellan ett Liborlån i USD som swappas som till SEK och Stibor-räntan över samma löptid.

Riksgäldens repofacilitet ökat markant under senare tid (diagram 31). Att indikatorn är hög tyder på att penningmarknaden kan behöva ytterligare stöd för att hantera en ökad efterfrågan på säkra tillgångar vid påfrestningar. Det kan i sin tur bidra till ökad sårbarhet för försämrade likviditet. En bidragande orsak till att Riksgäldens repofacilitet utnyttjats i hög utsträckning är att andelen statsobligationer som finns tillgänglig för handel har minskat. Detta beror på Riksbankens omfattande köp av statsobligationer. Riksbanken äger omkring 46 procent av de nominella obligationerna med löptid upp till tio år.

Även marknadsgaranternas förmåga att fullgöra sin funktion påverkar likviditeten på marknaden. Marknadsgaranternas kostnader kan därmed fungera som sårbarhetsindikator. På grund av åtgärder som syftar till att bland annat stärka bankernas motståndskraft har marknadsgaranternas kostnader för att ta på sig risker och finansiera sina handelslag ökat under de senaste åren. De ökade kostnaderna kan göra det svårare för marknadsgaranterna att hantera stora flöden.

En annan indikator som visat tecken på en sårbarhet är valutaswapmarknaden. Under flera år har det funnits en hög efterfrågan på amerikanska dollar, eftersom det varit billigare att låna i dollar och omvandla till kronor än att låna direkt i kronor. Sedan årsskiftet har kostnaden för denna typ av finansiering ökat igen, vilket innebär att läget har normaliserats en aning (diagram 32). Trots en viss förbättring visar värmekartan en förhöjd sårbarhet när indikatorerna för likviditeten på de finansiella marknaderna vägs samman. Det indikerar att likviditeten snabbt kan försämrats i samband med finansiell stress.²⁶

SYSTEMVIKTIGA FÖRETAG ÄR MOTSTÅNDSKRAFTIGA

Den finansiella infrastrukturen för betalningar och transaktioner med finansiella instrument är viktig för den finansiella stabiliteten. De finansiella infrastrukturföretagen ser till att värdepapperstransaktioner utförs och avvecklas på rätt sätt och i rätt tid. Motståndskraften i de finansiella infrastrukturföretagen är därför avgörande för att den finansiella infrastrukturen ska vara stabil. FI anser att flera infrastrukturföretag under tillsyn är systemviktiga. Dessa är:

- Euroclear Sweden AB – värdepapperscentral. Utför clearing och avveckling av transaktioner med värdepapper, registrerar värdepapper och tillhandahåller värdepapperskonton.
- Nasdaq Clearing AB – central motpart. Erbjuder central motparts-clearing av finansiella derivat, råvaruderivat och repor.
- Bankgirot – clearinghus. Utför clearing av massbetalningar.
- Utländska centrala motparter – EuroCCP (clearing av aktier) och LCH Clearnet (clearing av aktie- och räntederivat) där FI deltar i tillsynen genom internationella tillsynskollegier.

FI bedömer att den finansiella infrastrukturen i Sverige fungerar väl och präglas av operationell tillförlitlighet. Det innebär att företagen lever upp till de krav som ställs på att utforma rutiner för att hantera risker som uppstår samt att de har motståndskraft mot störningar.

Det finns dock utmaningar som måste hanteras. I takt med att infrastrukturföretagen blir mer centrala för det finansiella systemet och digi-

26 Se FI-analys 8: Sårbarhetsindikatorer för likviditet, (2017).

taliseringen ökar får cyberrisker och informationssäkerhet större betydelse. Det finns även viss operativ risk kopplad till systembyten och uppgraderingar i företag, bland annat i samband med nya regelverk. Det är även viktigt att infrastrukturföretagen fortsätter att förbättra sin interna styrning och kontroll. Det gäller inte minst för de områden där centrala delar av verksamheten sköts av andra företag.

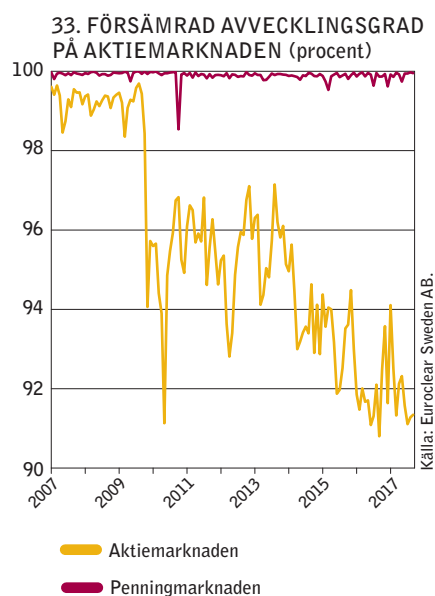
Ändrade förutsättningar för central motpartsclearing

I början av året infördes krav på central motpartsclearing för räntederivat i svenska kronor som handlas utanför en reglerad marknad. Detta har bidragit till att den andel affärer som clearas fortsatt befinner sig på höga nivåer.²⁷ Clearing av derivatinstrument i svenska kronor kan ske både i svenska och utländska system. Clearing sker därför även utanför Sveriges gränser. En stor del av derivatinstrumenten clearas hos den Londonbaserade centrala motparten LCH Clearnet. En konsekvens av Storbritanniens framtida utträde ur EU är att LCH Clearnet kommer att betraktas som en central motpart i ett tredje land. Det innebär att en för Sverige systemviktig central motpart inte längre automatiskt kommer att omfattas av de regler som gäller för centrala motparter inom EU. EU-kommissionen har lagt fram ett förslag om förstärkt tillsyn av centrala motparter i tredje land där Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) föreslås bedriva tillsynen.²⁸ FI tycker att det är viktigt att det finns ett övervakningssamarbete så att FI kan delta i tillsynen av ett företag som bedöms vara systemviktigt i Sverige.

FÖRHÖJDA RISKER I VÄRDEPAPPERSCENTRAL

Värdepapperscentralernas primära uppgift är att registrera värdepapper, tillhandahålla värdepapperskonton samt sköta avveckling av affärer. Med avveckling menas en överföring av värdepapper från säljarens till köparens konto och en motsvarande överföring av betalning från köparens till säljarens konto. I Sverige är det Euroclear Sweden AB (Euroclear Sweden) som hanterar avveckling av transaktioner med svenska aktier och räntebärande värdepapper. De tillhandahåller också värdepapperskonton och för aktieägarregister åt anslutna bolag. Euroclear Sweden är därför en central del av den finansiella infrastrukturen i Sverige och är nödvändig för att det finansiella systemet ska fungera. Värdepapperscentraler bidrar till att skapa förtroende för att värdepapperstransaktioner utförs i tid även under perioder av extrem stress. Det är därför av stor vikt att Euroclear Sweden har en hög operationell tillförlitlighet i den dagliga driften och verksamheten.

Den svenska marknaden har historiskt kännetecknats av en hög avvecklingsgrad.²⁹ Avvecklingen hos Euroclear Sweden är uppdelad i en aktiemarknad och en penningmarknad.³⁰ Avvecklingsgraden på penningmarknaden är hög medan avvecklingsgraden på aktiemarknaden minskat under flera år (diagram 33). Transaktioner som inte avvecklas i tid innebär bland annat högre kostnader för investerare. För att upprätt-



27 Se Finansinspektionen, Stabiliteten i det finansiella systemet (Dnr 17-8802), 31 maj 2017.

28 Se <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2017:0331:FIN>.

29 Avvecklingsgraden baseras på antalet transaktioner avvecklade på överenskommen dag.

30 På aktiemarknaden avvecklas huvudsakligen aktiemarknadsinstrument och på penningmarknaden avvecklas huvudsakligen räntebärande instrument, såsom svenska hypotekslån och statsobligationer.

hålla marknadernas effektivitet är det därmed viktigt att marknadsaktörerna bidrar till att främja att värdepappersaffärer avvecklas i tid.³¹

Inom EU har reglerna för värdepapperscentraler skärpts, vilket bland annat innebär att Euroclear Sweden måste genomföra systemanpassningar av sitt befintliga it-system för värdepappersavveckling (VPC-systemet) (se ruta om Skärpta krav för värdepapperscentraler). FI bedömer att Euroclear Sweden därmed står inför en ökad operativ risk. Det är viktigt att säkerställa att de planerade ändringarna av VPC-systemet hanteras så att den dagliga driften och verksamheten inte påverkas och att de operativa riskerna begränsas. Det ställer stora krav på intern styrning och kontroll.

Skärpta krav för värdepapperscentraler

Värdepapperscentraler har en systemviktig ställning på värdepappersmarknaderna och det är viktigt att de har en hög motståndskraft mot störningar. EU har tagit fram enhetliga regelkrav för värdepapperscentraler: EU-förordningen om förbättrad värdepappersavveckling och om värdepapperscentraler (CSDR).³²

CSDR syftar till att främja en säker, effektiv och smidig värdepappersavveckling med harmoniserade krav för avvecklingscykeln och så kallad avvecklingsdisciplin. CSDR ställer även gemensamma krav på auktorisation av värdepapperscentraler och tillsyn över värdepapperscentraler inom EU. CSDR påverkar också andra aktörer på finansmarknaden genom nya rapporteringskrav och de omfattande regler för att förbättra och effektivisera värdepappersavvecklingen, som går under benämningen avvecklingsdisciplin. Reglerna innebär bland annat EU-gemensamma incitament och straffavgifter för att främja att värdepappersaffärer avvecklas i tid. Enligt CSDR skulle en värdepapperscentral ansöka om auktorisation senast den 30 september 2017. Euroclear Sweden ansökte om auktorisation den 22 september 2017.

Då CSDR innehåller betydligt fler detaljbestämmelser än det nu tillämpliga svenska regelverket, ställs stora krav på anpassningar på de företag som omfattas av CSDR, till exempel i form av systemutveckling. För att uppfylla kraven kommer Euroclear Sweden att anpassa det befintliga VPC-systemet. Anpassningsarbetet berör även deltagare, till exempel banker som avvecklar värdepapperstransaktioner i VPC-systemet.

Avsaknad av resolutionsregelverk för värdepapperscentraler

Enligt CSDR bör värdepapperscentraler ha återhämtningsplaner. Enligt regelverket ska även den behöriga myndigheten i respektive land, FI i Sverige, säkerställa att det upprättas och upprätthålls resolutionsplaner för varje enskild värdepapperscentral. FI konstaterar att det inte är fullt ut möjligt i nuläget då det inte finns någon utsedd resolutionsmyndighet som kan upprätta och upprätthålla sådana planer. Det finns inte heller något regelverk om resolution för värdepapperscentraler.³³ Mot bak-

31 Se faktaruta om Skärpta krav för värdepapperscentraler. Reglerna syftar till att uppmuntra avveckling av transaktioner senast den avsedda avvecklingsdagen för att förbättra och effektivisera värdepappersavvecklingen.

32 Förordning (EU) nr 909/2014, samt ändring av direktiv 98/26/EG och 2014/65/EU och förordning (EU) nr 236/2012.

33 I november 2016 presenterade EU-kommissionen ett lagförslag för återhämtning och resolution som berör centrala motparter. Motsvarande förslag finns inte för värdepapperscentraler.

grund av att Euroclear Sweden upprätthåller en kritisk funktion för stabiliteten på den svenska finansiella marknaden är det av stor vikt att det finns en förutsägbarhet kring hanteringen av företaget vid en kris.

CENTRAL MOTPARTSCLEARING – EN VIKTIG DEL AV DET FINANSIELLA SYSTEMET

En central motparts primära uppgift är att ta över motpartsrisk genom att gå in som motpart till både säljare och köpare i en transaktion. Efter den senaste finanskrisen har centrala motparter fått en nyckelroll, bland annat på grund av nya regelkrav som innebär att fler aktörer måste cleara transaktioner hos en central motpart. Med tanke på den koncentration av motpartsrisk som uppstår hos en central motpart har dessa därmed kommit att betraktas som systemviktiga.

Den finansiella infrastrukturen är ett tätt sammanlänkat system. En central motpart kan till exempel ha flera olika relationer till andra finansiella aktörer. Dessa aktörer, främst banker, kan agera i flera olika roller gentemot en central motpart. De kan både vara clearingmedlem, det vill säga kund, samtidigt som de tillhandahåller tjänster till samma centrala motpart. Denna sammanlänkning innebär en högre risk för spridningseffekter och påverkan på den finansiella stabiliteten om en part fallerar. Om den part som fallerar dessutom har flera olika roller, kan problemen öka då flera delar av systemet påverkas.

Om ett fåtal aktörer har flera kritiska roller gentemot en central motpart kan det även uppstå koncentrationsrisker. En internationell analys av ett stort antal centrala motparters och finansiella aktörers ömsesidiga beroenden under 2016–2017 visar att just exponeringarna mot centrala motparter är koncentrerade till ett fåtal aktörer. Bland annat står 7 procent av alla clearingmedlemmar för 75 procent av de finansiella resurserna (initialsäkerheter och bidrag till defaultfonder). Samtidigt visade analysen att 88 procent av de totala finansiella resurserna är koncentrerade till de tio största centrala motparterna.³⁴

I marknader som den svenska, med ett fåtal större aktörer, är koncentrationen ännu större. I Sverige står en liten andel av deltagarna för cirka hälften av Nasdaq Clearing AB:s finansiella resurser (initiala marginalsäkerheter och defaultfondbidrag).

Allteftersom betydelsen av centrala motparter ökar i det finansiella systemet ökar vikten av att förstå och analysera ömsesidiga beroenden och koncentrationsrisker. FI kommer därför att fortsätta följa utvecklingen för att ännu bättre kunna bedöma riskerna för den finansiella infrastrukturen och därmed den finansiella stabiliteten.

Likviditetsrisker i centrala motparter

Centrala motparters verksamhet kan bland annat ge upphov till stora kredit- och likviditetsrisker.³⁵ Likviditetsrisker hos en central motpart kan uppstå av flera anledningar, bland annat i samband med att en deltagare fallerar. Ett exempel är att säkerheter måste betalas av den centrala motparten till icke-fallerande deltagare på grund av att de inte kan fås ut från den fallerande parten. Det kan även bero på att den centrala motparten måste återbetala

³⁴ Analysis of Central Clearing Interdependencies, BIS, FSB, IOSCO, 5 juli 2017.

³⁵ Med likviditetsrisker menas risken att en central motparts likvida resurser inte räcker för att uppfylla dess betalningsåtaganden.

marginalsäkerheter i form av likvida medel till icke-fallerande parter i samband med minskade marginalkrav. Likviditetsrisk kan även uppstå i samband med den centrala motpartens avvecklingsåtaganden för den fallerande parten. Likvidutflöden skapas när den centrala motparten måste träda in i stället för den fallerande parten för att betala icke-fallerande deltagare eller när den centrala motparten måste genomföra köp för att täcka en utebliven leverans av en underliggande produkt för en fallerande deltagares räkning.

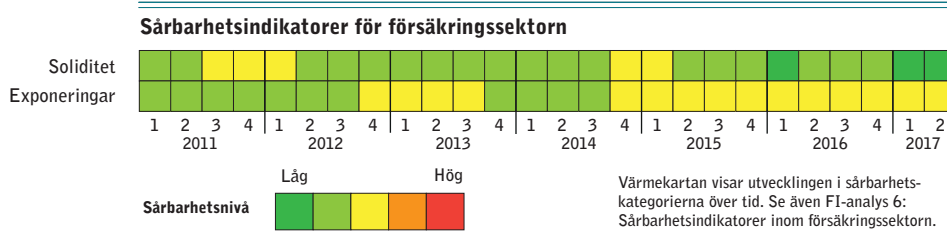
En annan orsak till att likviditetsrisk uppstår är om en tillhandahållare av likvida medel inte lever upp till sitt åtagande. Det kan vara en bank som plötsligt inte får tillgång till sin kreditlimit, en repomotpart som inte levererar eller problem att få tillbaka placerade medel. Det kan även bero på en tjänsteleverantör som inte fullgör sina åtaganden, till exempel genom ett betalningssystem eller ett avvecklingssystem som inte genomför betalningar eller levererar i god ordning. En depåbank som försenar eller försvårar åtkomsten till tillgångar som hålls hos denne aktör kan också vara en orsak. Oavsett vad som orsakar uppkomsten av en likviditetsrisk så kan det resultera i att en central motpart inte har tillräckligt med likvida resurser, vilket kan ge upphov till problem för den centrala motparten att utföra tjänster och utöva verksamhet.

Enligt Emirförordningen³⁶ ska Esma årligen genomföra stresstester för att utvärdera de centrala motparternas förutsättningar att hantera en ogynnsam utveckling på marknaden. 2017 års stresstester är ännu inte helt genomförda men innehåller bland annat tester av likviditetsrisk. De innehåller även tester av risker som går att hänföra till förluster hos centrala motparter på grund av att flera deltagare inte fullgör sina skyldigheter, samtidigt som det sker förändringar i marknadspriserna.

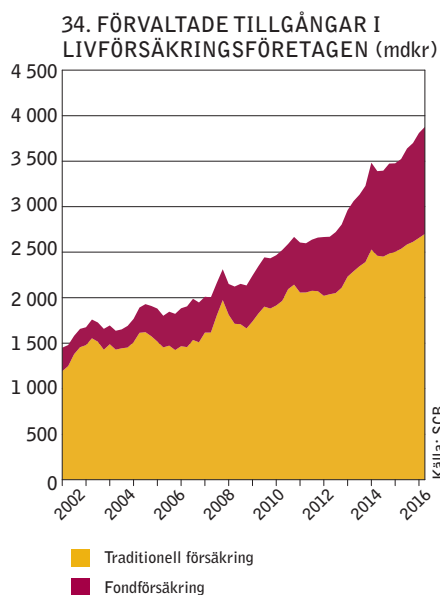
³⁶ Europa parlamentets och Rådets Förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

Stabiliteten i försäkringssektorn

De svenska livförsäkringsföretagen har en stark finansiell ställning. En positiv utveckling på aktiemarknaderna har motverkat den negativa effekten av låga räntor. På kort sikt skulle fallande aktiepriser ha störst negativ påverkan på företagens finansiella situation. På längre sikt kan fortsatt låga räntor utgöra en betydande utmaning till följd av ökad sårbarhet och de risker som följer av en underskattning av pensionsåtagandena. I ett scenario med långvarigt låga räntor och fallande tillgångspriser kan solvensproblem uppstå och den finansiella stabiliteten påverkas negativt.



Försäkringsföretags och tjänstepensionsinstituts påverkan på den finansiella stabiliteten är huvudsakligen kopplad till bolagens investeringsbeteende. Framför allt livförsäkringsföretag med traditionell förvaltning investerar till stor del i tillgångar som inte matchar åtagandenas riskprofil när det gäller löptid och känslighet för marknadsrörelser. Om ett företags finansiella styrka försämras, till exempel på grund av kraftigt fallande aktiepriser, kan försäkringsföretagen behöva minska sina risker genom att bättre matcha tillgångarnas och åtagandenas löptid. För att göra detta tvingas det sälja riskfyllda tillgångar, exempelvis aktier, och köpa räntebärande värdepapper med lång löptid. Om flera företag agerar på samma sätt kan det förstärka marknadsrörelserna ytterligare och därmed fördjupa en finansiell kris, ett så kallat procykliskt beteende.

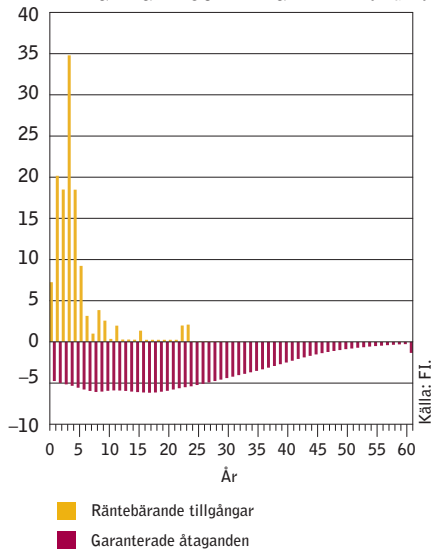


FÖRBÄTTRAD MOTSTÅNDSKRAFT I LIVFÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN

Försäkringsföretagen i Sverige förvaltar tillgångar till ett värde av drygt 4 500 miljarder kronor. De består huvudsakligen av räntebärande placeringar och aktier. Livförsäkringsföretagen svarar för merparten, motsvarande knappt 4 000 miljarder kronor. Av dessa finns cirka tre fjärdedelar i livförsäkringsverksamhet med traditionell förvaltning och resterande del i fondförsäkringsverksamhet (diagram 34). Till skillnad från sparande i fondförsäkring, där försäkringstagaren själv står för placeringsrisken, är det i traditionell förvaltning företaget som ansvarar för förvaltningen av tillgångarna och att riskerna hanteras så att garanterade åtaganden infrias.

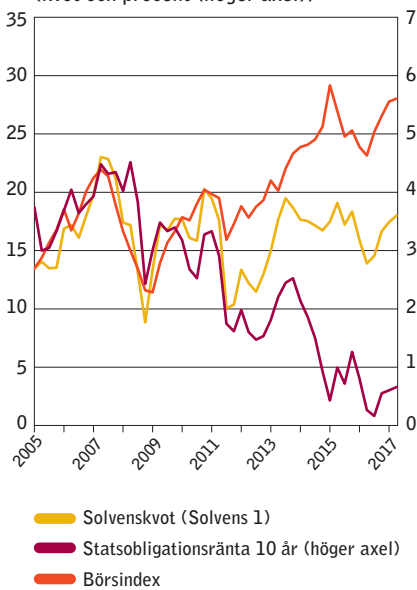
Livförsäkringsföretagens åtaganden utgörs till största delen av framtida pensioner och har därför lång löptid. I traditionell förvaltning täcks dessa till stor del av räntebärande tillgångar med löptider som i genomsnitt är väsentligt kortare. En bidragande anledning är att utbudet av långfristiga obligationer är begränsat på den svenska marknaden. Skillnaderna i löptid kan illustreras i en sammanställning av framtida förväntade kassaflöden (diagram 35). Den bristande matchningen mellan till-

35. BRISTANDE MATCHNING MELLAN TILLGÅNGAR OCH ÅTAGANDEN (mdkr)



Anm. Förväntade framtida kassaflöden från räntebärande tillgångar respektive garanterade pensionsåtaganden för urval av deltagande företag i Finansinspektionens undersökning av risker till följd av långvarigt låga räntor 2017.

36. STABILA SOLVENSKVOTER (kvot och procent (höger axel))



Anm. Solvenskvot för livförsäkringsföretag som fortfarande använder solvens 1-regelverket, i förhållande till utvecklingen för ett avkastningsindex för aktier och räntan på en statsobligation med 10 års löptid.

Källor: FI och Thomson Reuters Eikon.

gångar och åtaganden i traditionell förvaltning leder till att företagen exponeras för ränterisker. Eftersom åtagandena generellt har en längre löptid ökar värdet på dessa mer än tillgångarna när marknadsräntorna faller, vilket försämrar solvensen. De senaste åren har detta varit den största utmaningen för livförsäkringsföretagen.

Trots de fallande räntorna har livförsäkringsföretagens finansiella ställning varit stabil. Den negativa påverkan som det låga ränteläget fört med sig har motverkats av en positiv utveckling på aktiemarknaderna. Solvenskvoten för företag som huvudsakligen erbjuder tjänstepension, och därför fortfarande tillämpar Solvens 1-regelverket, har varit stabil under senare år (diagram 36). Företag som erbjuder både övrig livförsäkring och tjänstepension, och därför tillämpar Solvens 2-regelverket sedan 2016, uppvisar också en stabil solvensutveckling under denna kortare period. Under 2017 har motståndskraften stärkts ytterligare något, vilket bekräftas av FI:s sårbarhetsindikatorer.³⁷

Den negativa påverkan av fallande räntor har också begränsats av regler för hur skulder ska värderas. För garanterade åtaganden med lång löptid används ett makroekonomiskt antagande om en konstant långsiktig jämviktsränta (Ultimate Forward Rate, UFR), vilket dämpar effekten av fallande långfristiga marknadsräntor. Det motverkar procykliska beteenden på kort sikt, vilket skapar stabilitet och ökar företagens möjligheter att ha en långsiktig investeringsstrategi. Samtidigt uppstår en risk att skulden undervärderas om faktiska marknadsräntor under lång tid framöver skulle hamna under den modellerade antagna långsiktiga jämviktsräntan. Om alltför lite kapital sätts av som en följd av detta, kan det på längre sikt uppstå solvensproblem och i värsta fall svårigheter att möta de framtida pensionsåtagandena.

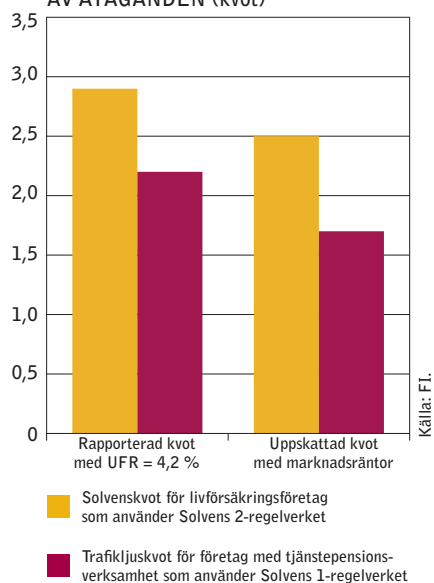
På kort sikt skulle fallande aktiepriser ha störst negativ påverkan på företagens finansiella situation, framförallt på grund av deras stora aktieinnehav. Genom stresstester och andra tillsynsaktiviteter framgår dock att företagen även vid kraftiga fall i tillgångspriser kan uppfylla kapitalkraven och därmed klara ytterligare fall innan de utlovade pensionerna skulle hotas. Men trots att livförsäkringsföretagens motståndskraft framstår som relativt hög kan ett ogynnsamt scenario medföra risker för den finansiella stabiliteten. Vissa av FI:s indikatorer när det gäller likviditeten på de finansiella marknaderna, bland annat räntemarknaden, visar på förhöjd sårbarhet och att sårbarheterna har ökat under de senaste åren (se kapitlet Stabiliteten på de finansiella marknaderna). Om livförsäkringsföretagen behöver minska sina risker genom att sälja riskfyllda tillgångar och köpa räntebärande värdepapper kan det medföra problem på räntemarknaden och påverka den finansiella stabiliteten negativt även på kort sikt. Effekterna kan bli särskilt stora i ett stressat läge om marknadslikviditeten är låg.

ÖKAD SÅRBARHET PÅ LÅNG SIKT

På längre sikt kan ett fortsatt långvarigt lågräntescenario medföra ökade risker. Det beror på att modellantagandet om en konstant långsiktig jämviktsränta, UFR, kan leda till att pensionsskulden underskattas. Den ekonomiska risk som uppstår kan illustreras genom en uppskattning av den finansiella styrkan, mätt som kvoten mellan kapitalbas och kapitalkrav, baserad fullt ut på marknadsräntor i stället för på den långsiktiga jämviktsräntan enligt gällande regelverk. Enligt FI:s uppskattning skulle

³⁷ Se FI-analys 6: Sårbarhetsindikatorer inom försäkringssektorn (2016).

37. MODELLRISK I VÄRDERING AV ÅTAGANDEN (kvot)



Anm. Per den 31 december 2016.

den genomsnittliga kvoten minska men fortfarande överstiga ett, vilket innebär att kapitalkraven fortfarande uppnås (diagram 37). Spridningen mellan företagen är emellertid stor. För några av dem skulle kvoten bli lägre än ett, vilket innebär att kapitalkraven inte uppnås, om marknadsräntor används fullt ut vid värderingen av åtagandena.

Även om uppskattningarna ovan inte motsvarar det lagenliga kapitalkravet så avspeglar de reella ekonomiska risker. I ett scenario med både långvarigt låga räntor och fallande tillgångspriser riskerar det att uppstå solvensproblem (se ruta om Undersökning av risker till följd av långvarigt låga räntor). Det kan tvinga flera företag att samtidigt minska andelen riskfyllda tillgångar till förmån för räntebärande tillgångar. Då kan problemen förstärkas ytterligare vilket i förlängningen kan hota den finansiella stabiliteten.

Genom antagandet om en långsiktig jämviktsränta avspeglas således inte den ekonomiska verkligheten fullt ut i värderingen av företagens åtaganden. Det kan medföra svårigheter att bedöma den finansiella styrkan, såväl för företagen själva som av tillsynsmyndigheter. Risker finns därför att problem, exempelvis i form av alltför höga finansiella garantier eller alltför stort finansiellt risktagande, kan döljas under en längre tid. Det kan innebära att FI kan ingripa först när det kan vara för sent att överlåta tillgångar och skulder till ett annat försäkringsföretag som kan fullgöra åtagandena.

Undersökning av risker till följd av långvarigt låga räntor

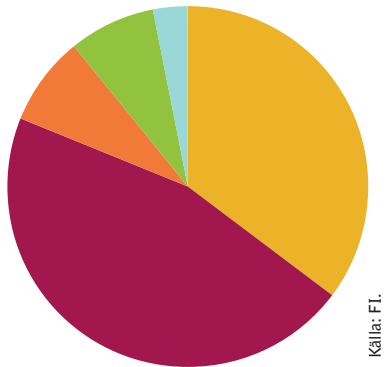
Under 2017 genomförde FI en ny undersökning av risker till följd av långvarigt låga räntor inriktad på medelstora och mindre försäkringsföretag. Syftet var att analysera de ekonomiska riskerna för pensions sparare och försäkringstagare och att utvärdera företagens förutsättningar för att uppfylla såväl åtaganden som solvenskrav i ett scenario med nollränta framöver. I analysen har därför ingen framtida avkastning antagits vid återinvestering av räntebärande tillgångar.

Resultaten visar att företagen klarar sina åtaganden i en nollräntemiljö utan, eller med en mycket låg, framtida avkastning på övriga, icke räntebärande, tillgångar. För att de också ska klara solvenskraven och kunna betala ut återbäring eller pensionstillägg krävs i genomsnitt en något högre årlig avkastning på övriga, icke räntebärande, tillgångar på upp till 1,5 procent. Sammanfattningsvis har företagen förutsättningar för att klara ett fortsatt lågt ränteläge. Sårbarheten för andra risker, främst fallande tillgångspriser, ökar däremot i ett sådant scenario. Om exempelvis aktiemarknaderna utvecklas ogynnsamt samtidigt som marknadsräntorna förblir låga kan det innebära solvensproblem.

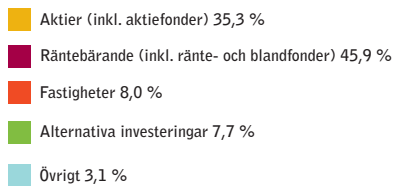
ÖKAT INTRESSE FÖR ALTERNATIVA TILLGÅNGAR

Försäkringsföretagens starka finansiella ställning möjliggör en stor andel tillgångar med hög risk. Internationellt sett har svenska företag en relativt stor andel aktier. Det beror delvis på ett begränsat utbud av långfristiga obligationer men ofta även på en avsiktlig placeringsstrategi. En större andel riskfyllda tillgångar har historiskt gett en högre avkastning på lång sikt. Men det är en strategi som förutsätter en stark finansiell ställning för att kunna hantera nedgångar i tillgångspriserna.

38. LIVFÖRSÄKRINGSFÖRETAGENS INVESTERINGAR (procent)



Källa: FI.



Anm. Livförsäkringsföretagens investeringar klassificerade efter underliggande exponeringar, enligt definition i Finansinspektionens undersökning av risker till följd av ökade investeringar i alternativa tillgångar 2017. Per den 30 juni 2017.

Förutom investeringar i marknadsnoterade aktier och obligationer har försäkringsföretagens intresse för andra typer av tillgångar ökat på senare tid. I FI:s undersökning våren 2017 konstaterades att andelen investeringar i alternativa tillgångar³⁸ uppgick till cirka 8 procent i livförsäkringsföretagen med traditionell förvaltning (diagram 38). Enligt företagen i undersökningen väntas andelen öka framöver. Det kan finnas flera syften med dessa investeringar i alternativa tillgångar. Infrastrukturinvesteringar med långa löptider och stabila kassaflöden kan exempelvis förbättra matchningen mot åtagandena. I ett lågränteläge, där avkastningen på räntebärande investeringar är låg och aktiepriserna är historiskt höga, kan andra typer av tillgångar också förbättra möjligheterna till framtida avkastning.

Men ökade investeringar i alternativa tillgångar kan samtidigt innebära risker. Gemensamt för dessa investeringar är att de saknar marknadsnotering, har sämre likviditet och transparens samt i högre grad är förenade med andra typer av risker än traditionella tillgångsslag som marknadsnoterade obligationer och aktier. Om dessa risker inte hanteras korrekt kan det i en krissituation medföra svårigheter att realisera tillgångar eller tvinga företag till försäljningar till värden långt under vad som förväntas. Detta kan påverka företagens solvens och investeringsbeteenden och därmed också den finansiella stabiliteten.

RISKKÄNSLIGA KAPITALKRAV FÖRBÄTTRAR INCITAMENTEN

Riskerna för att företagen ska påverka den finansiella stabiliteten genom ett procykliskt investeringsbeteende påverkas också av kapitalkravens utformning. I Solvens 2, det regelverk som gäller för försäkringsföretag från och med 2016, tillämpas betydligt mer riskkänsliga kapitalkrav än tidigare. Dessa innebär att solvenskapitalkraven ökar ju större marknadsriskerna är, det vill säga ju mer företagen har investerat i aktier och andra mer riskfyllda tillgångar. Genom att risken i placeringar avspeglas på detta sätt skapas incitament för företagen att inte ta större risker än vad de kan hantera utifrån den finansiella styrkan. I FI:s svar till regeringen på uppdraget om kapitalkravsreglering för tjänstepensionsföretag³⁹ föreslår FI också att marknadsriskerna i högre grad ska avspeglas i kapitalkraven även för dessa företag (se faktaruta om FI:s förslag till kapitalkravsreglering för tjänstepensionsföretag).

FI:s förslag till kapitalkravsreglering för tjänstepensionsföretag

Regeringen har för avsikt att föreslå en särskild rörelsereglering för en ny typ av företag kallade tjänstepensionsföretag, det vill säga företag som enbart tillhandahåller tjänstepensionsförmåner. Hur den nya regleringen utformas är viktigt för både arbetsgivare och förmänstagare, och för den finansiella stabiliteten i Sverige. Upp emot 70–80 procent av det pensionskapital som i dag förvaltas av livförsäkringsföretag och tjänstepensionskassor kommer i framtiden sannolikt att förvaltas av tjänstepensionsföretag. Vid utgången av 2016 rörde det sig om tillgångar till ett värde av cirka 2 800 miljarder kronor.

38 Definierade som Private Equity- och andra alternativa fonder, onoterade värdepapper, infrastruktur samt övriga alternativa tillgångar.

39 Finansinspektionen, Förslag till kapitalkravsreglering för tjänstepensionsföretag (Dnr 17 -4640) 1 september 2017.

I våras gav regeringen FI i uppdrag att ta fram nationellt utformade kapitalkravsregler för tjänstepensionsföretag. FI redovisade sitt uppdrag till regeringen den 1 september. I linje med regeringens instruktioner föreslår FI en kapitalkravsreglering i två nivåer, där olika tillsynsåtgärder blir aktuella beroende på vilken nivå som ett tjänstepensionsföretag inte uppfyller.

Den första nivån är ett schablonmässigt kapitalkrav som sätter en miniminivå. När det inte uppfylls, är företagets förmåga att fullgöra sina åtaganden hotad. Om läget då inte snabbt rättas upp ska FI återkalla företagets tillstånd och verksamheten överlåtas eller avvecklas. Den andra nivån är ett riskkänsligt kapitalkrav, vilket utgör en högre nivå än det schablonmässiga kravet. Den exakta utformningen kommer att avgöras senare, i samband med att FI utformar sina föreskrifter efter att regeringen har lämnat sitt lagförslag.

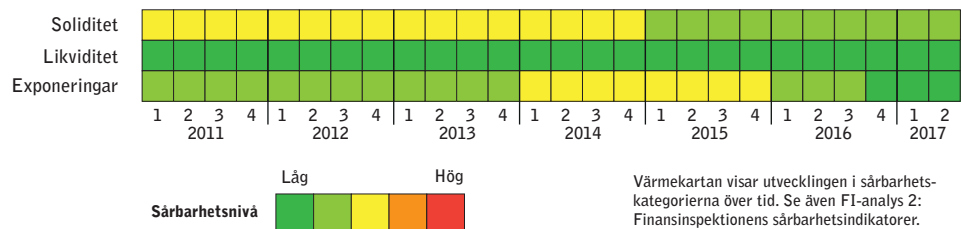
En viktig skillnad jämfört med FI:s nuvarande tillsynsverktyg trafikljuset är att ett riskkänsligt krav blir lagfäst. Det ger FI bättre möjligheter att agera om ett företag inte uppfyller kravet. Men det kommer att handla om mildare ingripanden än om schablonkravet bryts. Ett företag som inte uppfyller det riskkänsliga kravet ska inom rimlig tid återställa kapitalnivån. I förhållande till schablonkravet utgör det riskkänsliga kravet en buffert för att fånga upp störningar. Det ger företag utrymme att återhämta sig av egen kraft, under FI:s överinseende. Det gäller inte minst om kravet bryts till följd av stora fall i tillgångspriser i en finansiell kris. Det finns då inte skäl att tvinga företagen att lägga om sina tillgångsportföljer eftersom den kris som kravet är tänkt att täcka upp för då redan har inträffat. Om många företag gör stora omfördelningar samtidigt mellan aktier och statspapper kan det medföra procykliskitet och förstärka priset, vilket varken gagnar förmånstagarna eller den finansiella stabiliteten.

En central fråga som rör det riskkänsliga kapitalkravet är valet av skyddsnivå, närmare bestämt den högsta accepterade risken för att förmånstagarna inte ska få ut hela sina garanterade pensioner. I andra vågskålen ligger utrymmet att ta finansiella risker för att via högre avkastning kunna ge större pensioner. Valet av skyddsnivå har så stor principiell betydelse att det bör fattas av lagstiftaren. FI lämnar därför inget förslag i svaret till regeringen. FI bedömer däremot att ett riskkänsligt kapitalkrav i paritet med trafikljuset är en rimlig utgångspunkt. En lägre nivå riskerar att försämra skyddet för förmånstagarna. En högre nivå kan förbättra FI:s möjligheter att i tid upptäcka företag som riskerar att få problem. Men en alltför hög nivå kan ge lägre pensioner på sikt, eftersom företagen kan komma att sänka risken i sina tillgångsportföljer. FI menar samtidigt att en sådan reaktion inte är motiverad. Det riskkänsliga kravet är en buffert för att fånga upp störningar. Det ligger inte i förmånstagarnas intresse att starka företag minskar sina finansiella risker. Det sänker den förväntade avkastningen, vilket kan ge lägre pensioner. FI förväntar sig därför att starka företag inte omfördelar sina tillgångar när kravet införs.

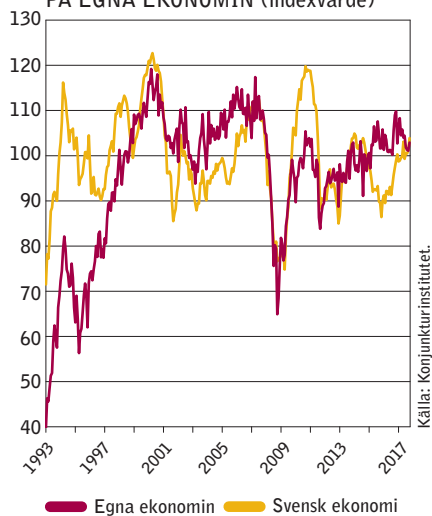
Hushållens och företagens skulder

Utlåningen till hushåll och icke-finansiella företag fortsätter att öka snabbt. Samtidigt har bostads- och fastighetspriserna stigit kraftigt under lång tid. De makroekonomiska riskerna kopplade till hushållens stora skulder är fortsatt förhöjda. Riskerna beror framför allt på att många bolånetagare har stora skulder i förhållande till värdet på bostaden eller till sina inkomster. FI bedömer därför att amorteringskravet bör skärpas och har lämnat över förslaget till regeringen för godkännande. FI bedömer också att riskerna på den kommersiella fastighetsmarknaden är förhöjda och följer utvecklingen noga.

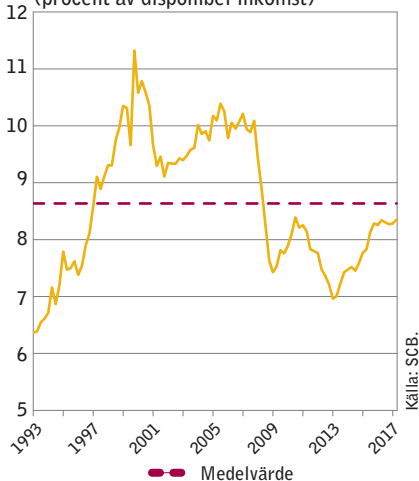
Sårbarhetsindikatorer för hushållssektorn



39. HUSHÅLLENS FÖRVÄNTNINGAR PÅ EGNA EKONOMIN (indexvärde)



40. HUSHÅLLENS KONSUMTION AV VARAKTIGA VAROR (procent av disponibel inkomst)



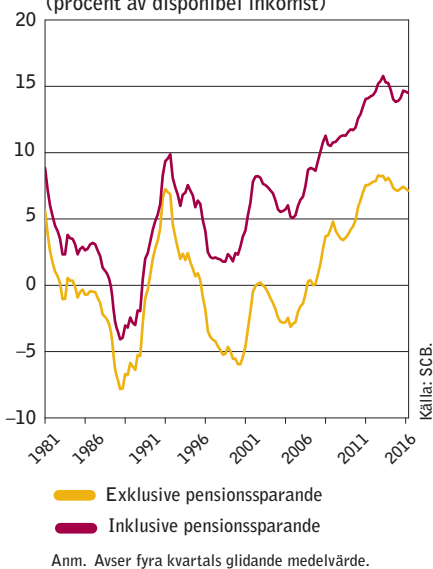
Svensk ekonomi befinner sig i ett unikt läge med låga räntor, hög ekonomisk tillväxt och höga tillgångspriser. Detta läge kommer inte att bestå för alltid. En kraftig konjunktur nedgång som kanske sammanfaller med fallande bostads- eller andra tillgångspriser, kan leda till att hushåll med stora skulder minskar sin konsumtion betydligt. Då kan nedgången fördjupas ytterligare. I värsta fall kan det leda till en negativ spiral med fallande inkomster och minskade förmögenheter. För att förhindra att det byggs upp obalanser, som i förlängningen kan påverka ekonomin och den finansiella stabiliteten negativt, behöver hushållen god motståndskraft.

HUSHÅLLENS EKONOMISKA FÖRUTSÄTTNINGAR ÄR GODA

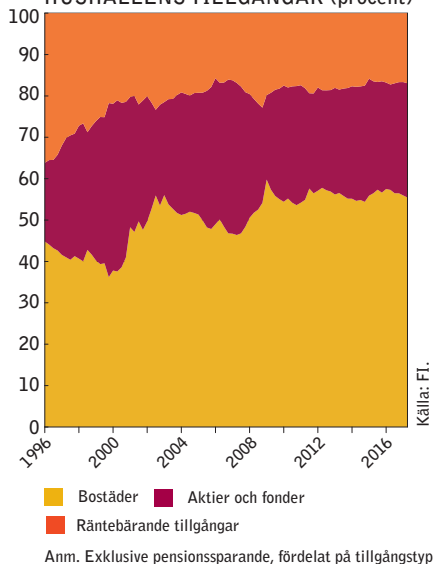
Hushållens ekonomi är stark som en följd av det unika makroekonomiska läget. En lång period med stigande reallöner och fallande räntekostnader har ökat hushållens konsumtionsutrymme – skillnaden mellan deras inkomster och boendeutgifter. Hushållen ser fortsatt positivt på sin egen ekonomi även om förväntningarna dämpades något under andra halvåret 2017 (diagram 39). Samtidigt har synen på den svenska ekonomin som helhet blivit mer optimistisk och var i september nära sitt historiska genomsnitt. Men trots optimistiska förväntningar och ett stort konsumtionsutrymme har hushållen agerat försiktigt. Det syns bland annat genom att hushållens konsumtion av varaktiga varor ligger något under sitt historiska genomsnitt (diagram 40). Det avspeglas också i en hög sparkvot för hushållssektorn som helhet. Hushållens sparande har stigit under en lång period och ligger på en historiskt hög nivå (diagram 41).

En stor andel av hushållen har bolån med rörliga räntor. Rörlig bolåneränta är gynnsamt under perioder då räntan sänks. Hushållens räntebetalningar minskar då i takt med att räntorna sjunker. Omvänt riskerar stigande räntor att försvaga hushållens ekonomiska ställning. Ett hushåll som inte har väntat sig att räntorna ska stiga riskerar då att få minska

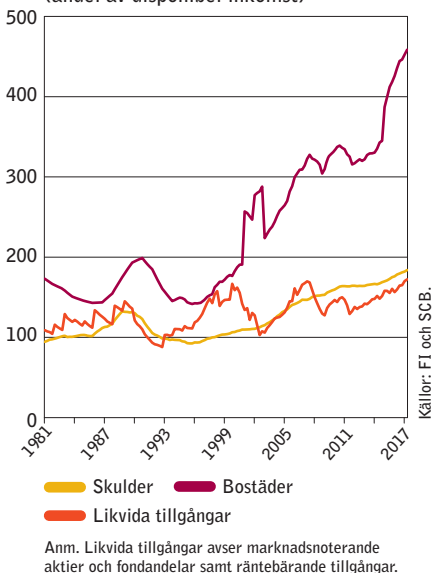
41. HÖGT HUSHÅLLSSPARANDE (procent av disponibel inkomst)



42. BOSTÄDER STÖRSTA DELEN AV HUSHÅLLENS TILLGÅNGAR (procent)



43. HUSHÅLLEN HAR LÄGRE LIKVIDA TILLGÅNGAR ÄN SKULDER (andel av disponibel inkomst)



sin konsumtion eller ta av sitt sparande för att ha råd med de ökade räntekostnaderna. Men enkätdata tyder på att hushållen har tagit höjd för stigande räntor (diagram 44). På fem års sikt förväntar sig hushållen en rörlig bolåneränta på runt 3,5 procent, vilket är i linje med Konjunkturinstitutets prognos för reporäntan och ett genomsnittligt påslag.⁴⁰ Historiskt verkar också svenska hushåll haft rimliga ränteförväntningar.⁴¹ Men i ett scenario där räntorna stiger mer än förväntan kan hushållen behöva minska sin konsumtion, vilket kan påverka ekonomin i stort.

Hushållens samlade tillgångar är stora. Den kraftiga ökningen i bostadspriserna har inneburit att bostäders andel av hushållens totala tillgångar stigit till 55 procent. Det är därmed den enskilt största tillgången för hushållen. Räntebärande sparande med låg risk, bankinlåning och obligationer, som för 20 år sedan utgjorde 36 procent av hushållens tillgångar utgör i dag mindre än 17 procent (diagram 42). Merparten av hushållens sparande är alltså i form av tillgångar som kan minska i värde i turbulenta tider. Dessutom är tillgångarna ojämnt fördelade mellan hushållen. Exempelvis äger den procent av hushållen som har de högsta inkomsterna nära 55 procent av hushållens totala aktieförmögenhet.⁴² Så även om hushållssektorn som helhet har ett stort sparande och stora tillgångar kan många hushåll tvingas till stora anpassningar i sämre tider om värdet på deras tillgångar sjunker. Dessutom är hushållens samlade likvida tillgångar något lägre än deras skulder (diagram 43).⁴³

BOSTADSPRISER PÅ HÖGA NIVÅER

Bostadspriserna har dubblats de senaste tio åren och flera internationella bedömare menar att bostäderna kan vara övervärderade.⁴⁴ I förhållande till hushållens inkomster ligger bostadspriserna på den högsta nivån på 40 år (diagram 45). Samtidigt är deras boendekostnader, som andel av inkomsten, historiskt låga till följd av de låga räntorna.⁴⁵

Bostadspriserna är högst i storstäderna, framför allt i Stockholm, men uppgången är inte bara ett storstadsfenomen. Priserna har ökat i stora delar av landet. Utvecklingen återspeglar en hög efterfrågan på bostäder, främst i storstadsområden med snabbt ökande befolkning. Ett begränsat utbud i kombination med låga räntor, skattesystemets utformning och tillgången till krediter har också bidragit till högre bostadspriser.⁴⁶

40 Påslaget avser den genomsnittliga skillnaden mellan tre månaders rörlig bolåneränta och reporäntan sedan 2006.

41 Se exempelvis Österholm, Pär (2017), "År hushållens förväntningar rörande bolåneräntan realistiska?", Ekonomisk Debatt, årg 45, nr 5, s 22–32.

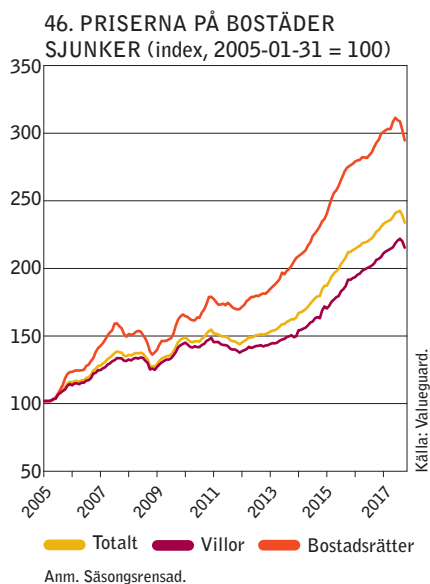
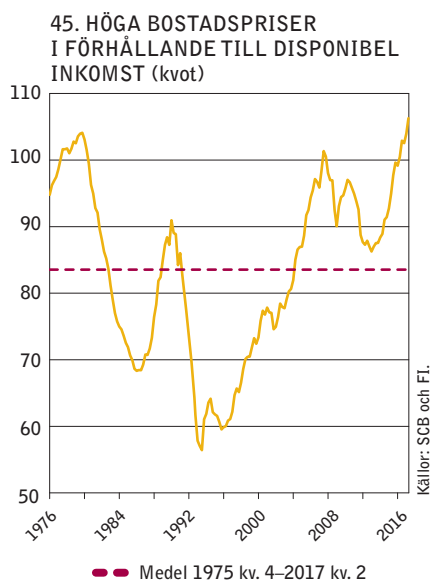
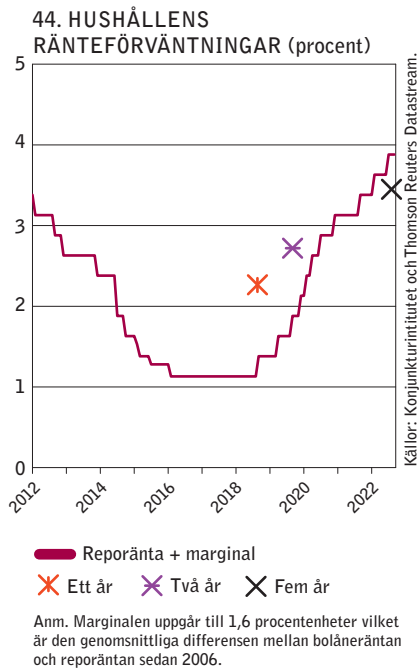
42 SCB aktieägarstatistik.

43 För att få fram likvida tillgångar för hushållen exkluderas bostäder (villor och bostadsrätter), tjänstepension och eget pensionssparande.

44 Till exempel har IMF (2016) pekat på att kvoten mellan inkomstutvecklingen och bostadsprisutvecklingen ligger 40 procent över ett historisk medelvärde. Även ESRB:s värderingsmodell pekar på att bostäderna i Sverige är övervärderade med 40–60 procent.

45 Se exempelvis Dermiani med flera (2016) "Bubblar det i svenska huspriser?", Riksbanken Penning och valutapolitik 2016:2.

46 Se exempelvis Turk (2015), Flam (2016), och Dermiani med flera (2016) för analys och diskussion rörande drivkrafterna för prisutvecklingen på den svenska bostadsmarknaden.



Det har skett en avmattning på bostadsmarknaden under det andra halvåret 2017 och bostadspriserna har dämpats. För den totala bostadsmarknaden var priserna i oktober 2,5 procent lägre än vid halvårsskiftet (diagram 46).⁴⁷ Utvecklingen skiljer sig mellan geografiska områden och objektstyper. Dämpningen är tydligast i Stockholm där priserna på bostadsrätter är drygt 5 procent lägre än vid halvårsskiftet.

Hushållen agerar mer återhållsamt när de ska köpa bostad samtidigt som utbudet av bostäder ökat snabbt efter sommaren. Det ökade utbudet förklaras till stor del av ett ökat antal nyproducerade bostäder till försäljning. Antalet bud per objekt har minskat under de senaste månaderna samtidigt som den genomsnittliga tiden som objekten ligger ute till försäljning har ökat. FI:s utvärdering av amorteringskravet, som trädde i kraft i juni 2016, visade att kravet har fått nya bolånetagare att köpa billigare bostäder och låna mindre.⁴⁸ Att FI införde ett amorteringskrav för högt belånade hushåll bedöms ha dämpat bostadspriserna med 3 procent jämfört med vad de skulle varit annars.

Även om dagens prisnivåer motiveras av rådande förutsättningar kan förutsättningarna snabbt ändras. Då kan bostadspriserna anpassas nedåt. FI bedömer att risken för en större nedgång i bostadspriserna fortsatt är förhöjd.

Bostadsbyggandet ökar snabbt

En bidragande orsak till de senaste årens snabba uppgång i bostadspriser har varit ett lågt utbud av bostäder i förhållande till efterfrågan. Detta har varit särskilt tydligt i storstadsregionerna och gäller både ägda bostäder och hyresbostäder. Bostadsbyggandet ökar sedan en tid tillbaka mycket snabbt. Under 2016 påbörjades 60 000 nya bostäder i Sverige och 2017 förväntas bostadsbyggandet öka ytterligare (diagram 47). Det ökade utbudet av bostäder har bidragit till dämpningen av bostadspriserna.

Det nuvarande byggandet svarar mot ett uppdämt behov av bostäder, efter flera år med låg byggtakt i förhållande till befolkningstillväxten (diagram 47). Med ett ökat utbud av bostäder kommer utvecklingen framöver att bero på i vilken grad de nyproducerade bostäderna kan säljas. Nyproducerade bostäder är ofta dyra, både i ägandeform och i hyresrättsform. Ett högt resursutnyttjande i byggsektorn riskerar att göra nyproduktion ännu dyrare. Om nuvarande produktionstakt består och rörligheten på bostadsmarknaden fungerar dåligt, kan vissa bostäder förbli osålda, vilket kan leda till en nedgång i priserna.

Det ökade utbudet av nya bostäder bidrar i sig till att öka hushållens skulder (se rutan Nyproduktionens andel av skuld tillväxten). Ägandet av nya bostäder finansieras i hög grad genom lån hos både hushållen och bostadsrättsföreningar.

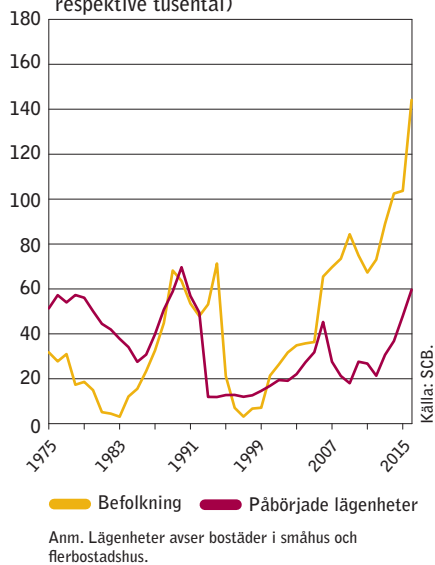
Hushållens skulder fortsätter att växa snabbt

Tillväxten i hushållens skulder har dämpats något jämfört med 2016. De senaste månaderna har ökningstakten planat ut på omkring 7 procent i årstakt. Det är främst bolån som driver utvecklingen för hushållens skulder men även konsumtionskrediter har ökat kraftigt sedan mitten av 2016 (diagram 48). Konsumtionskrediter utgör endast cirka 5 procent av hushållens totala skulder och bidrar därför enbart marginellt till den totala ökningen av hushållens skulder.

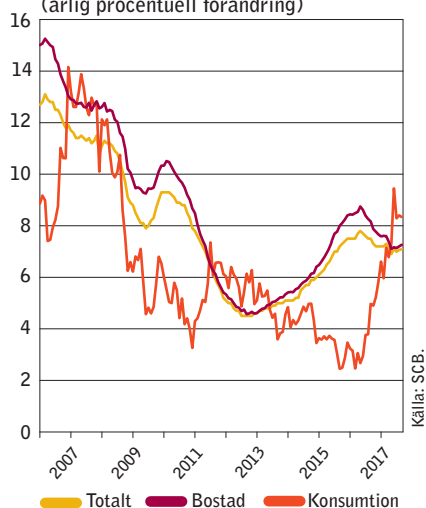
47 Valueguard composite index.

48 FI-analys 10 "Amorteringskravet har minskat hushållens skulder".

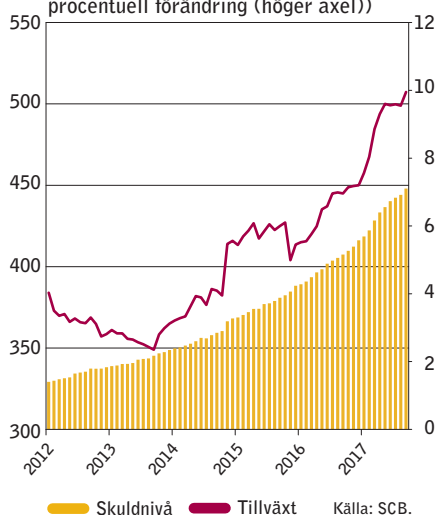
47. BEFOLKNINGSTILLVÄXT OCH PÅBÖRJADE LÄGENHETER (förändring i tusental personer respektive tusental)



48. HUSHÄLLENS SKULDER FÖRDELAT PÅ ÄNDAMÅL (årlig procentuell förändring)



49. UTLÅNING TILL BOSTADS- RÄTTSFÖRENINGAR STIGER (mdkr (vänster axel) och årlig procentuell förändring (höger axel))



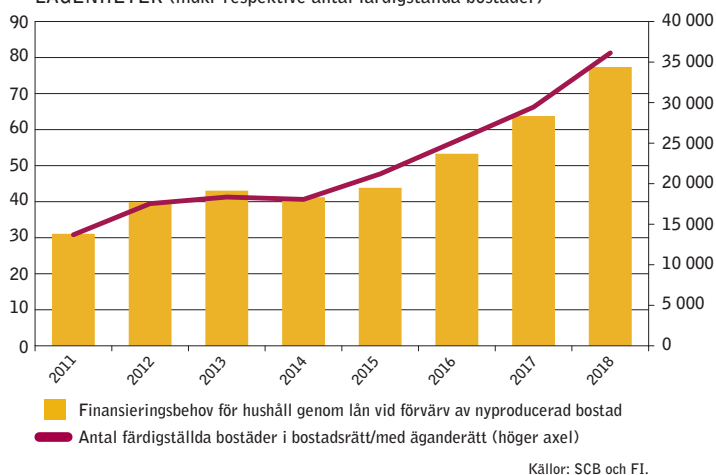
Hushåll som bor i bostadsrätter har, utöver sina egna bolån i regel även en indirekt skuld via bostadsrättsföreningarnas lån. Utlåningen till bostadsrättsföreningar har stigit sedan 2012 och uppgick i september 2017 till 448 miljarder kronor (se diagram 49). Det är en ökning med 10 procent jämfört med motsvarande månad året innan. Den ökade utlåningen till bostadsrättsföreningar hänger i hög grad ihop med den höga takten i nybyggandet av bostäder. Det är vanligt att nya bostadsrättsföreningar har stora skulder.

Nyproduktionen bidrar till skuldutväxten.

Finansieringen av nyproducerade bostäder bidrar till ökningen av hushållens skulder. Bidraget från nyproduktion kommer att öka de närmaste åren på grund av den höga byggtakten. Under 2016 färdigställdes 25 303 bostäder i Sverige med äganderätt eller i bostadsrättsform. FI uppskattar att hushållens lån för dessa bostäder uppgick till 53 miljarder kronor.⁴⁹ Det innebär att nyproduktion av bostäder motsvarar 1,9 procentenheter av den totala ökningen på 7,6 procent i bolånen. Under 2017 och 2018 förväntas 29 500 respektive 36 000 bostäder i bostadsrättsform eller med äganderätt färdigställas. Hushållens totala lånebehov för dessa bostäder uppgår till 64 respektive 77 miljarder kronor (diagram R1).⁵⁰ Detta motsvarar 2,2 respektive 2,5 procent av bolånestocken under 2017 och 2018.

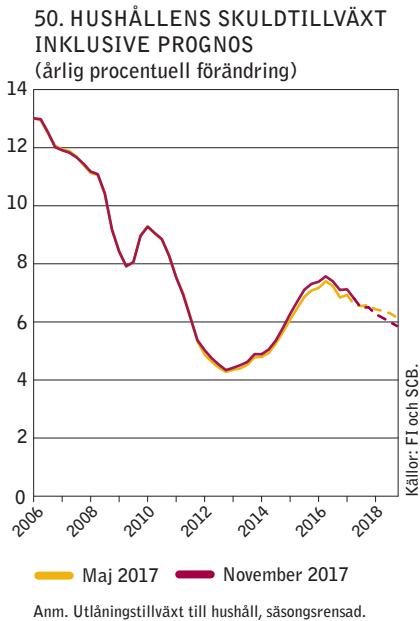
Ett ökat byggande är visserligen nödvändigt för att möta den höga efterfrågan på bostäder, men det bidrar samtidigt till att hushållens skulder och den aggregerade skuldkvoten ökar i det korta perspektivet. På sikt kan det ökade utbudet av nya bostäder bidra till lägre bostadspriser och därmed lägre skulder.

R1. HUSHÄLLENS LÅNEBEHOV FÖR ATT FINANSIERA NYPRODUCERADE LÄGENHETER (mdkr respektive antal färdigställda bostäder)



49 Ett genomsnittligt inköpspris för bostäder har beräknats med genomsnittliga insatser för lägenheter i bostadsrättsföreningar. Genomsnittliga produktionskostnader för småhus med äganderätt har beräknats med data från SCB. Belåningsgraden för hushållen som köpte en nyproducerad bostad antas motsvara den volymviktade belåningsgraden i FI:s bolåneundersökning.

50 Antalet färdigställda bostäder 2017 och 2018 förväntas motsvara antalet byggstartade bostäder 2015 och 2016. Prisnivån för nyproducerade bostäder 2017 och 2018 beräknas som prisnivån 2016 med påslag för förväntad inflationsutveckling.



Hushållens skulder har utvecklats enligt FI:s prognos i föregående stabilitetsrapport. FI:s aktuella prognos är endast marginellt reviderad och innebär att hushållens skulder väntas växa långsammare de kommande åren (diagram 50). Trots inbromsningen väntas skulderna fortsatt växa snabbare än hushållens inkomster även under de kommande åren. Det beror bland annat på den höga takten i nyproduktionen.

STABILITETSRISKERNA ÄR BEGRÄNSADE

FI bedömer att riskerna för det finansiella systemets stabilitet kopplade till hushållens skulder är begränsade. FI:s stresstester visar att hushåll som tar nya bolån har goda möjligheter att klara sina bolånebetalningar även vid betydligt högre räntor och kraftigt ökad arbetslöshet.⁵¹

Sett till samtliga låntagare är den genomsnittliga belåningsgraden, bolån i förhållande till bostadens värde, 58 procent.⁵² Det innebär att hushåll och banker har en säkerhet som är värd mer än storleken på lånet även om bostadspriserna sjunker. Generellt skulle det krävas ett stort fall i bostadspriserna innan det genomsnittliga hushållet får skulder som överstiger värdet på den egna bostaden.

Hushållens stora sparande och det redan införda amorteringskravet bidrar till att stärka hushållens motståndskraft. FI:s sårbarhetsindikatorer, beräknade på aggregerad nivå, indikerar också att hushållens ekonomiska ställning är stark och att deras skulder inte är ett hot mot den finansiella stabiliteten.⁵³

Hushåll med stora skulder är sårbara

FI bedömer att hushållen klarar sina bolåneutgifter även om förutsättningarna försämras. Hushållen bedöms också ha en god motståndskraft mot bostadsprisfall. Trots det finns det sårbarheter som primärt avser risker för den makroekonomiska utvecklingen. Hushåll med stora skulder kan minska sin konsumtion vid försämrade förutsättningar. Det kan få stor effekt på den ekonomiska utvecklingen eftersom hushållens konsumtion utgör närmare 50 procent av BNP. Ett redan negativt ekonomiskt förlopp kan då förstärkas ytterligare, och i värsta fall förstärka en finansiell instabilitet (se ruta Hushåll med höga skuldkvoter medför risker för makroekonomin). En viktig åtgärd för att dämpa de makroekonomiska sårbarheterna är därför att begränsa antalet hushåll med stora skulder.

En stor andel av hushåll med nya bolån har en hög belåningsgrad.⁵⁴ I bolånestocken finns 68 procent av skulderna hos hushåll med en belåningsgrad över 50 procent. Därmed är många svenska hushåll relativt högt belånade i förhållande till bostadens värde. Innan FI införde ett amorteringskrav på bolån 2016 gjordes bedömningen att hushåll med belåningsgrader över 50 procent skapar så stora risker kopplade till konsumtionsbortfall att ett amorteringskrav var motiverat. Denna bedömning har inte förändrats.

Hushållssektorn som helhet har ett högt sparande och stora tillgångar. Samtidigt är en stor del av tillgångarna riskfyllda, som aktier och bostä-

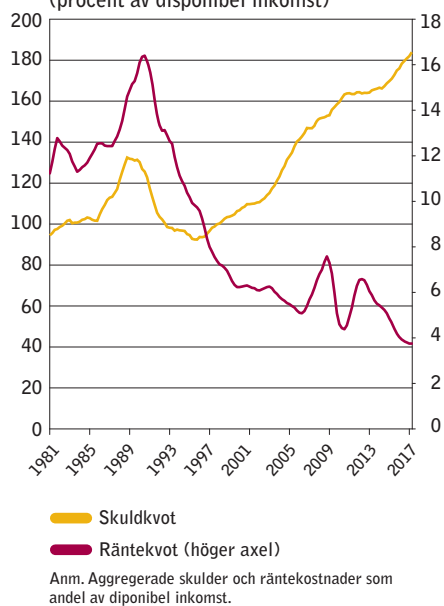
51 Stresstesterna redovisas i sin helhet i ”Den svenska bolånemarknaden 2017”.

52 Avser stocken av bolån, volymviktad belåningsgrad, se ”Den svenska bolånemarknaden 2017”.

53 För en fullständig genomgång av de sårbarhetsindikatorer som FI använder se FI-analys 2 ”Finansinspektionens sårbarhetsindikatorer”.

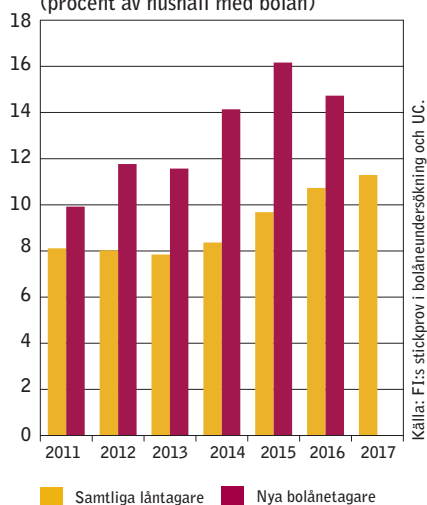
54 Den svenska bolånemarknaden 2017.

51. HUSHÅLLENS AGGREGERADE SKULDER FORTSÄTTER ATT ÖKA (procent av disponibel inkomst)



Källor: SCB och FI.

52. ANDEL HUSHÅLL MED SKULDKVOT ÖVER 450 PROCENT AV BRUTTOINKOMSTEN (procent av hushåll med bolån)



Källa: FI:s stickprov i bolåneundersökning och UC.

der. Bostäder är dessutom illikvida. Under ekonomiska nedgångar faller inte bara bostadspriser utan även priserna på andra riskfyllda tillgångar som aktier. Värdet på hushållens tillgångar vid en störning är därför osäkert.

Att många hushåll har stora balansräkningar, både stora skulder och stora tillgångar, gör att hushållen kan behöva göra stora anpassningar för att återställa sin nettoförmögenhet om tillgångspriserna faller. Sådana anpassningar sker genom att hushållen ökar sitt sparande på bekostnad av konsumtion.

Snabbt stigande bostadspriser har inneburit att hushållen lånar allt mer i förhållande till sin inkomst. Den aggregerade skuldkvoten har ökat under lång tid samtidigt som hushållens räntekostnader har fallit (diagram 51). Hushåll med nya bolån lånade i genomsnitt lite mindre i förhållande till sina inkomster 2016, efter att FI införde amorteringskravet. Men det är fortsatt många hushåll med nya lån som har en hög skuldkvot (diagram 52).⁵⁵ Bland samtliga bolånetagare fortsatte andelen hushåll med höga skuldkvoter att öka 2017.

Hushåll med höga skuldkvoter medför risker för makroekonomin

FI bedömer att utvecklingen med höga och stigande skuldkvoter – lån i förhållande till inkomst – bland allt fler låntagare leder till en förhöjd makroekonomisk risk för svensk ekonomi. Finanskrisen 2008 visade att hushåll med stora eller stigande skuldkvoter förvärrade konjunkturedgången i länder som Storbritannien, Danmark och USA. I Storbritannien minskade hushåll med höga skuldkvoter sin konsumtion, trots att deras boräntor sänktes. De bidrog därmed till att förstärka konsumtionsfallet med 2 procentenheter.⁵⁶

Under en normal konjunkturedgång med lägre inflation skulle penningpolitiken bli mer expansiv. Med lägre räntor kan skuldsatta hushåll därför få ett förbättrat kassaflöde och deras konsumtion skulle kunna fortsätta eller till och med öka. Denna effekt skulle bli större ju högre skulden och skuldkvoten är. Penningpolitiken fungerar därför som en stabilisator. Men detta resonemang bygger på att centralbanken har utrymme att sänka styrräntan, vilket inte är självklart när räntorna redan är mycket låga. Det bygger också på att boräntorna följer styrräntan samt på att hushåll som möter lägre boräntor konsumerar mer när deras räntebetalningar minskar.

Det finns andra faktorer än penningpolitiken som påverkar hushållens bolåneränta och därmed hushållens konsumtionsutrymme vid en finansiell kris. Exempelvis kan banker och kreditföretag kräva en högre riskpremie från låntagarna. Det kan de göra bland annat på grund av fallande bostadspriser då dessa gör låntagarna mindre kreditvärdiga. Det innebär att de räntor som låntagarna ska betala inte faller i takt med styrräntan. Skillnaden (spreaden) mellan låntagarens ränta och styrräntan stiger. Under finanskrisen 2008 ökade spreaden kraftigt i flera länder.

I en finansiell kris kan banker och kreditföretag även bli mer restriktiva med

55 Se FI-analys 10: "Amorteringskravet har minskat hushållens skulder".

56 Se även Baker, S.R., "Debt and the Consumption Response to Household Income Shocks", arbetsdokument, 2014, (under utgivning i Journal of Political Economy); Andersen, A.L., C. Duus och T.L. Jensen, "Household Debt and Spending During the Financial Crisis: Evidence from Danish Microdata", European Economic Review 89, s. 96–115, 2016; Bunn, P. och M. Rostom, "Household debt and spending", Bank of England Quarterly Bulletin, 2014, kvartal 3.

att ge lån. Hushåll som tidigare har finansierat konsumtion med lån kan få svårare att fortsätta med det. Det gäller särskilt hushåll med stora skulder. Erfarenheterna från USA, Storbritannien och Danmark visar att restriktivare långivare var en bidragande orsak till att hushåll med höga eller stigande skuldkvoter minskade sin konsumtion under krisen.

I en finansiell kris ökar dessutom osäkerheten för den ekonomiska utvecklingen. Det innebär även att hushållens förväntningar på framtida inkomster minskar och att osäkerheten om framtida möjligheter att återbetala lån ökar. Det finns vissa tecken som tyder på att hushåll i Storbritannien med höga skuldkvoter drog ner konsumtionen även av detta skäl.

Hushållens ekonomi kan i en lågkonjunktur även påverkas mer direkt av exempelvis arbetslöshet. Svenska hushåll med höga skuldkvoter har lägre kasseflödesmarginaler än hushåll med låga skuldkvoter och skulle troligtvis minska konsumtionen mer vid en minskning av inkomsten.

Sammantaget finns det flera faktorer som talar för att hushåll med stora skulder tenderar att förstärka en konjunkturedgång och därmed utgör en risk för den makroekonomiska stabiliteten.

FI bedömer att de makroekonomiska riskerna kopplade till hushållens stora skulder är förhöjda. Det nuvarande amorteringskravet har dämpat sårbarheterna men FI är fortsatt oroad över utvecklingen med höga och stigande skuldkvoter.

FI FÖRESLÅR SKÄRPT AMORTERINGSKRAV

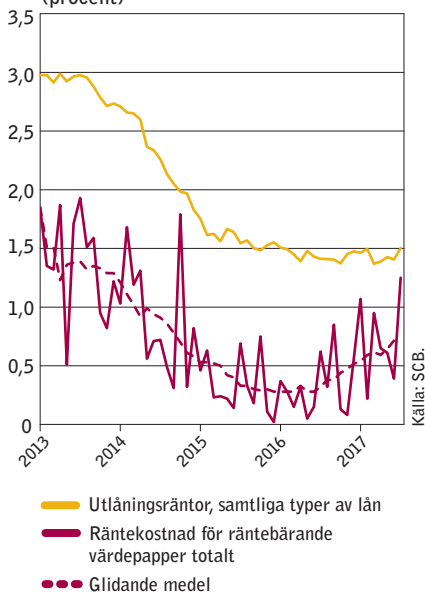
Att bygga motståndskraft är extra viktigt när den svenska ekonomin befinner sig i ett unikt läge. Att priserna dämpas kan ses som ett sundhetstecken, givet att det sker i en miljö med goda ekonomiska förutsättningar. FI har skickat ett förslag om skärpt amorteringskrav till regeringen för godkännande. FI föreslår att det skärpta amorteringskravet ska träda i kraft den 1 mars 2018.

Amorteringskravet som FI införde 2016 har dämpat skulderna bland nya bolånetagare och har i och med det ökat deras motståndskraft mot störningar. Samtidigt visar FI:s analyser att sambandet mellan hushållens skuldkvoter och belåningsgrader är svagt.⁵⁷ Därför bedöms det gällande amorteringskravet inte få en tillräckligt dämpande effekt på hushållens skuldkvoter över tid.

FI bedömer att ett skärpt amorteringskrav för låntagare med höga skuldkvoter gradvis kommer att påverka fler nya bolånetagare om bostadspriserna stiger snabbare än inkomsterna. Ett skärpt amorteringskrav kommer också att dämpa hushållens skulder och på sikt göra hushållen mindre sårbara för störningar. Det kommer i sin tur att göra den svenska ekonomin mer motståndskraftig. Åtgärden ligger inom ramen för FI:s uppdrag att motverka finansiella obalanser, men har även ett konsumentskyddande syfte.

Förslaget innebär att nya låntagare med bolån som överstiger 4,5 gånger bruttoinkomsten ska amortera minst 1 procent av skulderna utöver det gällande amorteringskravet. Skyldigheten att amortera minst 1 procent vid en belåningsgrad på 50–70 procent, och minst 2 procent vid en belåningsgrad över 70 procent, behålls oförändrad.

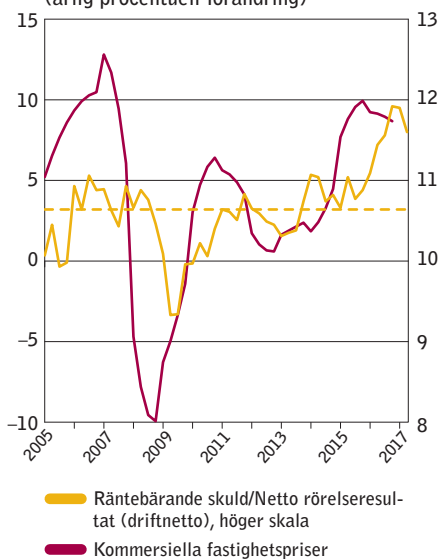
53. ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGS
FINANSIERINGSKOSTNAD, BANKLÅN
OCH MARKNADSFINANSIERING
(procent)



Anm. Kostnad för räntebärande värdepapper är estimerat av SCB utifrån Riksbankens sammanställning av icke-finansiella företags marknadsfinansiering. Streckad linje avser tolv månaders centererat glidande medelvärde. Utlåningsräntor avser samtliga lån, nya avtal.

57 Se bilaga 2, Den svenska bolånemarknaden (2017), april 2017 (Dnr 17-5096).

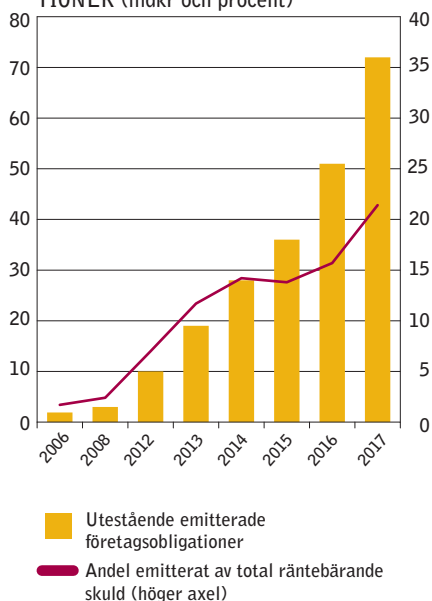
54. KOMMERSIELLA FASTIGHETS- PRISER OCH SKULDER (årlig procentuell förändring)



Anm. Streckad linje avser medelvärdet sedan 2005.

Källor: Catella och MSCI.

55. FASTIGHETSBOLAGENS EMITTERADE FÖRETAGSOBLIGATIONER (mdkr och procent)



Anm. Data avser enbart börsnoterade fastighetsbolag på Nasdaq OMX Nordic Main Market. 2017 avser första halvåret 2017.

Källa: Catella.

De åtgärder som FI redan har infört och den kommande skärpningen av amorteringskravet, kan inte på egen hand lösa problemet med hushållens skuldsättning. Hushållens incitament till skuldsättning genom skattesystemets utformning behöver ses över. En bättre fungerande bostadsmarknad är också viktig för att dämpa ökningen av hushållens skulder. Här behövs åtgärder på flera politikområden. Hit hör reformer som förbättrar utnyttjandet av befintliga bostäder.

FÖRETAG OCH FINANSIELL STABILITET

De icke-finansiella företagen spelar en central roll för den makroekonomiska utvecklingen. För att kunna genomföra investeringar och andra aktiviteter är företagen beroende av finansiering. Om det uppstår störningar i kreditförsörjningen kan företagens investeringar och övriga aktiviteter minska och konjunkturen försämras. Företagssektorns skulder kan samtidigt orsaka förluster för de banker och andra finansiella företag som har lånat ut pengar om företagen får problem att betala räntor och amorteringar. De icke-finansiella företagen kan därför påverka den finansiella stabiliteten.

Företagens skulder stiger

Företagens skulder påverkas starkt av konjunkturutvecklingen. En lång period av stark svensk konjunktur med låga räntor har bidragit till att företagen har ökat sin upplåning. Bankernas utlåning till icke-finansiella företag ökade under det andra kvartalet 2017 med omkring 4 procent i årstakt.

Det är inte bara banklån som ökar. De icke-finansiella företagens upplåning genom att emittera räntebärande värdepapper ökade under andra kvartalet med 15 procent jämfört med motsvarande kvartal året innan. Denna finansieringsform har vuxit kraftigt och utgör nu runt en tredjedel av den totala företagsupplåningen. En trolig orsak till att marknadsfinansiering har blivit en allt viktigare finansieringskälla för företagen är att prissättningen på kapitalmarknaden är attraktiv i förhållande till bankfinansiering (diagram 53). Därutöver kan en önskan att diversifiera sin finansiering och minska bankberoendet ha bidragit.

Stigande priser på kommersiella fastigheter ger större skulder

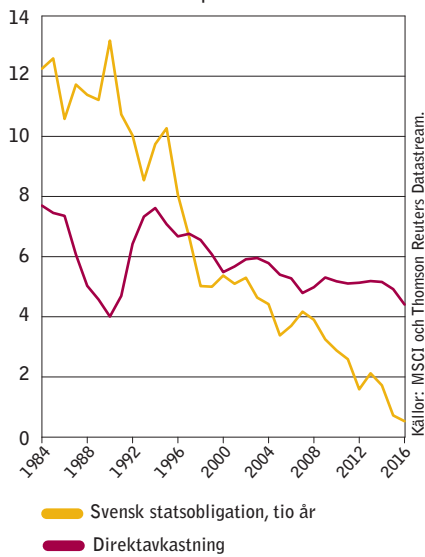
Prisutvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden har bidragit till att fastighetsbolagens totala skulder har ökat. De noterade fastighetsbolagens skulder i relation till driftnettot⁵⁸ har stigit kraftigt de senaste två åren och ligger nu på historiskt höga nivåer (diagram 54). De genomsnittliga belåningsgraderna⁵⁹ har gått ner till omkring 50 procent, vilket är lågt sett ur ett historiskt perspektiv. Detta beror till stor del på högre fastighetspriser.

I takt med att räntorna har gått ner har efterfrågan på företagsobligationer stigit. De börsnoterade fastighetsbolagen har därför i högre utsträckning kunnat finansiera sin verksamhet via kapitalmarknaderna och på så sätt fått en lägre finansieringskostnad än de erbjuds av banken. Från att endast ha utgjort några procent av de börsnoterade fastighetsbolagens räntebärande skulder står företagsobligationer nu för drygt 21 procent (diagram 55). Därmed utgör lånat kapital fortfarande en stor del av bolagens finansiering även om andelen traditionell bankfinansiering har minskat hos de börsnoterade fastighetsbolagen.

58 Intäkter minus drift och underhållskostnader.

59 Mätt som skuld dividerat med fastigheternas marknadsvärde.

56. RISKFRI RÄNTA OCH DIREKTAVKASTNING PÅ KOMMERSELLA FASTIGHETER (procent)



Anm. Riskfri ränta definieras som svensk tioårig statsobligation. Direktavkastningen avser alla fastighetstyper över hela Sverige och definieras som hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader genom fastighetsvärdet i början av året inkl. kapitalutgifter.

För närvarande är utvecklingen i den svenska kommersiella fastighetssektorn stark. Transaktionsvolymerna är höga. En god konjunktur och ökad sysselsättning inom tjänstesektorn har bidragit till en ökad efterfrågan av lokaler i attraktiva lägen, vilket har lett till låga vakansgrader och stigande hyror. Samtidigt innebär de låga räntorna att företagens finansieringskostnader är låga. Däremot har direktavkastningskraven för kommersiella fastigheter inte gått ner lika mycket och den riskpremie som investerarna vill ha för att investera i fastigheter är därmed rekordhög (se diagram 56). Detta har inneburit att allt fler aktörer i sin jakt på avkastning ökat sin allokering av långfristigt sparande i fastigheter. Sammantaget har dessa faktorer bidragit till snabbt stigande fastighetspriser. De ekonomiska förutsättningarna väntas fortsätta att bidra till att priserna på kommersiella fastigheter stiger framöver men i något långsammare takt än under 2016.

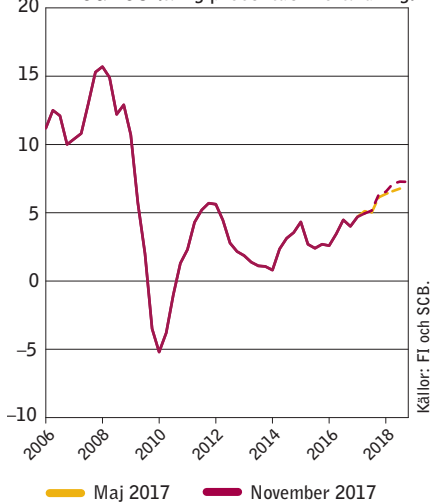
Förutsättningar för fortsatt hög kreditillväxt

Finansieringsvillkoren för företag är goda och räntorna är kvar på historiskt låga nivåer. Det talar för fortsatt hög kreditillväxt hos företagen. Konjunkturinstitutets företagsindikatorer visar på starkare eller mycket starkare läge än normalt. Samtidigt upplever företagen att tillgången till finansiering är normal. Företagen förväntas fortsätta att öka sin upplåning mot bakgrund av att investeringarna ökar. FI:s prognos visar att utlåningstillväxten fortsätter att öka gradvis till 6,6 procent i mitten av 2018 (diagram 57).

Riskerna på marknaden för kommersiella fastigheter är förhöjda

I nuläget är de ekonomiska förutsättningarna för fastighetsbolagen gynnsamma och fastighetsbolagens intjäning och betalningsförmåga är god. Men deras kassaflöden är volatila och det finns dessutom en refinansieringsrisk eftersom deras lån har en relativt kort löptid. Därtill innebär skulduppbyggnaden i kombination med kort räntebindningstid att bolagen (likt hushållen) är känsliga för stigande räntor. Även om lönsamheten i nuläget är god kan de gynnsamma ekonomiska förutsättningarna snabbt ändras. I värsta fall kan fastighetsbolagen pressas av en kombination av stigande vakanser, fallande hyresintäkter, minskad tillgång till krediter och stigande räntekostnader. Det kan då få svårt att uppfylla sina åtaganden gentemot långgivarna. Sammantaget bedömer FI att riskerna på den kommersiella fastighetsmarknaden är förhöjda.

57. SKULDILLVÄXT ICKE-FINANSIELLA FÖRETAG INKLUSIVE PROGNOIS (årlig procentuell förändring)



Anm. Utlåningstillväxt till företag från svenska MFI, årlig procentuell förändring.



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se

www.fi.se