



# Stabiliteten i det finansiella systemet

---

27 november 2018



## INNEHÅLL

---

<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>4</b>
Finansiella infrastrukturen fungerar överlag väl men en allvarlig händelse har inträffat	4
Systemriskerna har ökat och den kontracykliska kapitalbufferten har därför höjts	4
Försäkringsföretagen har fortsatt en stark finansiell ställning men de tar mer risk	5
Förhöjda risker på kommersiella fastighetsmarknaden	5
<b>DEN EKONOMISKA UTVECKLINGEN</b>	<b>6</b>
Under expansiva finansiella villkor kan sårbarheter byggas upp	6
Mindre expansiv penningpolitik på gång	7
Fortsatt politisk osäkerhet i världen	7
Risker på bostadsmarknaden består	9
<b>STABILITETEN PÅ DE FINANSIELLA MARKNADERNA</b>	<b>13</b>
Höga värderingar trots viss korrigerings	13
Fortsatt förhöjd sårbarhet på ränte- och valutamarknaden	15
Den finansiella infrastrukturen	16
<b>STABILITETEN I BANKSEKTORN</b>	<b>19</b>
Banksystemet och Nordeas flytt	19
Bankerna har god intjäning och hög lönsamhet	20
Hög exponering mot fastighetssektorn	21
Svenska banker visar motståndskraft	22
Samtidigt skapar ökade risker behov av en högre kontracyklisk kapitalbuffert	24
Kapitalkraven utvecklas löpande	24
Högt förtroende är viktigt för svenska banker	26
Bankernas affärsmodell innebär refinansieringsrisker	26
Bankerna har relativt låga finansieringskostnader	27
MREL-krav förändrar bankernas finansieringsstruktur	27
Bankernas inlåning är vanligtvis stabil	28
Likviditetsbuffertar ökar motståndskraft	28
<b>STABILITETEN I FÖRSÄKRINGSSEKTORN</b>	<b>30</b>
God motståndskraft i försäkringsföretagen	30
Fallande tillgångspriser kan hanteras	31
Investeringar i alternativa tillgångar ökar	32
Försäkringssektorn och klimatförändringar	32
Låga räntor och fallande tillgångspriser – en sårbarhet på längre sikt	33
<b>HUSHÅLLENS OCH FÖRETAGENS SKULDER</b>	<b>34</b>
Hushållens ekonomi är stark	34
Hushållens skulder fortsätter öka	35
Hushållens motståndskraft är god	36
Hushållens stora skulder kan fördjupa en framtida kris	38
Icke-finansiella företag och finansiell stabilitet	38
Den kommersiella fastighetsmarknaden är stor	40
Fastighetsföretagens motståndskraft	42
Fastighetsföretagen är känsliga	42

## Förord

Den ekonomiska utvecklingen de senaste åren har präglats av en unik kombination av god tillväxt och extremt låg ränta. Detta gäller i stort sett fortfarande. Men en scenförändring är på väg: tillväxttoppen tycks passerad, samtidigt som en återgång mot en mer normal penningpolitik, och därmed ett något högre ränteläge, kan skönjas.

En normalisering av ekonomin är i grunden bra. De senaste årens höga resursutnyttjande, pådrivet av extremt låga räntor, har skapat ett drivhusklimat för skuldsättning och risktagande – här i Sverige liksom på andra håll. Problemet är att det i praktiken ofta är svårt att ”mjuklanda” ekonomin. Ibland blir nedfärden brantare och besvärligare än vad man trott och hoppats på. Det är med andra ord nu och framöver som den finansiella motståndskraften kan komma att sättas på prov.

Här finns två betydande risker att peka på.

I en lågräntemiljö är det svårt för sparare och placerare att få avkastning på traditionellt säkra placeringar som banksparande och obligationer. Man söker sig därför till tillgångar med högre risk, exempelvis aktier och fastigheter. Men i en god konjunktur underskattas ofta den högre risken; riskpremierna faller. Sedan, när solen går i moln, vänder stämmningsläget. Det finns alltså en risk för att jakten på avkastning snabbt svänger över i ökad riskaversion med fallande tillgångspriser som följd, globalt och i Sverige. I så fall finns risken att förhoppningarna om en mjuklandning övergår i något betydligt allvarligare.

Den andra risken är att de svenska hushållen under flera år har tagit på sig allt större skulder, ofta till rörlig ränta. Det innebär en betydande känslighet för ränteförändringar. Och hur en mer påtaglig förändring av ränteläget kan komma att påverka hushållens konsumtion, investeringar och sparande vet ingen med säkerhet.

En mer normal makroekonomisk miljö är som sagt positivt, och de åtgärder vi vidtagit har bidragit till att öka motståndskraften i det finansiella systemet och hos hushållen. Detta har också varit målet för vårt arbete; mest uppmärksammat när det gäller bolånetak och amorteringskrav, men också i fråga om kraven på kapital och likviditet i bankerna.

Men finansiella system kan aldrig bli helt skottsäkra. Det finns alltid okända risker och oförutsedda reaktioner som kan ställa till problem och som kräver beredskap.

Med andra ord: vi har goda skäl att känna tillförsikt. Men vi har också väldigt goda skäl att vara vaksamma.

Stockholm den 27 november 2018



Erik Thedéen  
Generaldirektör

## Sammanfattning

Ekonomi i Sverige och globalt är fortsatt stark men visar tecken på avmattning. Räntor har varit låga under en längre tid. Det har resulterat i ett högt risktagande och stigande tillgångspriser. Det gör att riskerna i det finansiella systemet är förhöjda. Samtidigt är motståndskraften i det svenska finansiella systemet överlag tillfredsställande. Men en fortsatt hög skuld tillväxt som drivs på av utlåning och investeringar kopplade till bostäder och kommersiella fastigheter kräver vaksamhet.

I takt med att penningpolitiken globalt blir mindre expansiv väntas räntorna stiga framöver. Det bör leda till att risktagandet mattas av och skulder växer långsammare. En kontrollerad återgång till en mer normal räntenivå är därför bra för stabiliteten i det finansiella systemet. Men den långa perioden med exceptionellt låga räntor har gjort att det finns betydande osäkerhet om hur stora sårbarheter som kan ha byggts upp. Det går därför inte att utesluta att återgången till mer normala räntor kan bli turbulent med korrigeringar i tillgångspriser.

Höga bostadspriser och hushållens stora skulder är fortfarande i fokus. Under 2018 har bostadspriserna stabiliserats efter en nedgång i slutet av 2017. Men de befinner sig ännu på en hög nivå och kan sjunka avsevärt om en allvarlig störning drabbar den svenska ekonomin. FI bedömer därför att risken för en större prisnedgång på bostadsmarknaden är fortsatt förhöjd.

### FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN FUNGERAR ÖVERLAG VÄL MEN EN ALLVARLIG HÄNDELSE HAR INTRÄFFAT

Risktagandet på de finansiella marknaderna är fortsatt högt. Detta trots att det under året har skett vissa korrigeringar i tillgångspriser. Riskpremier på företagsobligationer i euroområdet har stigit sedan början av 2018, i synnerhet på sådana med låga kreditbetyg. Osäkerheten kring den framtida politiska utvecklingen i Italien kan vara en bidragande orsak. I Sverige är riskpremier på företagsobligationer fortsatt låga. Oron i euroområdet tycks därmed inte ha spridit sig till Sverige.

På ränte- och valutamarknaderna har vissa förbättringar skett; utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet har minskat och utbud och efterfrågan har balanserats på valutaswappmarknaden. Men FI bedömer fortsatt att sårbarheten är förhöjd och att marknadslikviditeten snabbt kan försämrans vid finansiell stress. FI bedömer att den systemviktiga finansiella infrastrukturen i Sverige överlag fungerar väl. Men i september 2018 inträffade en unik och allvarlig händelse hos en central motpart – Nasdaq Clearing AB. FI har gjort en första analys av händelsen och ser allvarligt på det inträffade.

### SYSTEMRISKERNA HAR ÖKAT OCH DEN KONTRACYKLISKA KAPITALBUFFERTEN HAR DÄRFÖR HÖJTS

FI bedömer att de tre svenska storbankerna överlag har tillfredsställande motståndskraft mot störningar. Det beror dels på att kraven på kapital och likviditet är höga, dels på att storbankernas goda lönsamhet understöds av en fortsatt gynnsam konjunktur. I oktober flyttade

Nordea sin legala hemvist från Sverige till Finland. Trots det är banken fortsatt en central aktör i det svenska finansiella systemet.

Den svenska banksektorn har stora exponeringar mot fastighetssektorn. Krediter till den kommersiella fastighetssektorn utgör ungefär hälften av bankernas företagsutlåning. Utvecklingen på fastighetsmarknaden kan därför ha en stor påverkan på bankernas finansiella ställning. Men i det stresstest som Europeiska bankmyndigheten (EBA) utförde under 2018 visade de svenska storbankerna<sup>1</sup> motståndskraft i ett scenario med kraftigt försämrad konjunktur och stora prisnedgångar på bostäder och fastigheter.

Trots detta bedömer FI att systemriskerna i det svenska finansiella systemet har ökat. Det beror främst på att den totala utlåningen till hushåll och icke-finansiella företag är hög. Den växer dessutom snabbare än vad FI bedömer vara långsiktigt hållbart. För att öka motståndskraften i det svenska banksystemet har FI beslutat att höja den kontradiskiska kapitalbufferten från 2,0 procent till 2,5 procent. Det nya buffertvärdet tillämpas från den 19 september 2019.

### FÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN HAR FORTSATT EN STARK FINANSIELL STÄLLNING MEN DE TAR MER RISK

Försäkringssektorn förvaltar stora tillgångar, framför allt för att täcka framtida pensioner. Förändringar i ränteläget har stor påverkan på företagens ställning. Det låga ränteläget har medfört ett ökat risktagande. För att få tillräcklig avkastning har företagen investerat i mer riskfyllda tillgångar, som aktier och alternativa investeringar. Livförsäkringsföretagens omfattande aktieinnehav utgör en sårbarhet i det finansiella systemet. Om flera företag samtidigt vill minska sina risker, genom att sälja stora delar av sitt aktieinnehav och köpa mindre riskfyllda tillgångar, kan en börsnedgång förstärkas och räntor pressas nedåt. Samtidigt bedömer FI att försäkringsföretagen kan hantera relativt stora aktieprisfall. På längre sikt kvarstår utmaningen med långvarigt låga räntor, som i kombination med fallande tillgångspriser kan medföra risker för den finansiella stabiliteten.

### FÖRHÖJDA RISKER PÅ KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN

Skulderna hos hushåll och icke-finansiella företag är stora och växer snabbare än vad FI bedömer vara långsiktigt hållbart. I en allvarlig ekonomisk nedgång kan skuldbördan innebära att hushållen drar ner på sin konsumtion, vilket i sin tur kan fördjupa konjunkturedgången. Detta kan i förlängningen hota den finansiella stabiliteten. För icke-finansiella företag har stora och växande skulder medfört en ökad räntekänslighet och refinansieringsrisk. Det gäller inte minst kommersiella fastighetsföretag, som i hög grad är skuldfinansierade. FI bedömer därför att riskerna kopplade till denna sektor är förhöjda. Eftersom den svenska kommersiella fastighetsmarknaden är stor och banker och andra finansiella aktörer har stora exponeringar mot den, kan problem hota den finansiella stabiliteten. Den kommersiella fastighetsmarknaden är därför viktig att följa och FI bedömer att riskerna är förhöjda.

---

<sup>1</sup> Resultatet inkluderar även Nordea, eftersom banken fortfarande hade ett svenskt moderbolag när stresstestet påbörjades.

## Den ekonomiska utvecklingen

Den globala konjunkturen är stark, men visar tecken på avmattning. Låga räntor har under en längre tid lett till ett högt risktagande och stigande tillgångspriser. Riskerna för det finansiella systemet är därför fortsatt förhöjda. Politisk osäkerhet, till exempel i form av ökad oro över statsfinanser i euroområdet, kan leda till snabba förändringar i risktagandet. Det kan få konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Svenska bostadspriser har stabiliserats under 2018. Men FI bedömer att sannolikheten för en större nedgång i bostadspriserna är fortsatt förhöjd.

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. Störningar som uppstår i realekonomin kan påverka de finansiella marknaderna negativt. Omvänt kan även turbulens i det finansiella systemet försämra den makroekonomiska utvecklingen.

Detta kapitel fokuserar på tänkbara störningar som kan hota den finansiella stabiliteten. Sådana störningar är oftast skeenden som FI inte kan påverka. FI:s arbete syftar i stället till att det svenska finansiella systemet ska ha tillräcklig motståndskraft för att fungera även om störningar uppstår på de finansiella marknaderna eller i ekonomin i stort.

### UNDER EXPANSIVA FINANSIELLA VILLKOR KAN SÅRBARHETER BYGGAS UPP

Sedan finanskrisen har många utvecklade ekonomier bedrivit en exceptionellt expansiv penningpolitik. Centralbanker har hållit styrräntor mycket låga under lång tid och vidtagit historiskt oprövade åtgärder i form av så kallade kvantitativa lättnader. Den expansiva penningpolitiken har hjälpt den ekonomiska återhämtningen, men har samtidigt skapat en miljö där finansiella sårbarheter kan ha byggts upp. Den långvarigt låga räntenivån har lett till att investerare sökt sig till mer riskfyllda tillgångar för att nå tillräcklig avkastning. Därmed har risktagandet ökat, och tillgångspriserna är höga i ett historiskt perspektiv. Denna jakt på avkastning är ett globalt fenomen. Såväl internationellt som i Sverige finns en risk för stora korrigeringar i tillgångspriser och hög turbulens på de finansiella marknaderna om viljan att ta risk snabbt förändras.<sup>2</sup>

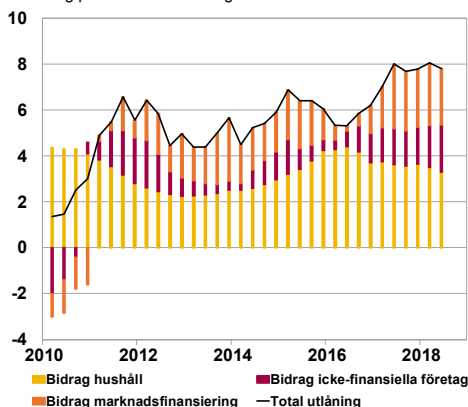
De höga tillgångspriserna syns bland annat på den amerikanska börsen som är högt värderad i ett historiskt perspektiv och genom låga riskpremier på företagsobligationer med lägre kreditkvalitet i både USA och Europa, trots en viss korrigering under året (se kapitel Stabiliteten på de finansiella marknaderna). För svensk del är en annan viktig indikator på ökade risker att den totala utlåningen till svenska hushåll och icke-finansiella företag har varit mycket hög de senaste åren. Hushållens bidrag till den totala utlåningstillväxten har minskat något. Men

---

<sup>2</sup> Exempelvis diskuterar IMF detta i Global Financial Stability Report October 2018.

### 1. Kredittillväxten är hög

Årlig procentuell förändring

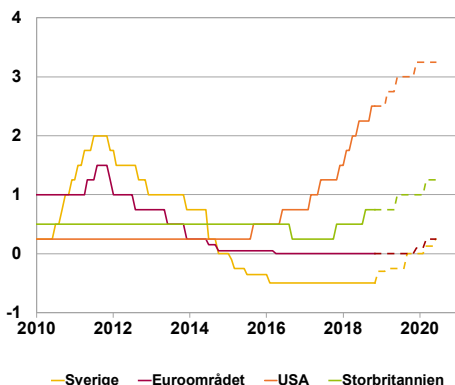


Källor: FI och SCB.

Anm. Avser total utlåning till hushåll och företag samt deras bidrag till den årliga procentuella tillväxttakten.

### 2. Styrräntorna förväntas stiga gradvis

Procent

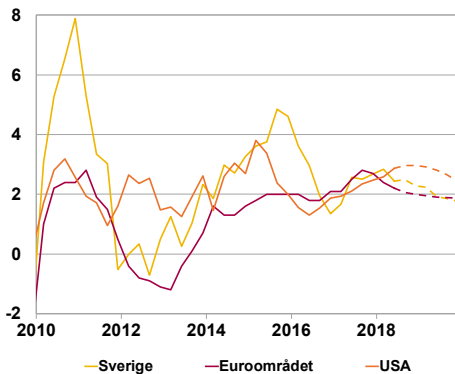


Källor: Thomson Reuters Datastream och Thomson Reuters Poll.

Anm. För euroområdet visas refinansieringsräntan. Streckade linjer avser marknadsaktörers prognoser. Prognoserna baseras på Thomson Reuters Poll, medianvärde.

### 3. Tecken på dämpning i den ekonomiska utvecklingen

Årlig procentuell BNP-utveckling



Källor: FI, KI och Thomson Reuters Datastream.

Anm. Säsongsrensad data.

utlåningen till företag och företagens marknadsfinansiering ökar snabbt (se diagram 1).

Sammantaget är risktagandet i det finansiella systemet fortsatt högt, såväl i Sverige som globalt. Turbulens på de internationella finansiella marknaderna kan komma att sprida sig till Sverige. I en sådan miljö ökar osäkerheten vilket ofta leder till anpassningar där investerare minskar sina positioner i riskfyllda tillgångar och söker sig till säkrare tillgångar. Det kan leda till stora prisrörelser och bristande likviditet. Det kan främst hota den finansiella stabiliteten via de svenska bankernas marknadsfinansiering och försäkringsföretagens tillgångar, men det kan även slå direkt mot företagssektorn genom obligationsmarknaden. FI bedömer därför att riskerna i det svenska finansiella systemet är fortsatt förhöjda. FI bedömer att risken för omfattande marknadsoro framför allt kan utlösas av två övergripande fenomen; följdefekter av en mindre expansiv penningpolitik globalt och olika former av politisk osäkerhet. I ett nationellt perspektiv bedömer FI att det framförallt är kraftiga nedgångar i bostads- och fastighetspriser som kan orsaka problem.

## MINDRE EXPANSIV PENNINGPOLITIK PÅ GÅNG

De senaste åren har den ekonomiska tillväxten varit stark globalt. I USA har centralbanken (Federal Reserve) sedan en tid börjat dra tillbaka den expansiva penningpolitiken (se diagram 2). Federal Reserve började höja styrräntan i december 2015 och har nu höjt den vid åtta tillfällen, till det nuvarande intervallet på 2,0–2,25 procent. Europeiska centralbanken (ECB) väntas genomföra en första räntehöjning från noll procent som tidigast efter sommaren 2019. Även Riksbanken planerar att höja styrräntan, från –0,5 procent, antingen i december i år eller i februari nästa år. Samtidigt bedömer Konjunkturinstitutet (KI) att tillväxten kommer mattas av något under det kommande året i Sverige, men även i USA och i euroområdet (se diagram 3).

Givet de senaste årens starka konjunktur är en mindre expansiv penningpolitiken väntad, och utgör i sig inte ett hot mot den finansiella stabiliteten. Tvärtom kan en återgång till mer normala finansiella villkor motverka att sårbarheter fortsätter att byggas upp. Men det går inte att utesluta att övergången från en långvarig period med exceptionellt låga räntor till en situation med mer normala räntor kan innebära anpassningar som kan blotta sårbarheter som byggts upp. Det gäller framför allt om penningpolitiken stramas åt snabbare eller mer än de finansiella marknaderna räknar med.

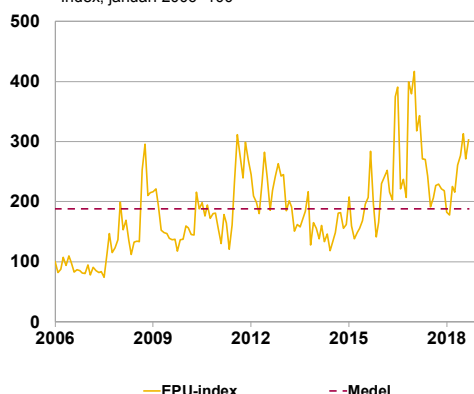
Än så länge har den åtstramade penningpolitiken i USA inte skapat några större problem. Högre amerikanska styrräntor och en starkare dollar har satt press på några tillväxtekonomier genom ökade kapitalutflöden. Hittills är det framför allt länder med stora externa obalanser och svaga institutioner som drabbats, och utvecklingen har inte påverkat de globala finansiella marknaderna i någon större utsträckning. Men det finns även framöver en risk för accelererande kapitalutflöden från tillväxtekonomier och snabba korrigeringar i tillgångspriser.

## FORTSATT POLITISK OSÄKERHET I VÄRLDEN

Globalt är den politiska osäkerheten förhöjd (se diagram 4). Oron för protektionism och handelskrig kvarstår, men diskussionen har förskjutits till att främst handla om relationen mellan Kina och USA. En



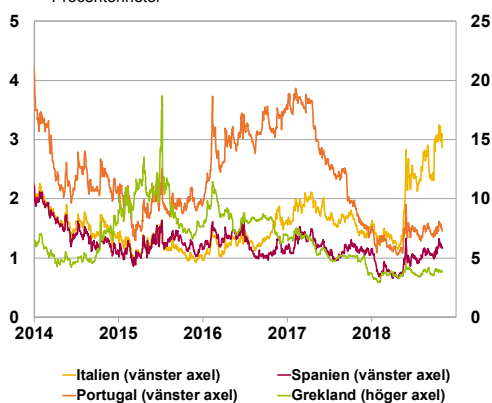
#### 4. Global politisk osäkerhet på förhöjd nivå Index, januari 2006=100



Källa: Economic Policy Uncertainty.

Anm. Global Economic Policy Uncertainty Index. Omfattar 19 länder och baseras på förekomsten av vissa uttryck kopplade till ekonomi, policy och osäkerhet i samtliga länders nationella nyhetsartiklar. Strekad linje avser medel sedan 2006.

#### 5. Italienska statsobligationsräntor har stigit Procentenheter



Källa: Thomson Reuters Datastream.

Anm. Ränteskillnader för 10-åriga statsobligationer i ett antal länder jämfört med Tyskland.

eventuell eskalering av handelskonflikten på en mer omfattande global nivå, eller en oro om utdragna spänningar, kan dämpa den globala tillväxten, och i värsta fall försämra den finansiella stabiliteten.

I Europa kvarstår en osäkerhet om Storbritanniens utträde ur EU. FI anser att den på kort sikt viktigaste konsekvensen av utträdet är att clearingorganisationen London Clearing House Ltd (LCH) kommer att bli en aktör som bedriver verksamhet från tredjeland och att förutsättningarna för clearing därmed kan komma att ändras. Det finns även en osäkerhet om den politiska utvecklingen i Italien. Italien har bland de högsta statsskulderna i relation till BNP i euroområdet, och är samtidigt den tredje största ekonomin. Osäkerhet kring de italienska statsfinanserna har fått ränteskillnaden mellan italienska och tyska 10-åriga statsobligationer att stiga (se diagram 5). Överlag har räntorna på de italienska statsobligationerna varit känsliga för utspel i den politiska debatten, med en hög volatilitet som följd.

Nära sammankopplat med oron över statsfinanserna är den svaga sydeuropeiska banksektorn. Flera banker har stärkt sina balansräkningar de senaste åren och andelen nödlidande lån minskar, men svagheter kvarstår. Lönsamheten i den europeiska banksektorn är fortsatt låg, och kombinationen av höga statsskulder och att banker har stora innehav av statsobligationer innebär att det finansiella systemet är sårbart för de politiska riskerna. Men den svenska banksektorn är inte i någon högre grad direkt exponerad mot svagare europeiska banker.

Även i Sverige har den politiska osäkerheten ökat efter höstens riksdagsval. Men FI konstaterar att osäkerheten kring den svenska regeringsbildningen inte haft någon märkbar negativ effekt på de finansiella marknaderna i Sverige.

Sammantaget bedömer FI att följderna av nuvarande politisk osäkerhet, än så länge, har haft låg påverkan på den finansiella stabiliteten i Sverige. Men turbulens i Europa kan påverka Sverige genom ökad oro på de finansiella marknaderna och sämre konjunkturutveckling i regionen. Om det politiska läget försämras, och förtroendet för eurosamarbetet ifrågasätts, skulle det kunna få konsekvenser även för Sverige.

#### Hållbarhet och finansiell stabilitet

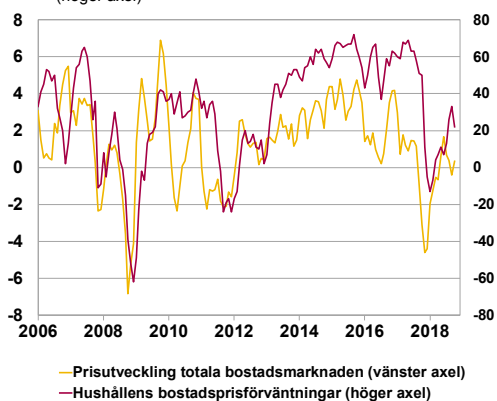
Begreppet hållbarhet omfattar många aspekter som ofta benämns ESG-faktorer. Med ESG avses Environmental (miljö), Social (sociala faktorer) och Governance (företagsstyrning). Exempel på miljöfaktorer är klimatrelaterade risker, sociala faktorer kan handla om frågor som diskriminering och barnarbete, och exempel på företagsstyrningsfaktorer är frågor som rör korruption och penningtvätt. Den gemensamma nämnaren är att verksamheter ska vara samhällsekonomiskt lönsamma i ett långsiktigt perspektiv. För att bedöma om en verksamhet är samhällsekonomiskt lönsam, behöver de externa effekter som verksamheten orsakar beaktas. Tidshorisonten som tillämpas behöver dessutom vara mer långsiktig än vad som normalt är fallet i företagsekonomiska kalkyler.

Genom de krediter, tillgångsförvaltning, försäkringar och övriga tjänster som finansiella företag erbjuder, kan finansiella företag både påverkas av och påverka utvecklingen på hållbarhetsområdet. Den finansiella sektorns koppling till hållbarhet är alltså huvudsakligen indirekt. Ur ett tillsynsperspektiv utgör hållbarhetsrisker omvärldsrisker som ska vägas in och ha en naturlig plats i både de finansiella företa-



## 6. Priser och förväntningar på kommande utveckling

Procentuell kvartalsvis förändring (vänster axel) och indexnivå (höger axel)

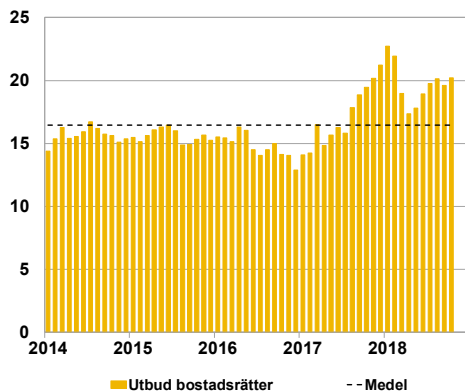


Källor: FI, SEB och Valueguard.

Anm. Procentuell prisförändring på tre månaders sikt och nettotal för andel hushåll som tror på stigande bostadspriser.

## 7. Stort utbud av bostäder till försäljning

Tusental



Källa: Hemnet.

Anm. Utbud av bostadsrätter till försäljning på Hemnet per månad i hela landet.

gens och FI:s riskbedömningar. En central fråga – med tydliga kopplingar till finansiell stabilitet – är klimatförändringen. De fysiska effekterna av klimatutvecklingen (till exempel stormar, torka och översvämningar) och den omställning som krävs av energi-, produktions- och transportsystemen kommer att påverka hela ekonomin inklusive tillgångspriser. Det kan i sin tur slå brett in i det finansiella systemet – genom de finansiella företagens verksamheter och engagemang, och via den makroekonomiska utvecklingen.

Hållbarhetsrelaterade risker är inte väsensskilda från de risker finansiella företag brukar möta. De kan därför inordnas i de risker som finns inom finansiell verksamhet, såsom kreditrisker, marknadsrisker och försäkringsrisker. Samtidigt är de finansiella effekterna av hållbarhetsrelaterade risker ofta komplexa och svåra för ett enskilt företag att både prissätta och hantera. När det gäller de klimatrelaterade riskerna finns det en osäkerhet om de klimatförändringar som kan väntas, och när och hur de kommer att påverka samhället och ekonomin. Det finns också en osäkerhet om hur en omställning ska gå till, och hur politiska beslut och teknisk utveckling kommer att påverka olika företag och sektorer. Och marknadsmisslyckanden i den reala ekonomin leder över till marknadsmisslyckanden på det finansiella området, genom att påverka prissättningen och riskbilden för tillgångar.

FI har publicerat flera rapporter om hur den finansiella sektorn kan bidra till en hållbar utveckling och hur finansiella företag beaktar hållbarhetsrelaterade frågor i riskhanteringen, styrningen och i informationen till kunder. FI arbetar nu också aktivt med att integrera hållbarhet i den löpande tillsynen. På internationell nivå deltar FI i arbetet med att utveckla verktyg för att bedöma och kvantifiera hur riskerna kan påverka det finansiella systemet.

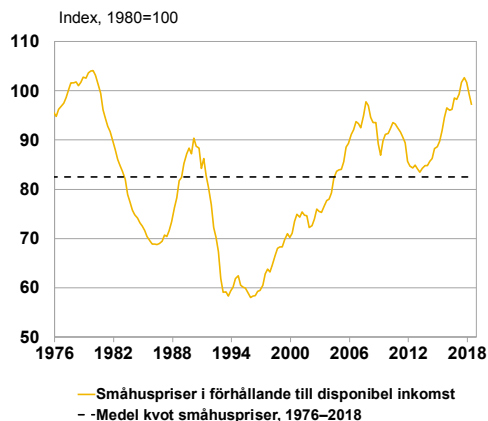
## RISKER PÅ BOSTADSMARKNADEN BESTÅR

Om allvarliga störningar skulle drabba den svenska ekonomin kan bostadspriserna sjunka betydligt, vilket kan förstärka en konjunkturedgång. Under de sista fyra månaderna 2017 föll bostadspriserna med nästan 9 procent.<sup>3</sup> Höga prisnivåer i kombination med den stora ökningen i nyproduktion och det höga utbud den medförde bedöms vara de huvudsakliga orsakerna till dämpningen. Utöver dessa faktorer kan det skärpta amorteringskravet ha haft en dämpande inverkan på priserna. Under 2018 har bostadsprisutvecklingen stabiliserats. Fram till och med oktober har priserna ökat med drygt 3 procent. Hushållens förväntningar på den kommande prisutvecklingen har gradvis stärkts under 2018 (se diagram 6). Det är nu åter en majoritet av hushållen som tror på stigande bostadspriser.

Utbudet av bostäder till försäljning har minskat men är fortsatt större än normalt, och kommer sannolikt fortsätta att vara så (se diagram 7). Under 2016 och 2017 startade byggnationen av ett historiskt stort antal bostäder, som kommer ut på marknaden under det kommande året. Det tar nu också längre tid att sälja bostäder. Längre försäljningstider ger köpare mer tid att utvärdera risker i affären men bidrar också till ett högre utbud. Det är främst för nyproducerade bostäder som försäljningstiderna har blivit längre eftersom potentiella köpare blivit mer tveksamma till den marknadsexponering som det innebär att köpa en

<sup>3</sup> Prisutvecklingen enligt Valueguard HOX composite index.

### 8. Höga priser i förhållande till inkomst



Källor: FI och SCB.

Anm. Kvot mellan bostadspriser och hushållens disponibla inkomster. Streckad linje visar medelvärde.

bostad under byggande. Nyproducerade bostäder skapar också flyttkedjor på bostadsmarknaden. Det medför att även fler bostäder ur det befintliga beståndet kommer ut till försäljning.

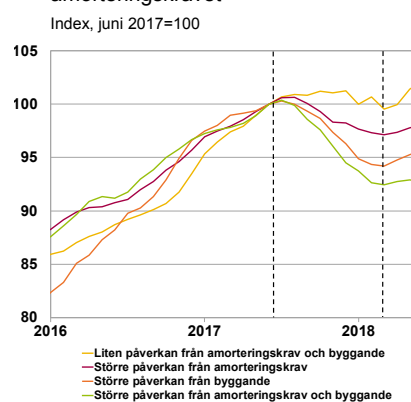
Det finns ett antal faktorer som talar för en fortsatt stor efterfrågan och höga bostadspriser. Tillgången på bostäder att hyra är fortsatt begränsad, framför allt i regioner med hög befolkningstillväxt. Den genomsnittliga bolåneräntan är låg i ett historiskt perspektiv. Efter ränteavdrag och justering för inflation är räntan negativ. Därmed är hushållens finansieringskostnad låg för ägt boende. Men det finns också faktorer som talar för ytterligare nedgångar i bostadspriserna. Kvoten mellan prisnivå och hushållens inkomster har visserligen sjunkit under det senaste året men är fortfarande 18 procent högre än det historiska medelvärdet (se diagram 8). Dessutom dämpar det fortsatt stora utbudet av bostäder prisutvecklingen. Eftersom priserna fortfarande är höga är bostadsmarknaden också känslig för förändringar i hushållens ekonomiska förutsättningar och framtidstro. Sammantaget bedömer FI att sannolikheten för en större nedgång i bostadspriserna är fortsatt förhöjd.

### Skärpt amorteringskrav, ökat bostadsbyggande och prisutvecklingen på bostadsmarknaden

Andelen hushåll som omfattas av det skärpta amorteringskravet och det ökade bostadsbyggandet skiljer sig betydligt mellan olika regioner. Det ökade byggandet är också koncentrerat till bostadsrätter, snarare än småhus. Diagram R1 visar prisutvecklingen för regioner indelade i fyra grupper utifrån till vilken grad de påverkas av det skärpta amorteringskravet och ökat byggande.<sup>4</sup> Prisutvecklingen i de olika grupperna är förhållandevis likartad fram till annonseringen av det skärpta amorteringskravet i juni 2017. I referensgruppen, som i liten

utsträckning omfattas av det skärpta amorteringskravet och det ökade byggandet, planar prisutvecklingen ut efter sommaren 2017. I nästa grupp omfattas många av det skärpta amorteringskravet, men inverkan från ökat byggande är låg. I den grup-

### R1. Prisutveckling mellan annonsering och införande av det skärpta amorteringskravet



Källor: FI och Valueguard.

<sup>4</sup> För hushåll boende i småhus i länen Halland, Skåne, Stockholm, Uppsala och Västra Götaland omfattas en hög andel av amorteringskravet samtidigt som byggandet av småhus varit oförändrat. Denna grupp betecknas som "Större påverkan från amorteringskrav". För hushåll boende i småhus i länen Dalarna, Norrbotten, Värmland och Västernorrland omfattas en låg andel av amorteringskravet samtidigt som byggandet av småhus varit oförändrat. Gruppen betecknas som "Liten påverkan från amorteringskrav och byggande". I länen Dalarna, Norrbotten, Värmland och Västernorrland har byggandet av bostadsrätter ökat samtidigt som en låg andel av boende i bostadsrätter påverkas av amorteringskravet. Gruppen betecknas "Större påverkan från byggande". För boende i bostadsrätter i länen Kronoberg, Stockholm, Uppsala och Västra Götaland påverkas en hög andel av amorteringskravet samtidigt som byggandet av bostadsrätter varit högt. Gruppen betecknas som "Större påverkan från amorteringskrav och byggande".

---

pen föll priserna med drygt 3 procent mellan annonseringen och det faktiska införandet av det skärpta amorteringskravet. Därefter följer en grupp som i liten utsträckning påverkas av det skärpta amorteringskravet, men där inverkan från ett ökat byggande är högt. I den gruppen föll priserna med cirka 6 procent mellan annonsering och införande av det skärpta amorteringskravet. Den sista gruppen påverkas i stor utsträckning av både det skärpta amorteringskravet och ett ökat byggande. I denna grupp sjunker priserna mest, med drygt 8 procent.

Sammantaget tyder prisutvecklingen sedan sommaren 2017 på att såväl det ökade byggandet som amorteringskravet har bidragit till dämpade priser, men att byggandet tycks ha bidragit mest till prisfallet.<sup>5</sup>

---

### **E-kronan och den finansiella stabiliteten**

På flera håll i världen diskuteras olika former av digitala centralbankspengar. En idé som väckts är att allmänheten ska få möjlighet att öppna konton i centralbanken och på så sätt få tillgång till digitala centralbankspengar. I Sverige har Riksbanken presenterat ett förslag i denna riktning under namnet e-kronan.

Digitala centralbankspengar har funnits i decennier i form av de medel som banker har på konton i centralbanker. Precis som allmänhetens inlåningskonton i vanliga banker är sådana tillgodohavanden digitala. Och precis som vanliga bankkonton används de för betalningar. Den väsentliga skillnaden är att centralbankskonton används för att genomföra betalningar mellan banker. Dessa betalningar är i sin tur resultatet av de många miljoner betalningar som hushåll och företag gör när medel förs från köparens bankkonton till säljares. Det digitala betalningssystemet är alltså uppdelat i en detaljhandelsdel, där medel förs mellan konton i vanliga banker, och en del för stora betalningar, där banker inbördes jämnar nettot av de betalningar som deras kunder gör.

Om hushåll och företag har konton i centralbanken kan betalningar ske direkt mellan dessa konton. På så sätt minskar behovet av banker som mellanhänder och betalningsförmedlare. Men konton för alla i centralbanken kan även få genomgripande konsekvenser för hur det finansiella systemet i stort fungerar och för vilken roll staten spelar i ekonomin.

Dessa följder analyseras i en rapport från Bank for International Settlements (BIS).<sup>6</sup> Rapporten konstaterar bland annat att konton i centralbanken öppna för allmänheten kan göra bankers finansiering via inlåning mer instabil. Särskilt i oroliga lägen blir det lättare att överge banker och söka den extra trygghet som en fordran på centralbanken (som garanteras av staten) innebär.

Rapporten noterar vidare att inlåning i centralbanken kommer att ge den en ny roll i ekonomin även i normala tider. De medel som centralbanken får in på inlåningskonton måste placeras, antingen i utlåning till banker eller i andra typer av tillgångar. Det kan ge centralbanken inflytande över hur krediter – och i förlängningen ekonomiska resurser – fördelas i ekonomin.

---

<sup>5</sup> Se FI analys 11, Konsekvenser av ett skärpt amorteringskrav, 2017.

<sup>6</sup> Se "Central Bank Digital Currency", Bank for International Settlements, mars 2018 (<https://www.bis.org/cpmi/publ/d174.pdf>). De resonemangen som sammanfattas här förs på s. 1–2.

---

Det leder BIS till följande slutsats: "Varje steg i riktning mot ett eventuellt införande av en digital centralbanksvaluta bör föregås av försiktiga och noggranna överväganden."<sup>7</sup>

#### **Digitala centralbankspengar i Sverige?**

Riksbanken utreder sedan en tid möjligheten att ge ut digitala centralbankspengar i form av en så kallad e-krona. FI välkomnar att Riksbanken analyserar utvecklingen av betalningssystemet i ljuset av tekniska förändringar och minskad efterfrågan på kontanter.

Samtidigt pekar såväl BIS-rapporten som analyser som gjorts av andra centralbanker på potentiella stabilitetsrisker med att införa kontobaserade centralbankspengar.<sup>8</sup> Precis som med andra stabilitetsrisker har FI därför anledning att bevaka frågan noga.

FI bedömer – mot bakgrund av de möjliga effekterna på den finansiella stabiliteten och en förändrad roll för staten (via Riksbanken) när det gäller kreditförsörjningen i den svenska ekonomin – att e-kronan kräver noggranna överväganden. FI ser inte heller att frågan brådskar.

FI förutsätter därför att ett eventuellt beslut att ge Riksbanken möjlighet att ge ut en e-krona föregås av en statlig utredning som initieras av riksdagen i dess roll som Riksbankens huvudman. En sådan utredning bör ha ett brett mandat. Exempelvis är det viktigt att analysera e-kronan i ett EU-perspektiv, inte minst i relation till den EU-gemensamma banklagstiftningen och ett eventuellt framtida svenskt införande av euron.

FI kommer att utveckla sina synpunkter på e-kronan i ett remissvar på Riksbankens projektrapport. Remissvaret kommer att publiceras i början av 2019.

---

---

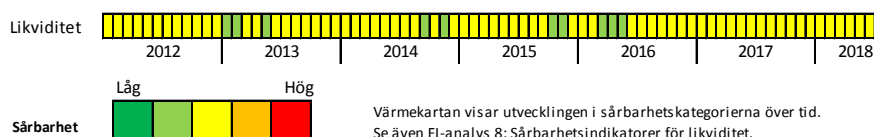
<sup>7</sup> Citatet är hämtat från s. 2 i BIS-rapporten. Det lyder i original: "Any steps towards the possible launch of a CBDC [central bank digital currency] should be subject to careful and thorough consideration."

<sup>8</sup> Se till exempel "Digitale centralbankpenge i Danmark?", Danmarks Nationalbank, december 2017 (<http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2017/12/Analyse%20-%20Digitale%20centralbankpenge%20i%20Danmark.pdf#search=digitale%20valuta>).

## Stabiliteten på de finansiella marknaderna

På värdepappersmarknaderna har risktagandet varit högt under en längre tid, både i Sverige och internationellt. Men ett högre ränteläge framöver skulle kunna innebära anpassningar hos marknadsaktörer. Sårbarheten på ränte- och valutamarknaderna är fortsatt förhöjd vilket innebär att marknadslikviditeten snabbt kan försämrans vid finansiell stress. Samtidigt har de systemviktiga finansiella infrastruktur företagen i Sverige olika utmaningar som de måste hantera.

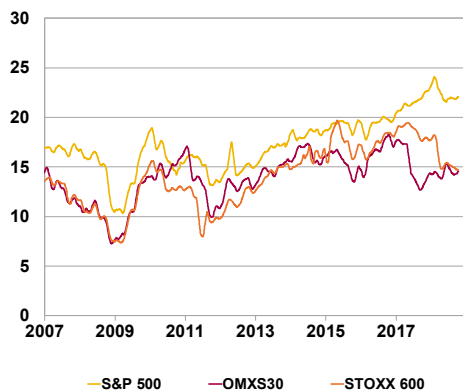
### Sårbarhetsindikatorer för marknadssektorn



Värdepappersmarknaderna är centrala för den finansiella stabiliteten. Det är genom dessa som det finansiella systemet prissätter och allokerar risk och kapital. För att värdepappersmarknaderna ska fungera väl och bidra till ett stabilt finansiellt system måste marknadernas grundläggande funktioner gå att upprätthålla även under perioder av finansiell stress.

Ett avbrott på en system viktig marknad kan få allvarliga konsekvenser för det övriga finansiella systemet och, i förlängningen, för samhällsekonomin. FI bedömer att det i första hand är ränte- och valutamarknaderna som är systemviktiga. Räntemarknaden är central för bankernas möjligheter att finansiera sig. Den är även viktig för att banker och andra finansiella företag ska kunna hantera sin likviditet och sina risker. Genom att till exempel anpassa exponeringar till fallande eller stigande marknadsräntor, och valutakursfluktuationer, kan företagen skydda sig mot faktorer som ligger utanför deras kontroll och upprätthålla verksamheten även under finansiell stress.

9. Högt värderade aktiemarknader  
P/E-tal



Källa: Thomson Reuters Eikon.

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

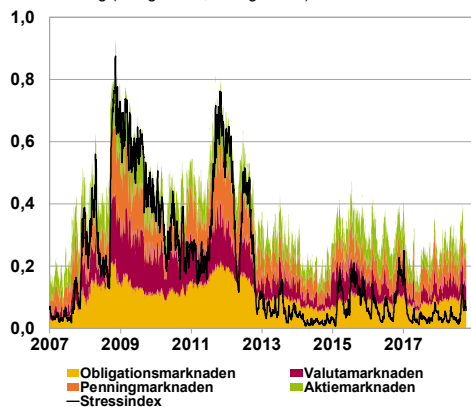
### HÖGA VÄRDERINGAR TROTS VISS KORRIGERING

De senaste årens låga räntor har, i kombination med en global återhämtning och en stark vinsttillväxt, resulterat i att tillgångspriser stigit under en längre tid, både i Sverige och internationellt. Värderingarna på aktiemarknaderna är höga ur ett historiskt perspektiv, även om priserna sjunkit något i Europa och i Sverige på senare tid (se diagram 9).

På marknaderna inom EU har den finansiella stressen ökat under hösten. Det beror sannolikt på politisk osäkerhet, till exempel oro kring de italienska statsfinanserna, i kombination med en minskad riskvilja globalt. Även på de svenska värdepappersmarknaderna har stressnivåerna ökat något under det tredje kvartalet 2018 (se diagram 10). Att den svenska kronan försvagats under senare tid beror främst på inhemska faktorer, bland annat Riksbankens expansiva penningpolitik.

### 10. Något ökad finansiell stress i Sverige

Ranking (0=låg stress, 1=hög stress)

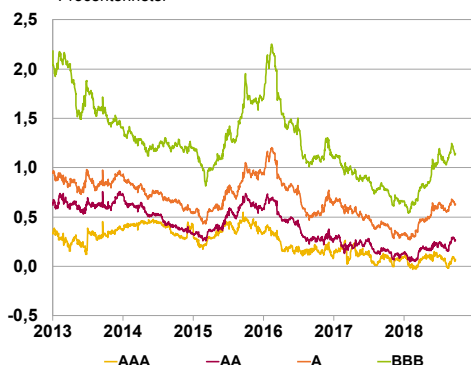


Källor: Bloomberg och Riksbanken.

Anm. Svenska stressindexet är framtaget av Riksbanken enligt en liknande metod som för ECB:s europeiska stressindex. Se Johansson och Bonthron (2013). Vidareutveckling av indexet för finansiell stress för Sverige, Penning- och valutapolitik 2013:1. Sveriges Riksbank. Sista observation 2018-10-09.

### 11. Stigande riskpremier i euroområdet

Procentenheter

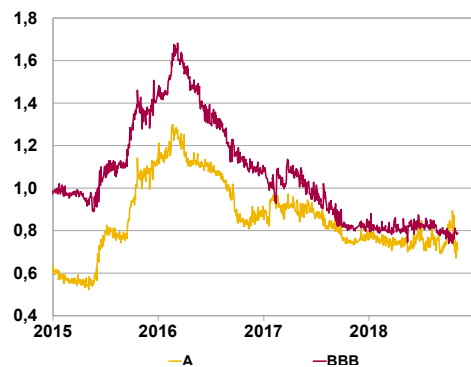


Källor: FI och Thomson Reuters Datastream.

Anm. Ränteskillnader för företagsobligationer med olika kreditbetyg inom euroområdet. Uträknat som skillnaden mellan iBoxx euro corporates med löptid 5-7 år och Thomson Reuters euro vs Euribor ränteswappar.

### 12. Låga riskpremier på företagsobligationer i Sverige

Procentenheter



Källa: Thomson Reuters Eikon.

Anm. Ränteskillnader för företagsobligationer med olika kreditbetyg i Sverige. Uträknat som skillnaden mellan Thomson Reuters Sweden corporate benchmark med löptid 5 år och en svensk ränteswapp med löptid 5 år.

## Den internationella lågränthemiljön

Den expansiva penningpolitik som förts i flera länder, med låg styrrenta och kvantitativa lättnader, har bidragit till att investerare har efterfrågat finansiella instrument med högre förväntad avkastning och därmed även högre risk. En följd av viljan att ta risk är att riskpremier har fallit. I USA har riskpremier både på aktier och på företagsobligationer varit låga under en längre tid. Även i euroområdet har riskpremier på företagsobligationer varit låga, men de har stigit sedan början av 2018, i synnerhet på företagsobligationer med lägre kreditbetyg (se diagram 11). Osäkerheten kring den framtida politiska utvecklingen i Italien kan vara en av orsakerna till det något dämpade risktagandet. Räntor på italienska företagsobligationer och statsobligationer har stigit jämfört med andra euroländer, vilket leder till högre riskpremier (se diagram 5 i kapitel Den ekonomiska utvecklingen).

I euroområdet pågår även ett nettoutflöde från obligationsfonder med hög kreditrisk. När oron stiger på de finansiella marknaderna minskar vanligen riskaptiten och investerare söker sig till mindre riskfyllda tillgångar, som till exempel statsobligationer från länder med hög kreditvärdighet.

I Sverige är riskpremierna på företagsobligationer fortsatt låga vilket tyder på att oron i euroområdet inte har spridit sig hit (se diagram 12). I stället verkar den svenska företagsobligationsmarknaden fortsatt präglas av gynnsamma förhållanden för emittenter och hög efterfrågan från investerare. I den föregående stabilitetsrapporten visade FI att marknadsfinansiering med räntebärande värdepapper blivit ett allt viktigare komplement till bankfinansiering hos icke-finansiella företag.

För den svenska aktiemarknaden syns däremot inte samma nedgång i riskpremier (se faktaruta Påverkan på riskpremier av den expansiva penningpolitiken).

## Påverkan på riskpremier av den expansiva penningpolitiken

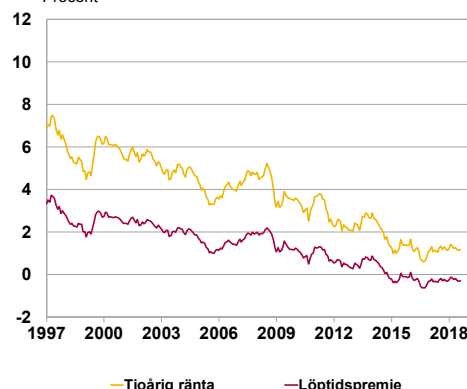
En övergång till en mindre expansiv penningpolitik kommer få konsekvenser för prissättningen av finansiella tillgångar och därmed leda till förändringar i riskpremierna. FI har analyserat hur löptidspremier och aktieriskpremier i Sverige har utvecklats under den expansiva penningpolitiken samt hur de kan påverkas om styrrentan höjs och Riksbankens köp av statsobligationer avtar.

Löptidspremier är en form av kompensation som investerare kräver när de investerar i obligationer med längre löptider jämfört med kortare löptider.

Den tioåriga löptidspremier har fallit de senaste tjugo åren (se diagram R2). Löptidspremier har sedan slutet av 2014 varit negativ. Samma år sänkte Riksbanken

### R2. Negativ löptidspremie i Sverige

Procent



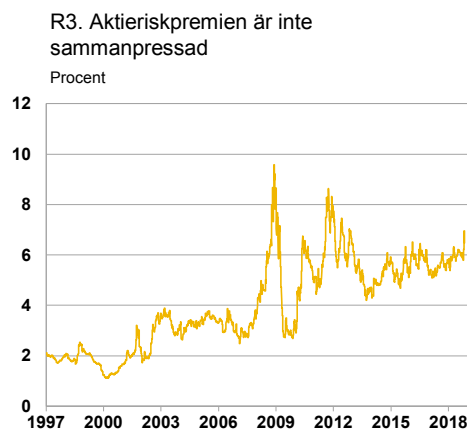
Källor: FI:s egna beräkningar och Thomson Reuters Eikon.

Anm. Månatliga swappräntor från den svenska marknaden med löptider på 1 och 10 år samt Stibor med löptider på 1 månad, 3 månader och 6 månader under perioden juli 1995 till juli 2018.



reporäntan till noll procent. Både den negativa styrräntan och Riksbankens köp av statsobligationer är troligen bidragande orsaker till den negativa nivån under de senaste åren. Enligt FI:s analys finns det ett samband mellan expansiv penningpolitik och en lägre löptidspremie.

Aktieriskpremien återspeglar skillnaden mellan den avkastning en investerare i genomsnitt förväntar sig av en placering på aktiemarknaden och den riskfria räntan. Enligt FI:s analys finns det inget tydligt samband mellan förändringar i penningpolitiken och aktieriskpremien på kort sikt. Aktieriskpremien i Sverige tycks inte heller vara sammanpressad. Den genomsnittliga nivån har snarare ökat under de senaste åren samtidigt som penningpolitiken har blivit alltmer expansiv (se diagram R3).



Källa: Thomson Reuters Datastream.

I USA har ekonomin utvecklats starkt och penningpolitiken har gjorts mindre expansiv sedan 2015. Trots detta är aktieriskpremien och löptidspremien på fortsatt låga nivåer. Det tyder på att både löptidspremien och aktieriskpremien kan vara låga i en miljö där penningpolitiken blir allt mindre expansiv.

Sammantaget tyder analysen på att den expansiva penningpolitiken är en trolig bidragande orsak till en lägre löptidspremie i Sverige på senare tid. En återgång till en mindre expansiv penningpolitik skulle därmed kunna påverka löptidspremien. Men det är svårt att avgöra hur en sådan anpassning kommer att ske och vilka risker det medför. Dessutom är det fler faktorer än bara penningpolitiken som spelar in, däribland utvecklingen i andra länder.

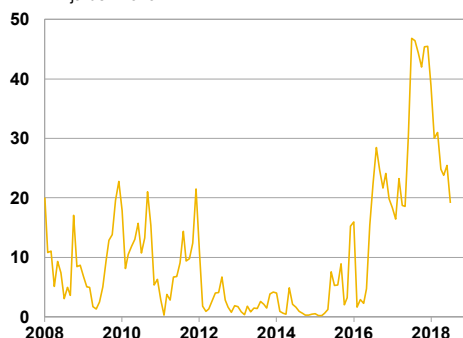
## FORTSATT FÖRHÖJD SÅRBARHET PÅ RÄNTE- OCH VALUTAMARKNADEN

FI:s sårbarhetsindikatorer visar på en fortsatt förhöjd sårbarhet på ränte- och valutamarknaderna, vilket tyder på att marknadslikviditeten kan bli låg vid finansiell stress. Som FI tidigare konstaterat är det framför allt de höga kostnaderna för marknadsgaranterna att ta på sig risker och finansiera sina handelslager som bidrar till den förhöjda sårbarheten.

Under 2018 har marknadsgaranternas behov av att låna statsobligationer av Riksgälden minskat. Det innebär att utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet har minskat (se diagram 13). Denna indikator var väldigt hög under 2017. En bidragande orsak kan ha varit att andelen statsobligationer som fanns tillgänglig för handel sjönk på grund av Riksbankens omfattande köp av statsobligationer. Men under 2018 har investerare i större utsträckning repat ut sina innehav, bland annat är fler utländska aktörer aktiva på repomarknaden. Därmed har behovet av Riksgäldens repor minskat och indikatorn har sjunkit.

13. Minskat utnyttjande av Riksgäldens facilitet

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden.

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



Under de senaste åren har det funnits en väldigt hög efterfrågan på amerikanska dollar. Det har gjort att det blivit billigare att låna i dollar och omvandla till kronor än att låna direkt i kronor. Under 2018 har kostnaden för att låna i dollar ökat. Utbud och efterfrågan har därmed balanserats och sårbarheten på valutaswappmarknaden har minskat något.

Trots vissa förbättringar råder det fortfarande en förhöjd sårbarhet på ränte- och valutamarknaderna när indikatorerna vägs samman. Det visar, som tidigare nämnts, att marknadslikviditeten snabbt kan försämrars vid finansiell stress.<sup>9</sup>

### DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN

En förutsättning för att värdepappersmarknaderna ska fungera är att den finansiella infrastrukturen är säker och effektiv. FI anser att flera kategorier av infrastruktur företag under tillsyn är systemviktiga.

Dessa är följande:

- Clearingorganisationer för massbetalningar.
- Centrala motparter som erbjuder motpartsclearing av finansiella derivat och vissa värdepapper.
- Värdepapperscentraler som utför clearing och avveckling av transaktioner med värdepapper, registrerar värdepapper och tillhandahåller värdepapperskonton.

FI bedömer att den finansiella infrastrukturen i Sverige överlag fungerar väl. Men det finns utmaningar som måste hanteras och flera centrala funktioner inom den finansiella infrastrukturen står inför stora förändringar under kommande år.

#### Betalningssystem i förändring

I det svenska betalningssystemet för massbetalningar sammanställs och clearas främst betalningar mellan hushåll och icke-finansiella företag. De senaste årens nya betaltjänster i kombination med nya internationella standarder och ny lagstiftning innebär stora förändringar på den svenska massbetalningsmarknaden. De projekt som pågår syftar bland annat till att förenkla gränsöverskridande betalningar.<sup>10</sup> Sju nordiska banker<sup>11</sup> utreder till exempel möjligheten att skapa en gemensam nordisk infrastruktur för betalningar i olika valutor. Den befintliga infrastrukturen för betalningar baseras på nationella lösningar och syftet med det nordiska projektet är bland annat en gemensam operationell drift och harmoniserade regelverk för att möjliggöra kostnadseffektiva betalningar i Norden. Troligen kommer det att behövas tillstånd från tillsynsmyndigheter för att bedriva denna verksamhet.

---

<sup>9</sup> Se FI-analys 8, Sårbarhetsindikatorer för likviditet, 2017.

<sup>10</sup> Single European Payments Area (SEPA) är ett projekt med syfte att skapa ett gemensamt betalningsområde för betalningar i euro. Målet är att förenkla för privatpersoner, företag och myndigheter att göra affärer och skicka betalningar inom EU och EES.

<sup>11</sup> Danske Bank, DNB, Handelsbanken, Nordea, OP Financial Group, SEB och Swedbank.

FI följer utvecklingen i projektet noggrant. Det är av stor vikt att deltagarna i projektet garanterar den operationella driftsäkerheten i de befintliga systemen och ser till att en eventuell övergång till nya system sker så säkert som möjligt.

### Centrala motparters riskhantering

En central motparts primära uppgift är att ta över motpartsriskerna genom att agera motpart till både säljare och köpare i en finansiell transaktion. Den koncentration av motpartsrisk som därmed uppstår ställer höga krav på verksamheten hos en central motpart och dessa har därmed kommit att betraktas som systemviktiga.

Tillsynsmyndigheter ställer höga krav på centrala motparters styrning och riskhantering eftersom ett fallissemang av en central motpart riskerar att få mycket allvarliga konsekvenser för hela det finansiella systemet. Enligt EU:s förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir) krävs det bland annat att den centrala motparten har finansiella resurser för att klara en situation där de, exponeringsmässigt, två största medlemmarna fallerar.<sup>12</sup> Därför ska den centrala motparten bland annat ta in säkerheter från deltagarna samt bidra till en gemensam obeståndsfond.

---

### En unik och allvarlig händelse hos den centrala motparten Nasdaq Clearing

Nasdaq Clearing AB (Nasdaq Clearing) är en central motpart som står under tillsyn av FI och som bedriver central motpartsclearing för olika typer av derivat och för repor. Den 11 september 2018 informerade Nasdaq Clearing FI att de var på väg att försätta en clearingmedlem på obestånd (default) eftersom medlemmen inte uppfyllde kravet på att ställa marginalsäkerheter. Medlemmen var aktiv på elderivatmarknaden genom handel på Nasdaq Oslo ASA.

Ett prisfall på den nordiska elmarknaden i samband med en kraftig prisökning på den tyska marknaden påverkade clearingmedlemmens portfölj negativt eftersom den innehöll en stor spreadposition mellan nordisk och tysk el. Nasdaq Clearing stängde clearingmedlemmens position i en sluten auktion den 12 september. Enligt Emir ska den fallerande medlemmens marginalsäkerheter först och främst användas för förlusttäckning. Om dessa inte räcker används medlemmens bidrag till obeståndsfonden. I detta fall räckte varken de marginalsäkerheter som clearingmedlemmen hade ställt eller medlemmens eget bidrag till obeståndsfonden. Nästa steg enligt Emir är då att använda den centrala motpartens egna särskilt avsatta medel och därefter de kvarvarande medlemmarnas bidrag till obeståndsfonden.

Förlusten vid stängningen av positionen blev 114 miljoner euro för Nasdaq Clearing och övriga medlemmar. Utöver den fallerade clearingmedlemmens marginalsäkerheter och bidrag till obeståndsfonden användes det kapital som Nasdaq Clearing avsatt samt två tredjedelar av de övriga medlemmarnas bidrag till obeståndsfonden. När obeståndsfonden utnyttjats i en krissituation måste den fyllas upp igen inom två dagar. Den 17 september hade obeståndsfonden återkapitaliserats till fullo av medlemmarna.

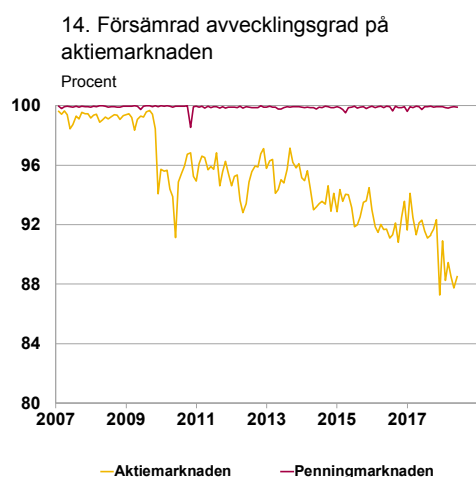
Den nordiska elderivatmarknaden har tidigare ansetts vara en av de mest likvida i världen, men likviditeten har under flera år sjunkit. Den stora förlusten vid stängningen av denna position tyder på att marknaden inte var tillräckligt likvid för att på kort sikt absorbera positionen till en begränsad kostnad. Nasdaq Clearing har inga

---

<sup>12</sup> EU:s förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister ([EU] 648/2012).

regler för hur stor position en clearingmedlem kan ta så länge kraven på marginalsäkerheter uppfylls. I detta fall rörde det sig om en väldigt stor position i förhållande till djupet på hela den motsvarande marknaden. Storleken på positionen orsakade en komplicerad auktionsprocess, med sannolikt större förluster än vad som skulle ha varit fallet om positionen varit mindre eller om marknaden varit mer likvid. Detta visar att det inte går att ta för givet att en marknad är likvid samt att likviditeten kan försämrans även i en marknad som tidigare fungerat väl.

FI har gjort en första analys av händelsen och ser allvarligt på det som inträffat. Händelsen ådrar sig också ett stort internationellt intresse från andra myndigheter och samarbetsorganisationer. FI kommer att fortsätta arbeta med frågor som rör krav och uppföljning av medlemmar, rutiner vid obestånd, koncentrationsrisker samt riskmodeller.



Källa: Euroclear Sweden AB.

Anm. Andel affärer som avvecklas på överenskommen tid.

### Kraftigt försämrade avvecklingsgrad för aktier

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. Med avvecklingsgrad avses andelen affärer som avvecklas på överenskommen tid. Värdepapperscentraler är systemviktiga för de marknader där de är verksamma och de bidrar till att skapa förtroende för att värdepapperstransaktioner utförs i tid även under perioder av extrem stress. I Sverige är det Euroclear Sweden AB (Euroclear) som hanterar avveckling av transaktioner med svenska aktier och räntebärande värdepapper.

Avvecklingen hos Euroclear är uppdelad i en aktiemarknad och en penningmarknad. Den svenska marknaden har historiskt kännetecknats av en hög avvecklingsgrad. Under de två senaste åren har avvecklingsgraden på framför allt aktiemarknaden försämrats och sjunkit från 96 procent 2016 till som lägst 87 procent under 2018 (se diagram 14). Den genomsnittliga avvecklingsgraden på aktiemarknaden i Europa ligger på 93–94 procent.<sup>13</sup>

Störningar i avvecklingsinfrastrukturen och försämrade avvecklingsgrad kan orsaka höga kostnader för investerare. Det innebär även ökade kredit- och likviditetsrisker för de inblandade parterna. Likviditetsrisk kan även spridas över hela marknaden, exempelvis kan en bilateral avveckling av en stor aktietransaktion som inte genomförs i tid påverka flera andra transaktioner i kedjan, inklusive transaktioner som avvecklas genom centrala motparter.

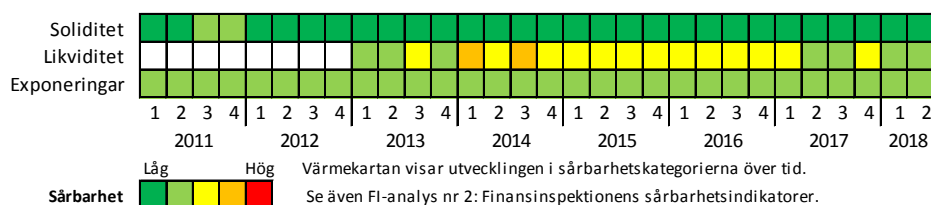
Euroclear planerar att vidta åtgärder för att hantera den försämrade avvecklingsgraden på aktiemarknaden. Dessa åtgärder innefattar bland annat tillämpning av nya former för sanktionsavgifter samt möjlighet till leverans av delar av en transaktion. FI ser allvarligt på utvecklingen av avvecklingsgraden på aktiemarknaden eftersom det leder till ökade kredit- och likviditetsrisker vilket även kan få negativa spridningseffekter genom hela marknaden. FI vill därför understryka att dessa åtgärder är nödvändiga för att vända den nedåtgående trenden.

<sup>13</sup> Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens (Esma) statistik för andra halvåret 2017.

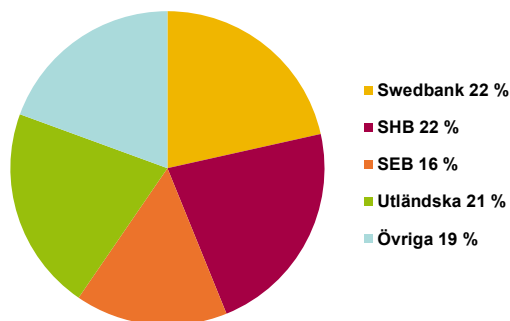
## Stabiliteten i banksektorn

FI bedömer att de tre svenska storbankerna har en tillfredsställande motståndskraft. Det beror dels på att FI ställer höga krav på kapital och likviditet, dels på att storbankernas goda lönsamhet understöds av en fortsatt stark konjunktur. Koncentrationen av krediter till den kommersiella fastighetssektorn är hög. Det utgör en sårbarhet som kan realiseras vid stora problem på fastighetsmarknaden. I oktober flyttade Nordea sin legala hemvist från Sverige. Trots det är banken fortsatt en viktig aktör i det svenska finansiella systemet.

### Sårbarhetsindikatorer för banksektorn



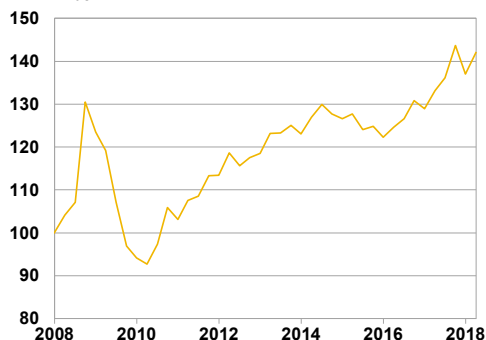
15. Fördelning av bankutlåning i Sverige  
Procent, kv. 2 2018



Källa: FI.

Anm. Bankernas utlåning till allmänheten. Övriga banker inkluderar övriga svenska kreditinstitut och utländska banker inkluderar utländska bankers utlåning i Sverige. Nordea räknas till kategorin utländska banker, där bland annat även Danske Bank ingår.

16. Storbankernas intjänning är hög  
Index



Källa: Bloomberg.

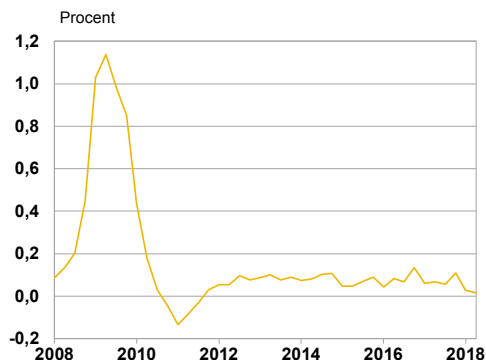
Anm. Storbankernas räntenetto indexerat med bas kv. 1 2008.

Bankerna har en central roll i det finansiella systemet eftersom det främst är de som utför grundläggande funktioner som betalningar, omvandling av sparande till finansiering och hantering av finansiella risker. Dessa grundläggande funktioner är kritiska för det finansiella systemet och för ekonomin. Därför är det viktigt att banksystemet har en god motståndskraft mot störningar. Detta minskar även risken för att problem sprids vidare till andra delar av det finansiella systemet. Motståndskraften stärks av hållbara affärsmodeller med stabil lönsamhet, ett tillräckligt högt kapital som kan bära förluster och ett gott förtroende på finansieringsmarknaden.

### BANKSYSTEMET OCH NORDEAS FLYTT

I dag finns det cirka 120 banker, kreditmarknadsbolag och övriga kreditinstitut som bedriver verksamhet i Sverige med tillstånd från FI. Under hösten har det dock skett stora förändringar på den svenska bankmarknaden. Den 1 oktober fullföljde Nordea, som tidigare var Sveriges största bank, sin flytt av huvudkontoret till Finland. Trots att Nordea har valt att flytta sin legala hemvist till Finland är bankens verksamhet fortsatt stor och av betydande vikt för det finansiella systemet i Sverige. FI:s bedömning är att Nordeas sammantagna kapital- och likviditetskrav inte kommer att påverkas på kort sikt av flytten. På längre sikt förväntar sig FI att kapitalkraven för stora banker i Sverige kommer att bli mer lika de i resten av EU, genom en harmonisering av såväl regelverken som tillämpningen. Efter dialog med ECB bedömer FI att Nordeas kapitalkrav kommer att vara i paritet med dagens krav, om risknivån i banken inte ändras. FI bedömer även att de underliggande riskerna i Nordeas svenska verksamhet (som delvis kommer bedrivas i filialform och delvis som dotterbolag) inte kommer förändras väsentligt till följd av flytten. Men flytten kan, under en övergångsperiod, leda till högre operativa risker.

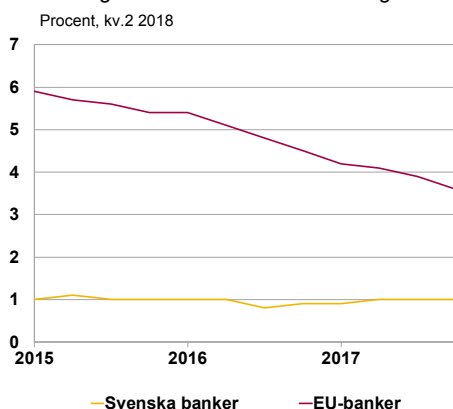
### 17. Storbankerna har fortsatt låga kreditförluster



Källa: Bankernas kvartalsrapporter.

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

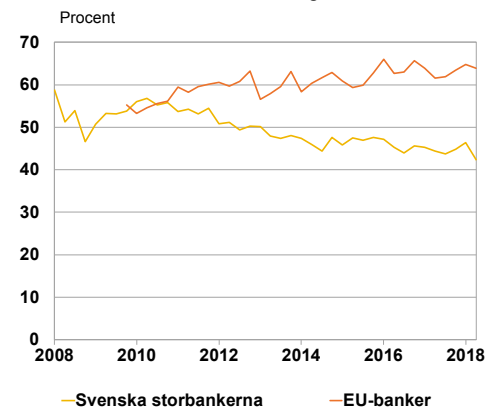
### 18. Låg andel nödlidande lån i Sverige



Källa: EBA.

Anm. Andel nödlidande lån i relation till total utlåning. Genomsnitt av banksektorn i Sverige respektive EU.

### 19. Svenska banker har lägre kostnader



Källor: EBA och SNL.

Anm. Storbankernas K/I-tal, jämfört med ett snitt för EU-bankerna.

Flytten innebär att FI:s mandat och befogenheter att bedriva tillsyn över Nordea minskar. ECB har tagit över tillsynsansvaret för moderbolaget, och därmed banken på gruppnivå. FI kommer fortsättningsvis endast att ansvara för tillsynen över de svenska dotterbolagen (till exempel Nordea Hypotek). Därför har FI och ECB enats om övergripande principer för informationsutbyte, samarbete vid undersökningar och andra viktiga frågor. Den samlade bedömningen är därför att FI kommer att ha tillräcklig insyn i Nordeas verksamhet för att kunna verka för att den svenska finansiella stabiliteten bibehålls.<sup>14</sup>

## BANKERNA HAR GOD INTJÄNING OCH HÖG LÖNSAMHET

De tre svenska storbankerna<sup>15</sup> har under en längre tid tappat marknadsandelar inom bolån och företagsutlåning till mindre aktörer och till utländska filialer. Efter Nordeas flytt står de tre kvarvarande storbankerna för cirka 60 procent av banksystemets samlade utlåning till allmänheten i Sverige (se diagram 15). De svenska storbankerna har alltså fortfarande en avgörande betydelse för hur väl det svenska banksystemet fungerar. FI prioriterar därför tillsynen av storbankerna och ställer extra höga krav på deras kapital- och likviditetstäckning. Att banksystemet är koncentrerat till ett fåtal stora banker kan göra det mer sårbart, eftersom svårigheter i en stor bank kan leda till att hela det finansiella systemet får problem.

Storbankernas räntenetto, vilket är deras största intäktskälla, fortsätter att öka till följd av en ökad utlåning och stabila räntemarginaler (se diagram 16). Även provisionsnettot har stigit, då aktiviteten på kapitalmarknaderna har varit relativt hög. Detta är till stor del en följd av hög ekonomisk tillväxt under flera års tid, vilket har resulterat i en hög efterfrågan på finansiella tjänster. Om marknadsläget av någon anledning skulle försvagas kraftigt kommer dessa förutsättningar att ändras snabbt och i sin tur påverka lönsamheten negativt. Men det faktum att storbankerna i utgångsläget har en hög intjäning gör att förutsättningarna för att möta förluster i ett stressat konjunkturläge är bättre än om så inte hade varit fallet.

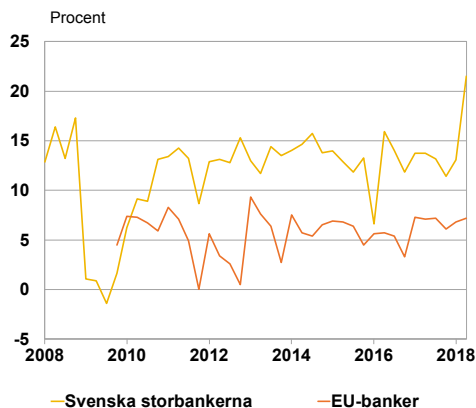
Det gynnsamma konjunkturläget har också bidragit till att kreditförlusterna är låga (se diagram 17). Det syns även genom att bankerna har en låg andel nödlidande lån (ett lån är nödlidande när låntagaren inte har betalat överenskomna räntor och amorteringar inom en viss tid efter förfall, normalt 90 dagar). I Sverige ligger andelen nödlidande lån i banksektorn på 1 procent, vilket är en av de lägsta nivåerna i EU. Genomsnittet i EU är 3,6 procent (se diagram 18). De svenska storbankerna har också lägre kostnader i förhållande till intäkterna jämfört med genomsnittet för storbanks i EU (se diagram 19). En hög grad av automatisering och digitalisering i verksamheten gör att de svenska storbankerna kan ha färre antal kontor och anställda i relation till affärsvolymen. Detta kombinerat med låga kreditförluster är viktiga skäl till att avkastningen på eget kapital är högre än genomsnittet för storbankerna i EU (se diagram 20<sup>16</sup>). Den höga kapitalavkastningen bidrar

14 Se beslut Tillstånd att verkställa fusionsplan för Nordea, augusti 2018, FI Dnr 18-5975, FI.

15 Med storbanks avses Handelsbanken, SEB och Swedbank.

16 Under andra kvartalet 2018 redovisade storbankerna realisationsvinster från försäljningen av sina ägarandelar i kreditupplysningsföretaget UC, och SEB sålde sitt danska dotterbolag SEB Pension, vilket ledde till en tillfällig effekt på lönsamheten.

## 20. Storbankerna har god lönsamhet

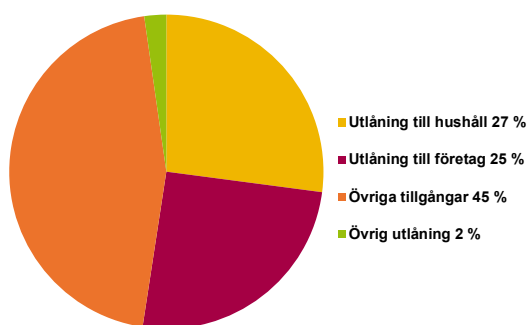


Källor: EBA och SNL.

Anm. Storbankernas räntabilitet på eget kapital jämfört med ett snitt för EU-banker. För de svenska storbankerna ingår reavinsten från UC-försäljningen senaste kvartalet.

## 21. Fördelning av storbankernas totala tillgångar

Procent, kv.2 2018

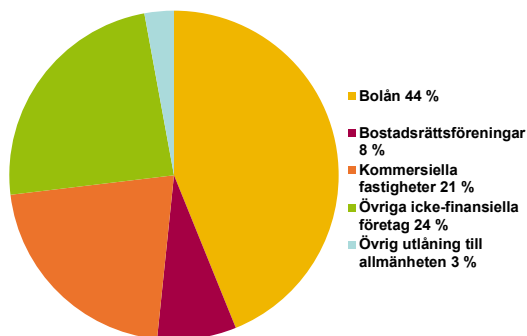


Källa: FI.

Anm. Storbankernas fördelning av totala tillgångar. Företag avser icke-finansiella företag.

## 22. Fördelning av storbankernas utlåning

Procent, kv.2 2018



Källa: FI.

Anm. Avser storbankernas utlåning till allmänheten på gruppnivå.

till att sårbarhetsindikatorn för soliditet visat på låg sårbarhet under en lång tid.

KI:s prognos för den ekonomiska utvecklingen (se kapitel Den ekonomiska utvecklingen) indikerar en stark global konjunktur. Men det finns tendenser till avmattning framöver, vilket även väntas påverka Sverige. Mot den bakgrunden är det troligt att även bankernas utlåning till allmänheten mattas av något. Hushållens skulder väntas öka i en långsammare takt framöver. Bankernas utlåning till de icke-finansiella företagen väntas däremot öka på kort sikt, för att därefter plana ut på en hög nivå (se kapitel Hushållens och företagets skulder). Samtidigt tyder fortsatt höga räntemarginaler – som i dagsläget ligger på cirka 1,3 procent – på att bankernas räntenetto har goda förutsättningar att ligga kvar på höga nivåer.<sup>17</sup>

## HÖG EXPONERING MOT FASTIGHETSSEKTORN

Utlåning till hushåll och icke-finansiella företag svarar för drygt hälften av de tre svenska storbankernas totala tillgångar (se diagram 21). Närmare 90 procent av hushållsutlåningen består av bolån medan kommersiella fastigheter, inklusive bostadsrättsföreningar, står för cirka 55 procent av företagsutlåningen (se diagram 22). Utvecklingen på fastighetsmarknaden har därför en stor påverkan på bankernas finansiella ställning. Bostäder eller andra fastigheter används dessutom ofta som säkerhet till bankernas utlåning. Säkerheterna minskar bankernas kreditrisker, men i kristider kan ett prisfall minska säkerheternas värde. Om låntagarna samtidigt skulle få stora svårigheter att betala sina lån riskerar bankerna att göra kreditförluster. FI bedömer i dagsläget att risken för att bankerna ska göra stora kreditförluster på svenska bolån är begränsad. FI:s stresstester visar att de flesta hushåll har en god återbetalningsförmåga och goda marginaler, vilket ger motståndskraft om bostadspriserna skulle falla och räntorna stiga (se kapitel Hushållens och företagets skulder).

### Allt mer utlåning till kommersiella fastigheter

De svenska storbankernas exponeringar mot kommersiella fastigheter är fördelade över olika segment. De högsta koncentrationerna finns inom kommersiella bostadsfastigheter (31 procent av exponeringen), detaljhandelsfastigheter (20 procent av exponeringen) och kontor (20 procent av exponeringen). Totalt uppgår de tre svenska storbankernas direkta kreditexponering mot den kommersiella fastighetssektorn till omkring 1 350 miljarder kronor.<sup>18</sup>

Utlåningen till fastighetsföretag som andel av bankernas totala företagsutlåning har ökat med drygt 2 procentenheter sedan tredje kvartalet 2014 (se diagram 23), vilket är betydligt mer än för någon annan företagssektor. Sektorkoncentrationen i storbankernas kreditportföljer har därmed vuxit, vilket i sig har ökat bankernas risker i händelse av en negativ utveckling för fastighetsföretagen.

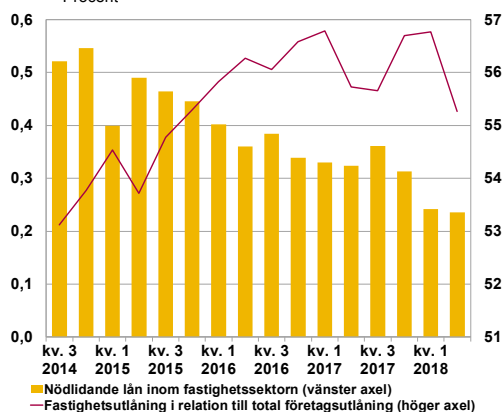
<sup>17</sup> Räntemarginalen har beräknats som ovikat genomsnitt av storbankernas räntenetto dividerat med total utlåning till allmänheten.

<sup>18</sup> Beloppet syftar till storbankernas totala exponeringar, på gruppnivå, mot kommersiella fastigheter i hela världen.



### 23. Andelen nödlidande lån har sjunkit

Procent

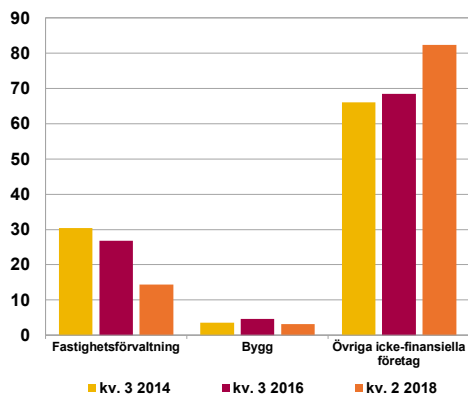


Källa: FI.

Anm. Visar andelen nödlidande lån i fastighetsutlåningen (staplar, vänster axel) och andelen fastighetsutlåning i den totala företagsutlåningen (linje, höger axel).

### 24. Fastighetssektorns bidrag till totala volymen nödlidande lån har minskat

Procent

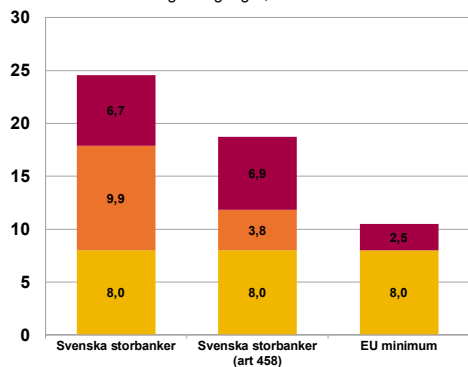


Källa: FI.

Anm. Olika sektors bidrag till den totala volymen nödlidande lån. Sektorer uppdelade baserat på NACE-koder.

### 25. Minimikravet kompletteras med kapitalbuffertar

Procent av riskvägda tillgångar, kv. 2 2018



■ Minimikrav under Pelare 1 ■ Pelare 2-krav ■ Kombinerat buffertkrav

Källa: FI.

Anm. Medelvärden för de svenska storbankerna. Mittenstapeln visar utfall för det fall då artikel 458 redan hade varit införd.

### Bankerna har få kommersiella fastighetslån med problem

Samtidigt som utlåningen till den kommersiella fastighetssektorn har ökat kraftigt de senaste åren har de nödlidande lånen till fastighetsföretag minskat. De uppgick till omkring 0,5 procent av bankernas utlåning till fastighetsföretagen under det tredje kvartalet 2014. Andelen har halverats till 0,24 procent under det andra kvartalet 2018 (se diagram 23). Dessutom har fastighetssektorns bidrag till de totala volymerna av nödlidande företagslån minskat. Från att ha utgjort 30 procent under det tredje kvartalet 2014 stod de för 15 procent andra kvartalet 2018 (se diagram 24). De låga kreditförlusterna beror till viss del på att fastighetsföretag har åtnjutit ett mycket starkt konjunkturläge och att hyresintäkterna, för kontorslokaler, i Sverige har haft en hög tillväxttakt under flera år. Till skillnad från hushållssektorn har den kommersiella fastighetssektorn överlag inte lika stabila intäkter. Därmed kan kreditkvaliteten snabbt försämrans vid en konjunktur nedgång. Dessutom skulle detta påverka kreditkvaliteten i hela den kommersiella fastighetssektorn eftersom hela sektorn reagerar på samma sätt vid makroekonomiska förändringar.

### SVENSKA BANKER VISAR MOTSTÅNDSKRAFT

Utöver hållbara affärsmodeller med god intjäning, är nivån och utformningen av det egna kapitalet en nyckelfaktor för bankernas motståndskraft. Välskapitaliserade banker har bättre förutsättningar att hantera förluster och därmed att kunna fortsätta att tillhandahålla samhällsviktiga tjänster, även under perioder av hög eller långvarig stress på marknaden.

Den mängd kapital som de svenska bankerna håller beror i hög grad på de kapitalkrav som FI ställer. Med andra ord kan FI genom kapitalkraven påverka bankernas kapitalnivå och därmed banksystemets motståndskraft. Den finansiella stabiliteten kan, vid sidan av tillräckligt höga kapitalnivåer, ytterligare stärkas av hur kapitalkraven är utformade<sup>19</sup>, det vill säga hur kraven är uppbyggda och hur de fungerar om banken gör förluster. Exempelvis anser FI att det är viktigt att kraven innehåller buffertar som kan absorbera förluster och användas som stötdämpare vid kriser.

De tre svenska storbankerna har betydligt högre riskbaserade kapitalkrav än miniminivåerna i EU-regelverket (se diagram 25). Det förklaras bland annat av att FI har infört högre buffertkrav än vad regelverket kräver. En annan förklaring är de specifika krav som FI ställer på svenska bolån.

FI har beslutat att förändra metoden för tillämpning av riskviktgolvet för svenska bolån från den 31 december 2018.<sup>20</sup> Förändringen är viktig ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv då den säkerställer samma kapitalkrav för svenska bolån även efter att Nordea flyttat (se diagram 26). Däremot innebär förändringen att bankernas kapital och kapitalkrav blir lägre när de mäts i relation till de riskvägda tillgångarna. Förändringen gör därför att svenska bankers kapitalrelationer blir mer i linje med bankerna i övriga EU.

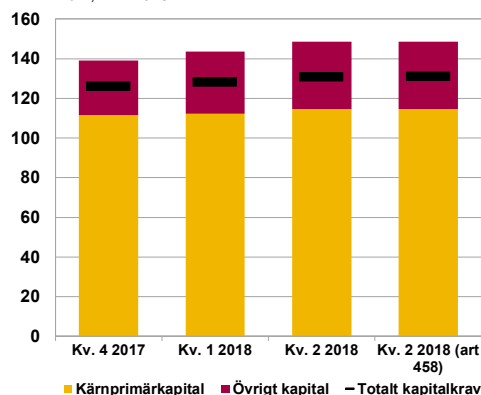
19 Genom att ha kapitalkrav som är riskbaserade, transparenta, innehåller användbara buffertar och täcker risker i ett brett perspektiv, inklusive systemrisk. För mer information om FI:s principer se rapport Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2018 (Dnr 18-7140), FI.

20 Se beslut Riskviktsgolv för svenska bolåneexponeringar, augusti 2018, FI Dnr 18-6251, FI.



26. Storbankerna uppfyller kapitalkraven med marginal (kr)

Mdkr, kv.2 2018

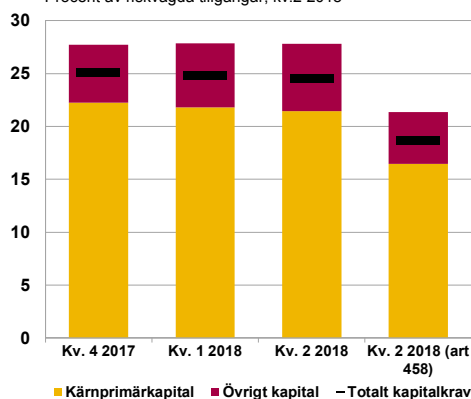


Källa: FI.

Anm. Medelvärden för de svenska storbankerna. Sista stapeln visar utfall per kv. 2 om artikel 458 hade varit införd.

27. Storbankerna uppfyller kapitalkraven med marginal (%)

Procent av riskvägda tillgångar, kv.2 2018

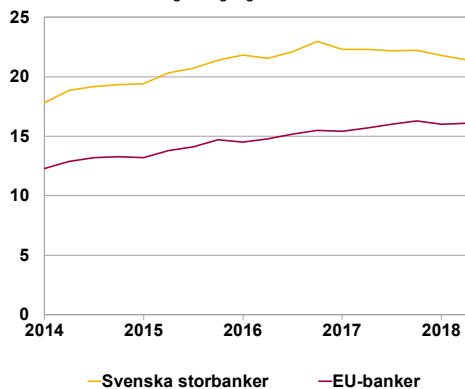


Källa: FI.

Anm. Medelvärden för de svenska storbankerna. Sista stapeln visar utfall per kv. 2 om artikel 458 hade varit införd.

28. Kärnprimärkapitalrelationen är fortsatt hög

Procent av riskvägda tillgångar



Källor: EBA och FI.

Anm. Medelvärden för de svenska storbankerna och medianvärde för de största bankerna i EU enligt EBA Risk Dashboard.

Storbankerna uppfyller de riskbaserade kapitalkraven med marginal (se diagram 27). Kapitalkravet har under det senaste halvåret ökat med i genomsnitt närmare 5 miljarder per storbank. I relation till de riskvägda tillgångarna har kravet samtidigt gått ner från 25,1 procent till 24,5 procent. Detta beror bland annat på att risker som tidigare hantades via pelare 2-krav nu beaktas i bankernas modeller där de ökar de riskvägda tillgångarna.<sup>21</sup> Till följd av bankernas intjäning har deras kärnprimärkapital ökat under det senaste året. Men de riskvägda tillgångarna har ökat mer. Det gör att kärnprimärkapitalrelationen har gått ner från i genomsnitt 22,3 procent till 21,4 procent. Den största delen av minskningen har skett under det senaste halvåret (se diagram 28). Bankerna uppfyller även det kommande bruttosoliditetskravet, men de ligger något under EU-genomsnittet (se diagram 29). Förhållandevis höga kapitalnivåer och stora buffertar skapar sammantaget motståndskraft i det svenska banksystemet.

EBA:s stresstest tyder också på att de svenska storbankerna har kapacitet att klara kraftigt försämrade förutsättningar (se faktaruta Svenska storbanks visat motståndskraft i EU-stresstest). Den ränterabatt som stora banker anses åtnjuta till följd av att de skulle skyddas från att gå omkull av en implicit statsgaranti – den så kallade ”too-big-to-fail-premien” – har även minskat under senare år. Det är sannolikt delvis en följd av de högre kapitalkraven (se faktaruta Too-big-to-fail-premien – vad har hänt sedan finanskrisen?, sida 25). Sammantaget bedömer FI att de tre storbankerna har en tillfredsställande motståndskraft, vilket också återspeglas i att svenska banker generellt sett har starkare externa kreditbetyg än andra europeiska banker.<sup>22</sup>

**Svenska storbanks visat motståndskraft i EU-stresstest**

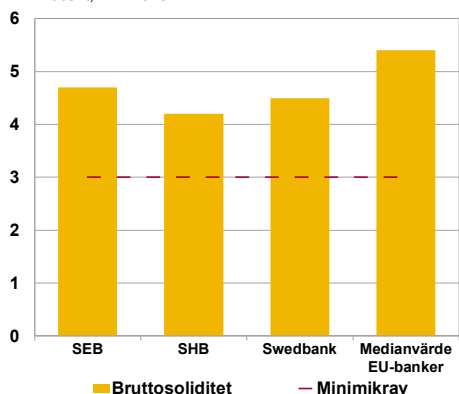
Under 2018 har EBA genomfört ett stresstest av banksystemet inom EU baserat på ett krisscenario som Europeiska systemrisknämnden (ESRB) tagit fram. Resultatet tyder på att de svenska storbanks har tillräcklig motståndskraft för att hantera ett sådant krisscenario. Stresstester är ett, av flera, sätt att testa motståndskraft. Men de är inte en förutsägelse av framtiden. Scenariot som används innebär en starkt negativ finansiell och makroekonomisk chock där riskpremierna stiger snabbt och kraftigt. Det får till följd att konjunkturen i Europa försvagas kraftigt. Samtidigt som ekonomin mattas av stiger räntor och tillgången till krediter försämrats. Scenariot innebär en särskilt hård stress för Sverige, både i jämförelse med andra länder och mot faktiska historiska ekonomiska chocker. BNP faller exempelvis med över 10 procent över tre år och arbetslösheten stiger till 12,5 procent. Under krisen i början av 1990-talet och under finanskrisen 2008 uppgick fallet i BNP till som mest 6 procent i Sverige. På Irland var nedgången i BNP i spåren av finanskrisen 2008 som mest drygt 10 procent.

De försämrade förhållandena gör att aktiepriser faller med 26 procent och långa marknadsräntor stiger med 70 baspunkter under scenariots första år. ESRB bedö-

21 En generell svårighet med att jämföra nyckeltal uttryckta i procent av de riskvägda tillgångarna är att det kan uppstå förändringar som snarare beror på omfördelningar mellan komponenter än på förändringar i den underliggande risken eller förändrade krav i nominella termer. Övergången från ett påslag i pelare 2 till artikel 458 är ett exempel på detta.

22 För senior icke säkerställd upplåning.

29. Bruttosoliditeten ligger över minimikravet  
Procent, kv.2 2018



Källor: EBA och FI.

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

mer att svenska bostadspriser är kraftigt övervärderade. Under de tre år som scenariot avser faller därför bostadspriserna med 49 procent. Kommersiella fastighetspriser minskar med 43 procent.

Sammantaget deltar de 48 största bankerna i EU i stresstestet. Resultaten publicerades den 2 november och visar att de svenska storbankerna har motståndskraft i ett scenario med kraftigt försämrat marknadsläge. I EBA:s stresstest minskar kärnprimärkapitalrelationen som mest med mellan 2,7 och 3,3 procentenheter. Resultatet inkluderar även Nordea, eftersom banken fortfarande hade ett svenskt moderbolag när stresstestet påbörjades.

Stresstestet har ingen automatisk koppling till de kapitalkrav som FI ställer på de svenska bankerna. För att bestämma storleken på kapitalplaneringsbufferten i den årliga utvärderingen av bankernas kapitalbehov använder FI en egen stresstestmetod, där stressen antas vara lägre än i EBA:s scenario.<sup>23</sup>

## SAMTIDIGT SKAPAR ÖKADE RISKER BEHOV AV EN HÖGRE KONTRACYKLISK KAPITALBUFFERT

Svenska banker har betydande motståndskraft, vilket speglas av en hög och stabil kärnprimärkapitalsrelation sedan andra kvartalet 2016 (se diagram 28). Samtidigt är riskerna i det svenska finansiella systemet förhöjda och har dessutom ökat de senaste två åren. De mer expansiva finansiella villkoren, tillsammans med historiskt låga räntor, bedöms ha drivit upp det allmänna risktagandet i det finansiella systemet. Dessutom är den totala kreditillväxten i förhållande till BNP högre än i något annat EU-land och högre än vad FI bedömer är långsiktigt hållbart.<sup>24</sup> FI bedömer därför att systemriskerna i det finansiella systemet har ökat (se kapitel Den ekonomiska utvecklingen). Till följd av att riskerna har ökat i förhållande till bankernas motståndskraft, har FI beslutat att höja den kontracykliska kapitalbufferten från 2,0 procent till 2,5 procent. Det nya buffertvärdet ska tillämpas från den 19 september 2019.<sup>25</sup> Den kontracykliska kapitalbufferten bidrar till att öka motståndskraften i bankerna och därmed i det finansiella systemet. Bufferten ska se till att banksystemet som helhet kan hantera allvarliga störningar, och kan därmed dämpa effekterna av framtida kriser. Vid en kris kan bufferten sänkas eller helt tas bort, för att motverka den åtstramning i utlåningen som annars kan uppstå. På så sätt kan den kontracykliska kapitalbufferten bidra till att mildra nedgången i ekonomin. Med höjningen kommer banksystemet ha en tillfredställande motståndskraft för att möta de höjda systemriskerna.

## KAPITALKRAVEN UTVECKLAS LÖPANDE

Kapitalkravens nivå och utformning utvecklas löpande. Det beror bland annat på erfarenheter från tidigare kriser, förändringar i marknadsförutsättningar och risker samt en anpassning till internationella standarder. För närvarande pågår en omfattande översyn av det ramverk som behöriga myndigheter använder för att ställa kapitalkrav inom EU. Detta kommer att påverka både kravens utformning och

<sup>23</sup> Se Stresstestmetod för bedömning av kapitalplaneringsbuffert, juni 2016, FI Dnr 15-11526, FI.

<sup>24</sup> ESRB Risk dashboard issue 25, September 2018.

<sup>25</sup> Se beslutspromemoria Ändring av föreskrifter om kontracykliskt buffertvärde, september 2018, FI Dnr 18-11833, FI.

nivå.<sup>26</sup> Dessutom innebär Baselöverenskommelsen stora förändringar på den lägsta nivån av kapital som en bank måste hålla.<sup>27</sup> Sammantaget innebär förändringarna att de svenska kapitalkraven troligtvis kommer bli mer harmoniserade med kapitalkraven i övriga EU framöver.

Kapitalkravens nivå och utformning är inte det enda verktyg FI har för att stärka bankernas motståndskraft. En kärnverksamhet för FI är tillsynen av bankernas bedömning, mätning och hantering av risker. Om kapitalkraven blir allt mer harmoniserade i EU, och svenska särdrag inte kan beaktas i samma omfattning som tidigare, blir risktillsynen allt viktigare. Ett exempel på detta är den översyn av bankernas interna modeller för kreditrisk som FI och resten av EU:s tillsynsmyndigheter genomför för att göra dessa modeller mer tillförlitliga.<sup>28</sup> Såväl översynen av interna modeller som regelverksförändringar till följd av exempelvis Baselöverenskommelsen leder sannolikt till högre minimikapitalkrav för de svenska storbankerna, men det är inte självklart att de totala kapitalkraven kommer att påverkas på samma sätt när den nya regleringen är färdig och införd i bankerna.

#### Too-big-to-fail-premien – vad har hänt sedan finanskrisen?

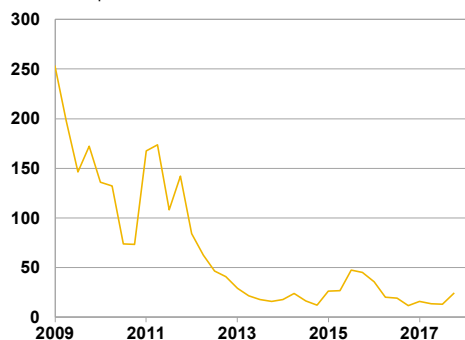
I finanskriser har det visat sig att banker kan vara för stora och viktiga för samhälls-ekonomi för att stater ska låta dem falla. Många marknadsaktörer har därför antagit att systemviktiga bankers långgivare skyddas från förluster av en så kallad implicit statlig garanti. Denna implicita garanti innebär minskade finansieringskostnader för bankerna, en ränterabatt, som brukar benämnas too-big-to-fail-premien (TBTF-premien). Stora delar av den reglering som tagits fram efter finanskrisen 2008 syftar till att minska beroendet mellan banker och stater, genom att öka bankernas förlustbärande kapacitet och möjliggöra att systemviktiga banker kan försättas i resolution utan stora samhällsekonomiska kostnader. De sammantagna åtgärderna förväntas därmed minska förekomsten av implicita statsgarantier för systemviktiga banker.

FI har i samarbete med Riksgälden skattat värdet av TBTF-premien för de tre svenska storbankerna och Nordea. Skattningarna visar

att premien har minskat kraftigt sedan finanskrisen, från cirka 250 räntepunkter hösten 2009 till cirka 25 räntepunkter hösten 2018 (se diagram R4). Nedgången beror på flera olika faktorer. En viktig orsak är att ekonomin och marknadsvillkoren i stort

R4. Värdet av garantin har minskat sedan krisen

Räntepunkter



Källa: FI.

Anm. Medelvärde av storbankernas ränterabatter på marknadsupplåning.

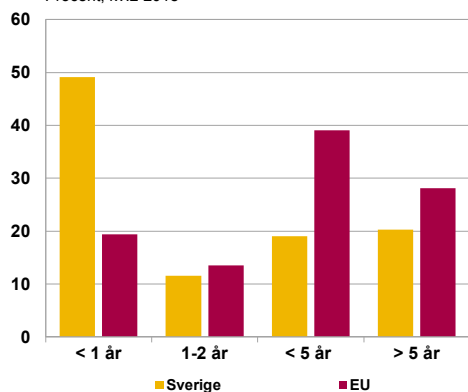
<sup>26</sup> Se EU-kommissionens bankpaket förändrar spelplanen i rapport: Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2017, FI Dnr 17-8802, FI.

<sup>27</sup> Se Baselöverenskommelse om bankers kapitaltäckning i rapport: Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2018, FI Dnr 18-7140, FI.

<sup>28</sup> Se Nya krav för institut som använder internmetoden, november 2018, FI Dnr 18-20169, FI.

### 30. Storbankernas skulder har korta löptider

Procent, kv.2 2018

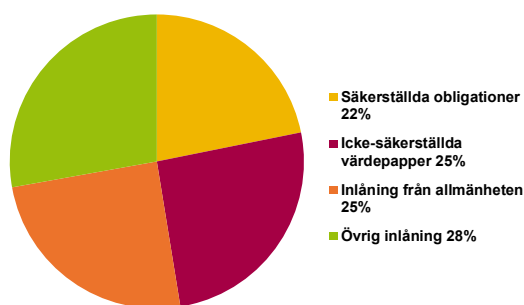


Källor: ECB och FI.

Anm. Omfattar inte aktier eller finansiella derivat.

### 31. Storbankernas skulder

Procent, kv.2 2018

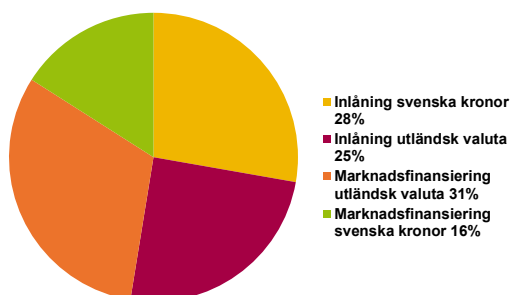


Källa: FI.

Anm. Eget kapital och skulder i försäkringsrörelse är inte inkluderade i beräkningen av bankernas skulder.

### 32. Storbankerna finansierar sig till hälften i utländsk valuta

Procent, kv.2 2018



Källa: FI.

Anm. Eget kapital och skulder i försäkringsrörelse är inte inkluderade i beräkningen av bankernas skulder.

har förbättrats sedan finanskrisen, vilket har minskat värdet av en eventuell krisgaranti. En annan orsak är att både kreditvärderingsinstitut och marknadsaktörer tycks anse att resolutionsramverk och stärkta kapitalnivåer i bankerna har minskat både sannolikheten för, och behovet av, ett statligt stöd av banksektorn. Men en viss osäkerhet om statens agerande vid en systemkris kvarstår, och värdet av TBTF-premien är därför litet, men positivt. Allt annat lika innebär detta att premien kan komma att öka när oron på marknaderna stiger – men sannolikt i mindre omfattning än vad som skulle ha varit fallet utan den skärpa regleringen.

## HÖGT FÖRTROENDE ÄR VIKTIGT FÖR SVENSKA BANKER

God lönsamhet och tillfredsställande kapital är viktiga faktorer för att insättare och investerare ska ha ett högt förtroende för de svenska bankerna. Ett starkt förtroende bidrar till att bankerna har god tillgång till finansiering till en rimlig kostnad.

Samtidigt är dessa två faktorer ingen garanti för ett högt förtroende framöver. En bank som utsätts för cyberattacker eller utnyttjas för penningtvätt kan lida mycket skada i form av ryktesrisker eller förlorat marknadsförtroende. Detta kan leda till att bankens tillgång till finansiering försämras, om marknaden ser en risk att bankernas affärsmodell hotas. Sådana företeelser är svåra att motverka med hjälp av höga kapitalkrav och goda intjäningsnivåer. Att bankerna upprätthåller ett starkt förtroende bland insättare och investerare har alltså stor betydelse för den finansiella stabiliteten.

## BANKERNAS AFFÄRSMODELL INNEBÄR REFINANSIERINGSRISKER

En central del i traditionell bankverksamhet är att bedriva löptidsomvandling. Den uppstår genom att löptiden på bankernas finansiering är kortare än löptiden på bankernas tillgångar, som till stor del består av illikvida bolån. Bankernas finansiering består dels av inlåning från insättare, dels av marknadsfinansiering, främst i form av emissioner av värdepapper.

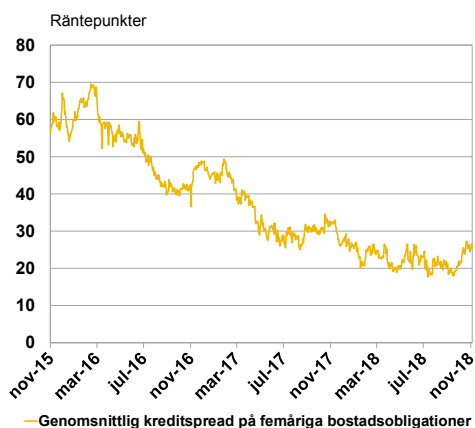
De svenska storbankerna har en relativt kort löptid på sina skulder jämfört med genomsnittet i EU (se diagram 30). Den löptidsobalans som uppstår innebär att bankerna löpande behöver förnya sin finansiering för att upprätthålla sin utlåning, och de är därmed utsatta för refinansieringsrisker.

En förhållandevis stor andel av bankernas finansiering sker via marknadsfinansiering (se diagram 31). Det beror delvis på att de svenska hushållen i stor utsträckning sparar i aktier, fonder och pensionsprodukter som finns utanför bankernas balansräkning i stället för att spara på bankkonton. Det medför att bankerna totalt sett har ett inlåningsunderskott.

### Stor andel finansiering i utländsk valuta

Drygt hälften av storbankernas totala finansiering sker i svenska kronor medan resten sker i olika utländska valutor (se diagram 32). En knapp majoritet av inlåningen sker i svenska kronor medan marknadsfinansieringen i högre utsträckning sker i utländsk valuta. Eftersom de tre svenska storbankerna har betydande verksamhet i andra länder, har de även både utlåning och finansiering i andra valutor än svenska kronor.

## 33. Låg finansieringskostnad för svenska bolån



Källa: Thomson Reuters Eikon.

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

## 34. Kreditspreadarna har ökat på sistone



Källa: Thomson Reuters Eikon.

Anm. Spread senior CDS bank vs Sweden CDS. 90 dagars glidande medelvärde.

Storbankerna finansierar även till viss del tillgångar i svenska kronor med utländsk valuta. Det görs till exempel genom att emittera värdepapper i utländsk valuta, framför allt i euro och i amerikanska dollar, som sedan kan omvandlas till svenska kronor via valutaswappar. Under lång tid har efterfrågan på amerikanska dollar varit hög. Kostnaden för att låna i dollar har däremot ökat under 2018. Det har därför blivit en bättre balans mellan utbud och efterfrågan på valutaswappmarknaden (se kapitel Stabiliteten på de finansiella marknaderna).

Den förväntade övergången till en mindre expansiv penningpolitik i flera länder kommer innebära en övergång från en period med låga räntor, till en situation med mer normala räntor. Detta, i kombination med global politisk oro, (se kapitel Den ekonomiska utvecklingen) kan resultera i störningar på de internationella kapitalmarknaderna. Störningar som påverkar bankernas utländska investerare kan i sin tur spilla över på de svenska bankerna, även om oroligheterna inte är direkt förknippade med svenska förhållanden, om investerarna väljer att dra ner på sina positioner. Det utgör en sårbarhet med bankernas utländska valutafinansiering.

## BANKERNA HAR RELATIVT LÅGA FINANSIERINGSKOSTNADER

Upplåningskostnaderna för svenska säkerställda obligationer har under 2018 varit på fortsatt historiskt låga nivåer, vilket visar på ett högt förtroende för de svenska storbankerna (se diagram 33). Kreditspreadarna för storbankernas icke-säkerställda upplåning har överlag följt samma fallande trend (se diagram 34). Det beror dels på det starka förtroendet för bankerna, men också på låga riskpremier och investerares jakt på avkastning mot bakgrund av det låga ränteläget. Under inledningen av 2018, och även i oktober 2018, ökade bankernas kreditspreadar. Ökningen i kreditspreadar som skedde i oktober, för både säkerställda och icke-säkerställda obligationer, kan delvis bero på rykten om penningtvätt hos olika skandinaviska banker.

## MREL-KRAV FÖRÄNDRAR BANKERNAS FINANSIERINGSSTRUKTUR

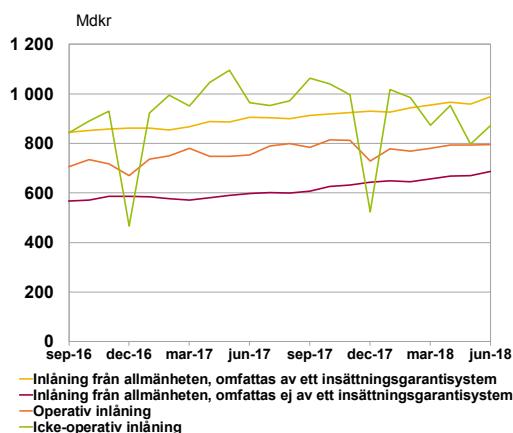
Sedan årsskiftet behöver de svenska storbankerna uppfylla ett minimikrav på nedskrivningsbara skulder (MREL).<sup>29</sup> Kravet innebär att bankerna behöver ha en viss volym av skulder som enkelt kan skrivas ned och konverteras till eget kapital vid en resolution, när en bank sannolikt kommer att falla. Dessa skulder ska vara efterställda, det vill säga mindre prioriterade än vanliga skulder. För att uppfylla kravet på efterställdhet får de svenska storbankerna successivt bygga upp den volym av instrument som behövs fram till 2022. Kommande emissioner av efterställda skuldinstrument kan innebära en ökad nettoeffekt på bankernas finansieringskostnader, trots att kvaliteten på bankernas tillgångar inte försämrats.<sup>30</sup> Det beror på att efterställda skuldinstrument innebär en högre risk för investerare. Ur ett stabilitetsperspektiv är det positivt att resolutionsramverket stärks med minimikravet. Det stärker incitamentet hos investerare att mer aktivt beakta ban-

29 Eng. Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities, MREL.

30 Se Riksgäldens rapport Tillämpning av minimikravet på nedskrivningsbara skulder, Dnr RG 2016/425, 2017.

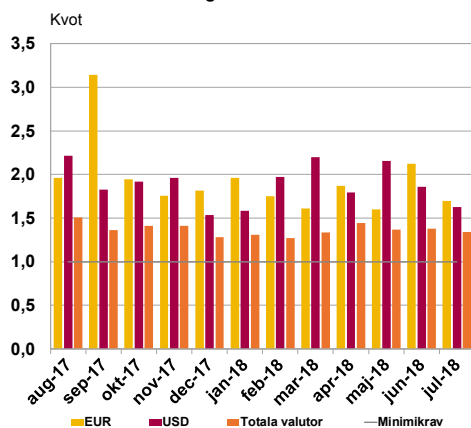


### 35. Inlåning från stora företag och finansiella institut är mindre stabil



Källa: FI.

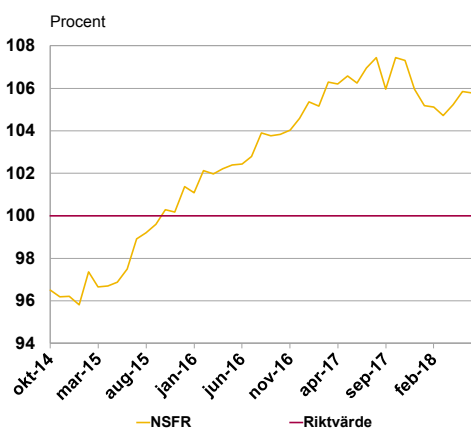
### 36. Storbankerna har höga likviditetstäckningskvoter



Källa: FI.

Anm. Minimikravet avser likviditetstäckningskvot för totala valutor enligt kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 samt FI:s pelare 2-krav på likviditetstäckningskvot i enskilda valutor. Genomsnitt svenska storbanks.

### 37. Storbankerna ligger över det föreslagna NSFR kravet



Källa: Riksbanken.

Anm. Avser svenska storbanks tillgängliga stabila finansiering i förhållande till den stabila finansiering som krävs enligt Baselkommitténs definition från 2014. Riktvärdet är 100.

kernas risker och ger i sin tur bättre prissättning på bankernas skuldinstrument (se faktaruta Too-big-to-fail-premien – vad har hänt sedan finanskrisen?, sida 25). I dagsläget har de tre svenska storbankerna ännu inte emitterat några efterställda skuldinstrument.<sup>31</sup>

## BANKERNAS INLÅNING ÄR VANLIGTVIS STABIL

Inlåningen i svenska kronor kommer till stor del från svenska hushåll och mindre företag, vilka i hög utsträckning omfattas av den statliga insättningsgarantin. Insättningsgarantin omfattar belopp upp till 950 000 kronor per insättare och bank. Detta kan minska risken för uttagsanstormningar om förtroendet för en bank skulle försämrans. Denna typ av inlåning anses därför vanligtvis vara en stabil form av finansiering. Men bankernas finansiering via inlåning består också av en stor del insättningar från stora företag och från andra finansiella institut som är så pass stora att de inte täcks av insättningsgarantin. Denna del av bankernas insättningar brukar vanligtvis anses vara något mindre stabil. Detta påvisas av bankernas icke-operativa inlåning som avser insättningar från stora företag och finansiella institut (se diagram 35). Den operativa inlåningen avser insättningar som stora företag och andra finansiella institut gör för att erhålla en operativ tjänst. Exempel på sådana är clearing- och betalningshanteringstjänster. Det bidrar till att den operativa inlåningen vanligtvis är mer stabil jämfört med den icke-operativa inlåningen, bortsett från vid årsskiftet då båda inlåningskällorna påvisar viss årsskifteseffekt.

## LIKVIDITETSBUFFERTAR ÖKAR MOTSTÅNDSKRAFT

För att minska likviditets- och refinansieringsriskerna ställs det minimikrav på att bankerna ska hålla tillräckliga likviditetsbuffertar. Dessa kan sedan användas för att hantera en kortfristig likviditetsstress. Kraven på likviditetsbuffertar ställs genom en likviditetstäckningskvot (LCR). Kortfristig likviditetsstress 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 sälja eller belåna likvida tillgångar.

De svenska storbankerna uppfyller kravet på likviditetstäckningskvot, inte bara i totala valutor sammanräknat – vilket motsvarar minimikravet – utan även i de enskilda valutorna euro och amerikanska dollar. Det sistnämnda är ett särskilt likviditetskrav som FI ställer på kategori 1- och 2-banker inom pelare 2 (se diagram 36).<sup>32,33</sup>

## Stabil finansiering ska begränsa risker på längre sikt

För att förbättra bankernas matchning av tillgångar och skulder med längre löptider har Baselkommittén tagit fram ett minimikrav för likviditet, så kallad stabil nettofinansieringskvot (NSFR).<sup>34</sup> Måttet innebär att bankerna ska finansiera tillgångar som har en löptid som överstiger ett år med skulder som också har en löptid som överstiger ett år.

31 Icke-prioriterade seniora skulder.

32 Eng. Liquidity Coverage Ratio, LCR.

33 LCR-reglerna framgår av kommissionens delegerade förordning från den 10 oktober 2014 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 när det gäller likviditetstäckningskravet för kreditinstitut samt av reglerna som framgår av FI:s pelare 2-krav på likviditetstäckningskvot i enskilda valutor.

34 Net Stable Funding Ratio, NSFR.

NSFR ingår i EU-kommissionens förslag till förändringar i kapitaltäckningsreglerna och kommer att införas som ett bindande minimikrav i EU. De svenska storbankernas indikativa nivåer på den stabila nettofinansieringskvoten har i genomsnitt ökat över tid och ligger nu något över det föreslagna kravet på 100 procent (se diagram 37).

#### **Sammantaget tillfredsställande likviditetssituation**

Sårbarhetsindikatorn för likviditet i detta kapitel påvisar en högre motståndskraft mot likviditetsstörningar under inledningen av 2018 jämfört med sista kvartalet 2017. Det beror på att en av bankernas likviditetstäckningskvot i amerikanska dollar har ökat något sedan föregående rapport. Sammantaget ligger samtliga banker över minimikraven för likviditetstäckningskvoten och har en indikativ nivå på den stabila nettofinansieringskvoten över 100 procent.

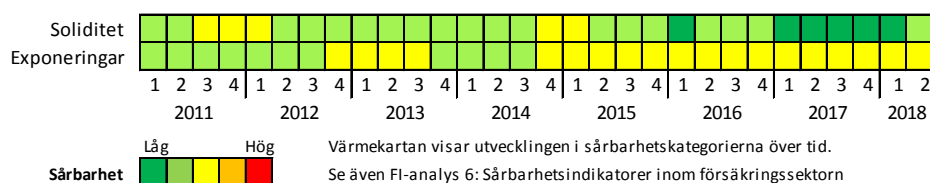
Trots en något högre kreditspread för storbankernas icke-säkerställda seniora upplåning under 2018 är nivåerna fortsatt låga ur ett historiskt perspektiv. Upplåningskostnaden för svenska bolån är också fortsatt låga. Det beror dels på att storbankerna har ett relativt högt förtroende, dels på hög efterfrågan från investerare i sin jakt på avkastning. FI bedömer således att de tre svenska storbankerna har en god likviditetssituation i dagsläget och att motståndskraften mot likviditetsstörningar överlag är tillfredsställande.



## Stabiliteten i försäkringssektorn

De svenska försäkringsföretagen har en fortsatt stark finansiell ställning. På kort sikt är livförsäkringsföretagens stora aktieinnehav den största sårbarheten. På längre sikt är långvarigt låga räntor en fortsatt utmaning. I kombination med fallande tillgångspriser kan dessa medföra risker för den finansiella stabiliteten.

### Sårbarhetsindikatorer för försäkringssektorn



Försäkringsföretag och tjänstepensionsinstitut fyller en viktig funktion för riskhantering och sparande i det finansiella systemet. Företagen förvaltar stora belopp och tillhör de största aktörerna på kapitalmarknaderna. Exempelvis motsvarar deras innehav av säkerställda bostadsobligationer omkring en fjärdedel av den utestående volymen utgiven i svenska kronor.

I egenskap av stora marknadsaktörer kan försäkringsföretagen och tjänstepensionsinstituten påverka den finansiella stabiliteten genom sitt investeringsbeteende. Framför allt investerar livförsäkringsföretag med traditionell förvaltning till stor del i tillgångar vars löptid och känslighet för marknadsrörelser inte matchar riskerna i deras åtaganden. Om ett sådant företags finansiella styrka försämras, på grund av till exempel kraftigt fallande aktiepriser, kan det tvingas minska sina risker genom att bättre matcha löptiderna för sina tillgångar och åtaganden. Det kan ske genom att sälja mer riskfyllda tillgångar, exempelvis aktier, och köpa räntebärande värdepapper med lång löptid. Om flera företag agerar på samma sätt samtidigt kan det förstärka marknadsrörelserna ytterligare och därmed fördjupa en finansiell kris, genom ett så kallat procykliskt beteende.

Av svenska försäkringsföretags totala förvaltade tillgångar, motsvarande cirka 4 800 miljarder kronor, står livförsäkringsverksamhet med traditionell förvaltning i dagsläget för cirka 3 100 miljarder kronor.

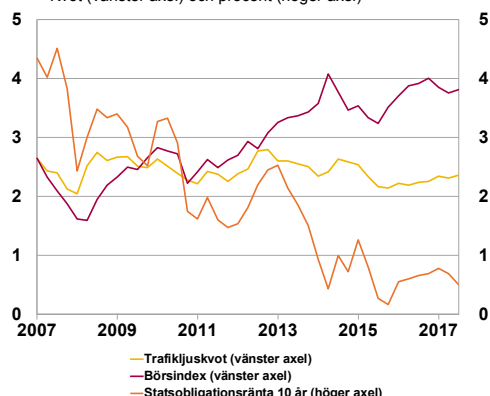
### GOD MOTSTÅNDSKRAFT I FÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN

De svenska försäkringsföretagen har under lång tid uppvisat en stabil finansiell ställning. Inom skadeförsäkring är detta en följd av en lång period med mycket goda ekonomiska resultat från försäkringsverksamheten. För livförsäkringsföretagen grundar sig detta i en hög kapitalavkastning, till stor del beroende av stigande aktiekurser.

FI:s sårbarhetsindikator för andra kvartalet 2018 visar en mindre försvagning av soliditeten. FI bedömer i detta specifika fall att denna nedgång är av mindre betydelse. Det beror på att den främsta bakomliggande orsaken är en marginell försämring av trafikljuskvoten för ett

### 38. Stabil finansiell ställning

Kvot (vänster axel) och procent (höger axel)

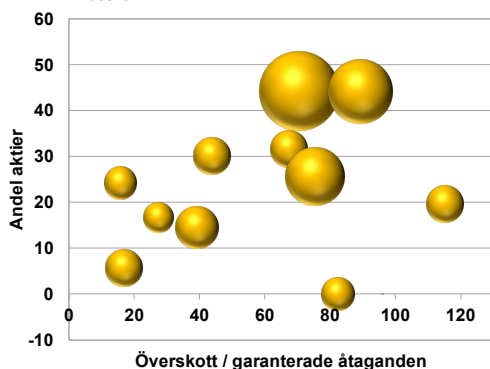


Källor: FI och Thomson Reuters Eikon.

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

### 39. Stark finansiell ställning möjliggör högre risktagande

Procent



Källa: FI.

Anm. Andel aktier av livförsäkringsföretagens totala investeringar (lodrat axel) och överskott i förhållande till garanterade åtaganden (vertikal axel). Bublornas storlek motsvarar totala tillgångar i respektive företag. Per den 30 juni 2018.

företag, dessutom från en relativt hög nivå. FI:s bedömning är att motståndskraften totalt sett snarare har stärkts något det senaste året trots fallande marknadsräntor, vilket bland annat syns i trafikljus- och solvenskvoter (se diagram 38).

Fallande marknadsräntor medför att pensionsåtaganden med längre löptider ökar i värde. Till viss del motverkas det av ett ökat marknadsvärde på räntebärande tillgångar. Men eftersom åtagandena generellt sett både har en längre löptid och ett högre värde än de räntebärande tillgångarna blir den samlade effekten av fallande räntor att företagens solvens minskar. De senaste åren har dock en positiv utveckling bidragit till att motverka denna negativa påverkan av fallande marknadsräntor. En annan motverkande faktor är kopplad till reglerna för hur försäkringsföretagens skulder värderas. För åtaganden med lång löptid används ett makroekonomiskt antagande om en långsiktig jämviktsränta (Ultimate Forward Rate, UFR), vilket dämpar effekten av fallande långa marknadsräntor. Syftet är att motverka procykliska beteenden på kort sikt. Det ger företagen större möjligheter att ha en långsiktig investeringsstrategi och förhoppningsvis även en högre avkastning till försäkringstagarna.

Samtidigt medför UFR-antagandet att det uppstår en risk för att företagets åtaganden undervärderas, och att för lite kapital sätts av. I förlängningen kan företagen i värsta fall få svårt att fullgöra sina åtaganden – om marknadsräntorna under en längre period understiger den långsiktiga jämviktsräntan. Reglerna kan därmed medföra att motståndskraften i försäkringssektorn överskattas och öka risken för solvensproblem på längre sikt. Det är därför viktigt att företagen löpande utvärderar sin finansiella ställning, även för räntenivåer som understiger UFR-antagandet och rådande marknadsnivåer.

### FALLANDE TILLGÅNGSPRISER KAN HANTERAS

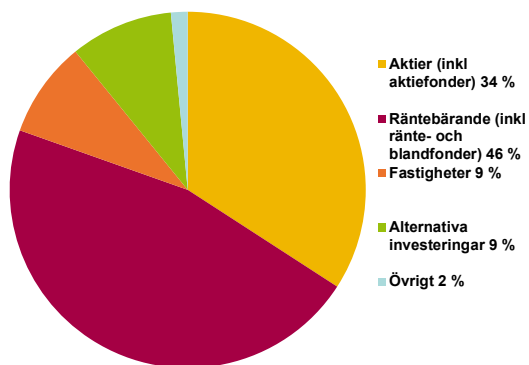
Försäkringsföretagens starka finansiella ställning ger dem möjlighet att tillämpa investeringsstrategier med relativt högt risktagande. En stor andel riskfyllda tillgångar har historiskt gett en högre avkastning på lång sikt. Men det förutsätter såväl en god riskhantering som en stabil finansiell ställning för att kunna hantera kortsiktiga prisförändringar.

Den relativt stora andelen riskfyllda tillgångar gör de svenska försäkringsföretagen känsliga mot prisfall. Den största sårbarheten på kort sikt är fallande aktiepriser. Enligt företagets egna stresstester, vilka är i linje med resultat från FI:s egna analyser, klarar de dock av relativt stora aktieprisfall utan att det uppstår solvensproblem.

Livförsäkringsföretagen som grupp framstår som finansiellt starka. Men i egenskap av stora investerare kan de var för sig, särskilt de större företagen, påverka funktionen och stabiliteten på de finansiella marknaderna. FI jämför därför företagets risktagande i förhållande till dess finansiella styrka (se diagram 39). Av diagrammet framgår att de större livförsäkringsföretagen generellt har en högre andel aktier men även ett större överskott i förhållande till sina garanterade åtaganden. Ett större risktagande i kapitalförvaltningen verkar därför utgå från en starkare finansiell ställning vilket ligger i linje med observationer från tidigare perioder.

#### 40. Livförsäkringsföretagen har en relativt liten andel alternativa investeringar

Procent

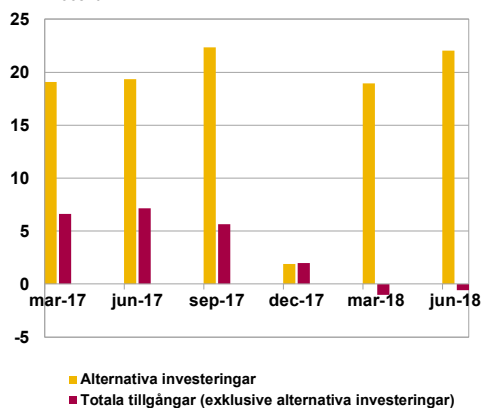


Källa: FI.

Anm. Livförsäkringsföretagens investeringar klassificerade efter underliggande exponeringar enligt FI:s definition. Per den 30 juni 2018.

#### 41. Alternativa investeringar har ökat

Procent



Källa: FI.

Anm. Årsvis förändring av livförsäkringsföretagens placerings-tillgångar per kvartal.

## INVESTERINGAR I ALTERNATIVA TILLGÅNGAR ÖKAR

De senaste åren har försäkringsföretagens placeringar i alternativa investeringar och fastigheter ökat. Dessa poster utgör fortfarande var för sig en relativt liten del av de totala tillgångarna. Särskilt alternativa investeringar har ökat mycket procentuellt sett de senaste åren (se diagram 41).

Denna utveckling avspeglar till stor del den nuvarande lågräntemiljön och det ökade avkastningsbehov som följer. Samtidigt finns det andra drivkrafter bakom, exempelvis att öka diversifieringen eller att investera i tillgångar med längre kassaflöden som bättre matchar kassaflödena på skuldsidan. Gemensamt för de tillgångar som definieras som alternativa i diagram 40 och 41 är att de saknar marknadsnoteringar. De är också mindre likvida och ofta värderade utifrån modellbaserade antaganden, vilket minskar transparensen. Dessutom är de ofta utsatta för andra typer av risker jämfört med de tillgångar som vanligtvis förekommer i mer traditionell förvaltning. Bristen på likviditet och transparens medför en ökad risk att värderingarna inte överensstämmer med det belopp som företaget kan få ut när dessa tillgångar säljs, särskilt i ekonomiskt turbulenta perioder. Ökade investeringar i alternativa tillgångar ställer därför nya och högre krav på försäkringsföretagens riskhantering och riskkontroll där exempelvis en egen utvärdering av erhållna tillgångsvärden bör utföras löpande.

FI:s bedömning är att utvecklingen med ökande investeringar i alternativa tillgångar kommer att fortsätta de kommande åren. Det leder till en ökning av vissa risker samtidigt som andra risker minskar. En ökad andel alternativa tillgångar är något som potentiellt kan ge negativa spridningseffekter till andra delar av det finansiella systemet. Till exempel kan svårigheter med att sälja av mindre likvida tillgångar, som alternativa tillgångar, leda till att företagen blir mer beroende av att avyttra mer likvida tillgångar, som aktier, i tider med högre finansiell oro. Detta påverkar priserna på de tillgångar som säljs och därmed även andra investerare.

## FÖRSÄKRINGSSEKTORN OCH KLIMATFÖRÄNDRINGAR

Klimatrelaterade risker kan påverka försäkringsföretag både genom deras försäkringsverksamhet och genom deras kapitalförvaltning. Exempelvis kan politiska beslut, teknikutveckling och ändrad efterfrågan innebära att tidigare lönsamma verksamheter blir olönsamma, vilket försäkringsföretag behöver ta hänsyn till i sina val av investeringar. Dessutom innebär de fysiska riskerna med klimatförändringar att försäkringsföretagens skadekostnader kan öka. FI bedömer att de stabilitetsriskerna som är kopplade till klimatförändringar är begränsade på kort sikt. Men försäkringsföretagen behöver fortsätta att utveckla sina metoder för att bedöma och redovisa riskerna.

Skadeförsäkringsföretag utgår huvudsakligen från modellerade antaganden baserade på historiska data i sin premiesättning och i sitt val av återförsäkringsskydd. Klimatförändringar kan innebära att dessa antaganden inte är representativa för framtida förhållanden, vilket måste beaktas i modelleringen. Exempelvis drabbades Sverige under sommaren 2018 av torka och omfattande skogsbränder, vilket är ett exempel på de effekter som ett varmare klimat kan ha. Även om årets bränder innebär att enskilda skadeförsäkringsföretag kommer att be-

lastas av höga kostnader bedöms den finansiella styrkan vara tillräcklig för att kunna hantera detta utan några större effekter på sektorn. Därmed får det heller ingen påverkan på den finansiella stabiliteten. Men följderna av årets väder belyser behovet av att analysera hur den långsiktiga utvecklingen kan påverka försäkringsföretagens verksamhet framöver.

## LÅGA RÄNTOR OCH FALLANDE TILLGÅNGSPRISER – EN SÅRBARHET PÅ LÄNGRE SIKT

Ett fortsatt långvarigt lågränteläge medför ökade risker i livförsäkringsföretag med traditionell förvaltning. En lägre förväntad avkastning kan innebära att företagen får svårt att infria stora åtaganden i form av pensionsutfästelser med lång löptid. FI har under de senaste åren genomfört ett antal riktade tillsynsåtgärder i form av stresstester, undersökningar och fördjupade analyser för att utvärdera företagens riskhantering, och deras motståndskraft mot, effekterna av långvarigt låga räntor. Såväl stora som medelstora och mindre företag med långa åtaganden har omfattats.

Resultaten visar att företagen har förutsättningar att klara långvarigt låga räntor och att den finansiella styrkan ökat de senaste åren. Samtidigt visar de att försäkringsföretagen har en begränsad motståndskraft mot en kombination av långvarigt låga räntor och fallande tillgångspriser.

---

### Fördjupad analys av livförsäkringsföretagens kassaflöden

Under 2018 genomfördes en kassaflödesanalys av de största livförsäkringsföretagen. Syftet var att följa upp resultaten från tidigare utförda undersökningar om försäkringsföretagens förmåga att uppfylla sina garanterade åtaganden i ett scenario med långvarigt låga räntor.

Analysen omfattar två scenarier. Det första baseras på ett antagande om nollränta, medan det andra utgår från ett antagande om nollränta i kombination med ett ögonblickligt prisfall på 30 procent på icke-räntebärande tillgångar; som huvudsakligen utgörs av aktier och fastigheter. Utifrån dessa scenarier har FI uppskattat den framtida årliga avkastning på icke-räntebärande tillgångar som företagen behöver för att kunna uppfylla sina garanterade åtaganden.

Resultaten visar att försäkringsföretagen generellt sett klarar att uppfylla sina garanterade åtaganden i det första scenariot utan avkastning på icke-räntebärande tillgångar. I de företag där en positiv årlig avkastning på icke-räntebärande tillgångar krävs är den begränsad. I det andra scenariot, som inkluderar ett prisfall på icke-räntebärande tillgångar, är spridningen större. Det är även fler företag som har behov av en årlig positiv avkastning på icke-räntebärande tillgångar för att kunna möta sina garanterade åtaganden. Denna förenklade analys har bortsett från solvenskrav och endast fokuserat på att garanterade åtaganden ska uppfyllas i en långvarig lågräntemiljö.

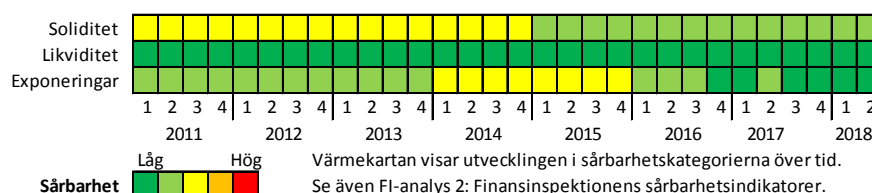
Sammanfattningsvis kan det konstateras att företagens finansiella ställning stärkts sedan FI:s tidigare undersökningar 2015 och 2017. Det beror till stor del på den gynnsamma utvecklingen på aktiemarknaden de senaste åren.

---

## Hushållens och företagens skulder

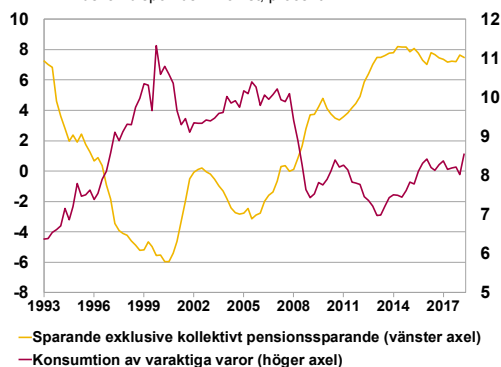
Hushållens och företagens skulder är stora och växer snabbare än vad FI bedömer som långsiktigt hållbart. Stora skulder innebär att det finns sårbarheter som i en allvarlig kris kan hota den finansiella stabiliteten. FI har därför skärpt amorteringskravet för att minska andelen högt skuldsatta hushåll. Skulderna hos icke-finansiella företag växer snabbt. Det har ökat företagens räntekänslighet och refinansieringsrisk. Det gäller inte minst kommersiella fastighetsföretag.

### Sårbarhetsindikatorer för hushållssektorn



### 42. Återhållen konsumtion av varaktiga varor

Andel av disponibel inkomst, procent

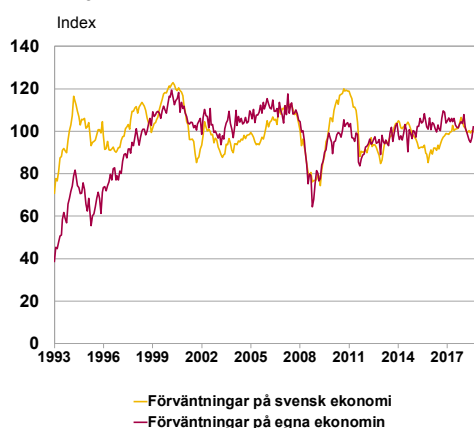


Källor: FI och SCB.

Anm. Hushållens konsumtion av varaktiga varor som andel av disponibel inkomst. Årlig tillväxttakt, fasta priser och säsongsrensad.

### 43. Hushållens förväntningar på en normal nivå

Index



Källa: KI.

Anm. Indexet har medelvärde 100 och standardavvikelse 10. Det betyder att 68 procent av observationerna ligger mellan 90 och 110.

Lån ger hushåll och företag möjlighet att jämna ut konsumtion och investeringar över livsrytten. Detta bidrar till en effektivare användning av kapital och lån är därför på många sätt bra för ekonomin. Men stora skulder gör både långivare och låntagare sårbara för störningar. Stora skulder kan därmed påverka hela ekonomin och i förlängningen hota den finansiella stabiliteten. Därför är det viktigt för FI att följa de sårbarheter som skulder kan innebära för hushåll och icke-finansiella företag. Om det behövs ska FI agera för att dämpa obalanser och stabilitetsrisker.

FI:s sårbarhetsindikatorer sätter hushållens skulder i relation till inkomster och tillgångar.<sup>35</sup> Indikatorerna ger just nu en bild av att hushållens ekonomiska ställning är stark och att skulderna inte är ett direkt hot mot den finansiella stabiliteten. Däremot bedömer FI att de stora skulderna är en sårbarhet som medför en betydande osäkerhet för den svenska ekonomin. Detta kan i förlängningen förvärra skadeverkningsarna av en framtida kris. Denna sårbarhet fångas inte upp i FI:s sårbarhetsindikatorer.

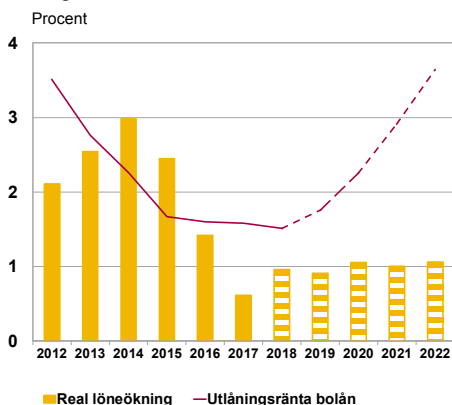
### HUSHÅLLENS EKONOMI ÄR STARK

Den goda konjunkturen i kombination med historiskt låga räntor har stärkt hushållens ekonomi de senaste åren. Hushållens sparkvot är fortsatt på en hög nivå. Ett högt sparande kan i sin tur vara en konsekvens av låga räntor som ökat hushållens marginaler. Hushållens konsumtion av varaktiga varor är något lägre än det historiska genomsnittet (se diagram 42). Hushållens förväntningar på den egna ekonomin

<sup>35</sup> FI:s sårbarhetsindikatorer för hushållen är en sammanvägning av olika aggregerade mått.

Exempel på indikatorer är utvecklingen av fastighetspriser, kreditgap, räntekvot, sparkvot och förändring i skuldkvot. Sårbarhetsindikatorerna beskrivs närmare i FI-analys 2, Finansinspektionens sårbarhetsindikatorer, 2015.

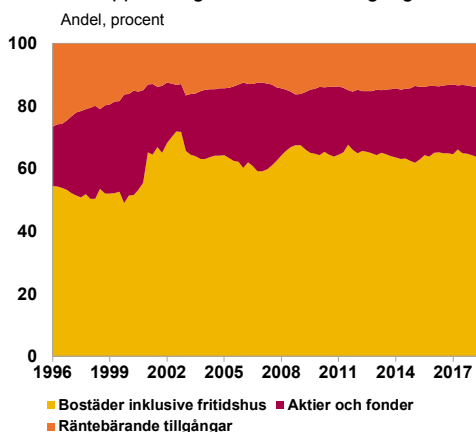
#### 44. Hushållens konsumtionsutrymme ökar långsammare



Källor: FI och KI.

Anm. Real löneökning beräknad som förväntad ökning i timlön minus förväntad inflation. Prognos för utlåningsränta beräknad enligt antagande att utlåningsräntan ökar i samma proportion som KI:s prognos för reporäntan.

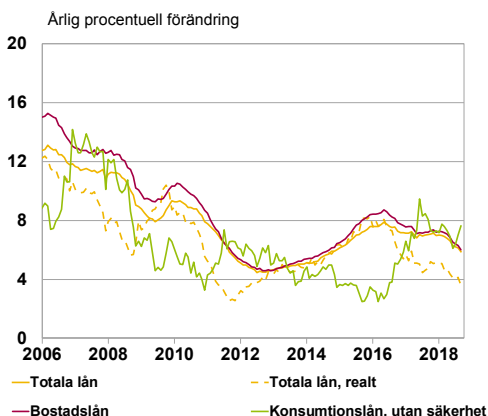
#### 45. Uppdelning av hushållens tillgångar



Källor: FI och SCB.

Anm. Aggregerade värdet på hushållens tillgångar i bostäder, aktier/fonder och räntebärande tillgångar som andel av hushållens totala aggregerade tillgångar.

#### 46. Hög men dämpad ökningstakt i hushållens skulder



Källor: FI och SCB.

har stärkts under det senaste halvåret (se diagram 43). Både förväntningarna på den egna ekonomin och på den svenska ekonomin är i linje med ett normalläge.

Hushållens ekonomi förväntas inte utvecklas lika gynnsamt under de kommande åren. Trots att arbetsmarknaden utvecklats starkt leder högre inflation till lägre reallöneökningar (se diagram 44). Hushållens förmåga att bygga ytterligare motståndskraft avtar därmed.

Hushållens tillgångar är viktiga för att bedöma hushållens motståndskraft. De senaste tio åren har tillgångarnas värde mer än fördubblats. Samtidigt som priser på aktier och bostäder har stigit, och räntor sjunkit, har fördelningen mellan olika tillgångsslag varit stabil. Andelen räntebärande tillgångar som har låg risk utgör mindre än 15 procent av hushållens totala förmögenhet (se diagram 45). Tillgångar med låg risk utgör en buffert för hushållen. Priset på tillgångar med högre risk, bostäder och aktier, förväntas falla vid försämrade förutsättningar. Dessa tillgångar utgör därför en mer osäker buffert.

Tillgångarna är ojämnt fördelade mellan hushållen. Det gör det svårt att bedöma motståndskraften från aggregerad data. Den rikaste tiondelen står för cirka 60 procent av den samlade förmögenheten. Fördelningen har dessutom blivit mer ojämn under 2000-talet.<sup>36</sup>

### HUSHÅLLENS SKULDER FORTSÄTTER ÖKA

Hushållen har stora skulder som växer snabbt. Kvoten mellan hushållssektorns totala skulder och inkomster (skuldkvoten) fortsätter att öka och var 186 procent vid halvårsskiftet 2018. Andelen hushåll med en hög skuldkvot har ökat trendmässigt. Men ökningstakten för hushållens skulder har dämpats under 2018. Bolån utgör cirka 82 procent av hushållens skulder och är den huvudsakliga drivkraften till hushållens växande skulder. Det är en stor andel hushåll som tar omfattande bolån i förhållande till sin inkomst.<sup>37</sup> Tillväxten för bolån har dämpats; de växer för närvarande med drygt 6 procent om året (se diagram 46). Lån utan säkerhet till konsumtion växer med nästan 8 procent om året. Konsumtionskrediter utgör en begränsad del av hushållens totala skulder och har därför en mindre påverkan på den totala skuldutvecklingen. Men de kan ha en stor påverkan på enskilda hushålls ekonomi.<sup>38</sup>

FI har skrivit ned sin prognos för i vilken takt hushållens skulder förväntas öka (se diagram 47). Under det närmaste året väntas ökningstakten minska. Det är i huvudsak inbromsningen i bostadspriserna som förklarar nedrevideringen.

### Bostadsrättsföreningars skulder ökar hushållens skuldbörda

Utlåningen till hushållens köp av bostadsrätter ökar snabbt. Den årliga ökningstakten är drygt 9 procent. Hushåll som bor i bostadsrätt har utöver bolånet i regel även en indirekt skuld genom bostadsrättsföreningens lån. Utlåningen till bostadsrättsföreningar har ökat i samma

36 Fördelningen avser nettoförmögenheten, det vill säga fastigheter, bankinnehav, aktier och fonder minus skulder. Waldenström, Bastani och Hansson (2018), Kapitalbeskattningens förutsättningar, Konjunkturrådets rapport 2018, SNS förlag.

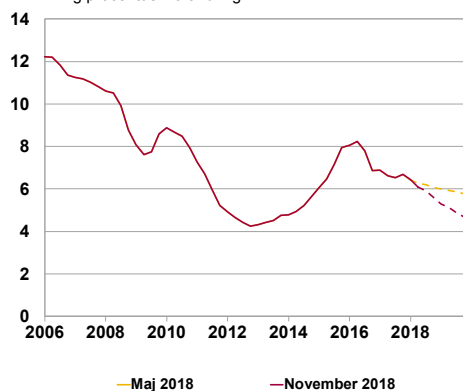
37 Se rapport Den svenska bolånemarknaden 2018, FI.

38 Konsumtionskrediter avser alla lån till hushåll som inte har bostad som säkerhet. Se rapport Svenska konsumtionslån 2018, FI.



#### 47. Hushållens skulder förväntas öka långsammare

Årtlig procentuell förändring

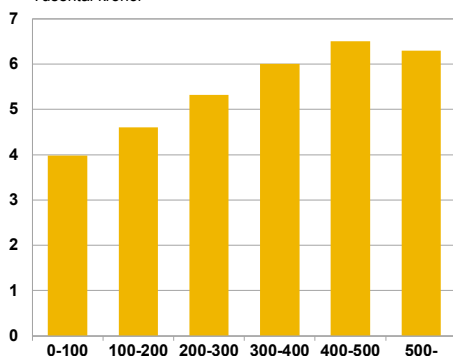


Källa: FI.

Anm. Utlåningstillväxt till hushåll, årtlig procentuell förändring. Säsongsrensad data. Underliggande data har säsongsrensats och logaritmerats. Tillväxttakter kan därför skilja sig från diagram 46.

#### 48. Högt skuldsatta hushåll bor i bostadsrättsföreningar med höga skulder

Tusental kronor

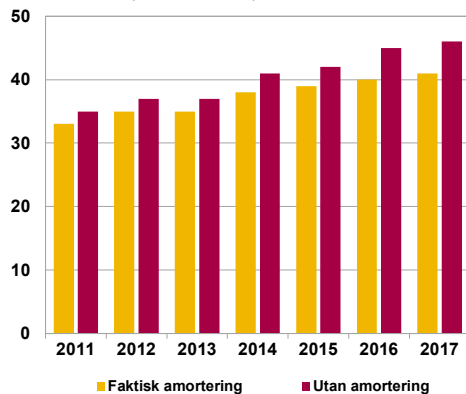


Källa: FI.

Anm. Bostadsrättsföreningars skuld som genomsnittlig skuld per m<sup>2</sup> uppdelat på nya läntagares genomsnittliga skuldkvot. Skuldkvot beräknad med inkomst före skatt.

#### 49. Hushållens överskott efter bostad- och levnadsomkostnader på god nivå

Andel av disponibel inkomst, procent



Källa: FI; Den svenska bolånemarknaden 2018.

takt som hushållens lån för bostadsrätter. En viktig förklaring till att föreningarnas skulder ökar är den höga takten i nybyggandet av bostäder under de senaste åren. Utlåning till bostadsrättsföreningar klassificeras som utlåning till icke-finansiella företag. Föreningarnas skulder är 480 miljarder kronor. Det kan jämföras med hushållens skulder med bostadsrätter som säkerhet som uppgår till 1 060 miljarder kronor. Inkluderas den indirekta skulden genom föreningarna ökar alltså bostadsrättsägarnas redan betydande bolån med ytterligare drygt 50 procent på en aggregerad nivå. Föreningarnas skuld gör hushållen mer sårbara för räntehöjningar eftersom det ytterst är medlemmarna som betalar för föreningens skuld. Detta är en sårbarhet som är störst för hushåll som redan har ett stort bostadslån. Hushåll med hög skuldkvot tenderar att bo i föreningar med stor skuld (se diagram 48).

### HUSHÅLLENS MOTSTÅNDSKRAFT ÄR GOD

De stora skulderna medför omfattande ekonomiska åtaganden för hushållen, speciellt om de ekonomiska förhållandena förändras. Det är därför viktigt att hushållen har tillräcklig motståndskraft mot oväntade negativa händelser. En sådan händelse kan vara en kraftig makroekonomisk chock som får räntor och arbetslöshet att stiga samtidigt som bostadspriser och värdet på andra tillgångar faller kraftigt.

#### Nya bolånetagare har goda marginaler

FI bedömer att hushåll med nya bolån har god marginal mellan inkomster och utgifter. Marginalen fortsatte att öka något under 2017 (se diagram 49). FI:s stresstester visar att nya bolånetagares motståndskraft mot höjd ränta eller inkomstbortfall har förbättrats genom åren (se diagram 50).<sup>39</sup> Stresstesterna visar också att nästan alla nya bolånetagare klarar av ett bostadsprisfall på 20 procent tillsammans med högre ränta eller inkomstbortfall, utan att få en restskuld om de tvingas sälja sin bostad.<sup>40</sup>

#### Hushållen klarar högre räntekostnader

Svenska låntagare betalar i genomsnitt 3,5 procent av sin disponibla inkomst i ränta (se diagram 51). Det är en historiskt låg räntekvot vilket förklaras av den låga räntan. Samtidigt som räntan fallit har hushållens skulder ökat i snabb takt. Det innebär att räntekvoten kan öka mycket om räntan stiger.

Hur räntekvoten påverkas beror på dagens nivåer på skulder och löner samt hur de utvecklas vid en räntehöjning. Vid en högre ränta dämpas förmodligen nyutlåningen samtidigt som det blir mer fördelaktigt att amortera. För att beräkna effekten på räntekvoten om räntan ökar skriver FI fram kvotens delar – skulder, ränta och disponibel inkomst.<sup>41</sup> I basscenariot stiger räntan gradvis från 2,9 procent<sup>42</sup> till 4,2 procent, vilket innebär att räntekvoten stiger från 3,4 procent till 5,2 procent i

39 Se rapport Den svenska bolånemarknaden 2018, FI, för mer information om FI:s stresstester.

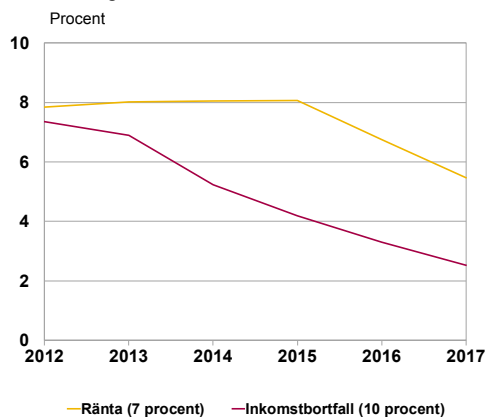
40 Se Den svenska bolånemarknaden 2018, FI.

41 Beräkningarna utgår från KI:s prognoser för reporäntan och BNP. Sedan har modeller använts för att göra prognoser för låneränta, hushållens skulder och disponibla inkomster. Låneräntan är en sammanvägning av räntorna på olika lånetyper. KI:s prognoser kommer från rapporten Konjunkturläget, juni 2018. Modellen beskrivs i FI-analys 4, En modell för hushållens skulder, 2015.

42 Denna ränta är en kombination av boräntor och räntor på konsumtionslån.



50. Andel nya bolånetagare med underskott vid högre ränta och inkomstbortfall

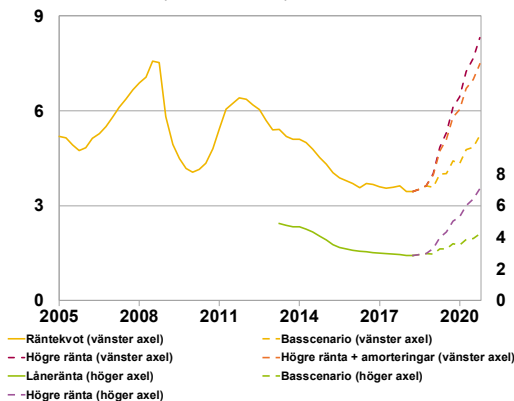


Källa: FI.

Anm. Andelarna avser vid lånetillfället. Räntan är 2 procent i arbetslöshetsstresstestet.

51. Hushållens räntekvot kan öka mycket vid räntehöjningar

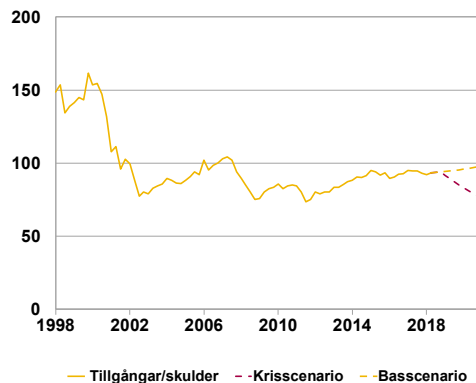
Andel av disponibel inkomst, procent



Källor: FI och SCB.

52. Hushållens likvida tillgångar genom skulder har vuxit sedan finanskrisen

Procent



Källor: FI och SCB.

Anm. Likvida tillgångar utgörs av banksparande, obligationer, svenska och utländska aktier samt fonder.

slutet av 2020. En beräkning där räntan stiger betydligt mer, upp till 7,1 procent, visar att hushållen kommer att behöva betala drygt 8,3 procent av sin inkomst i ränteutgifter.<sup>43</sup> Om vissa hushåll väljer att öka sina amorteringar minskar deras lånekostnader. Det kan finnas hushåll som väljer att klumpamortera för att minska sina skulder. Om hushållen agerar så att skulderna blir 6 procent lägre per år blir räntekvoten 7,5 procent år 2020.<sup>44</sup>

De flesta bolånetagare klarar 7 procents ränta utan att få underskott. Om räntan stiger till 7 procent skulle 3–5,5 procent av dem som tog ett bolån mellan 2012 och 2017 – och har lånet kvar – få underskott.<sup>45</sup> De som tog sina lån tidigt i perioden klarar en ränteuppgång bättre än de som tagit sina lån de senaste åren. Det beror på att ju senare lånet togs desto större är det eftersom bostadspriserna har ökat sedan 2012. Samtidigt har bolånetagarna från de tidigare åren amorterat mer på sina lån och haft en starkare löneutveckling i förhållande till lånetidpunkten.

Hushållens tillgångar på hög nivå, men minskar vid kris

Efter en nedgång i samband med finanskrisen 2008 har hushållens likvida tillgångar ökat mer än skulderna.<sup>46</sup> Likvida tillgångar är viktiga i ett ansträngt läge eftersom de gör att hushållen kan sköta sina betalningar under perioder med tillfälligt ansträngda kassaflöden. De likvida tillgångarna har vuxit från 75 procent av hushållens skulder 2008 till 93 procent 2018 (se diagram 52). Sammantaget har alltså de svenska hushållen nästan lika stora likvida tillgångar som skulder. Det är ett tecken på att hushållens motståndskraft har stärkts de senaste tio åren. Men det betyder inte att alla hushåll har tillgångar som matchar skulderna. Det troliga är att likvida tillgångar är ojämnt fördelade mellan hushållen. Och de som behöver ta de största lånen har förmodligen inte det största sparandet. Studier på svenska data från 2000–2007 visar att hushåll med höga skulder har en mindre likvid nettoförmögenhet än hushåll med små skulder.<sup>47</sup>

Om de likvida tillgångarna fortsätter att utvecklas som de senaste fem åren fram till och med 2020 kommer de att vara lika stora som skulderna.<sup>48</sup> Men hushållens motståndskraft genom likvida tillgångar är svårbedömd. Vid en allvarlig makroekonomisk störning där bostadspriserna faller förväntas även riskfyllda likvida tillgångar, som aktier, falla i värde. I ESRB:s krisscenario faller bostadspriserna med 49 procent över tre år samtidigt som aktiepriserna faller med 26 procent det första året (se faktaruta Svenska storbanker visar motståndskraft i EU-

43 Den alternativa räntan ger också lägre tillväxt i hushållens skulder och något starkare tillväxt i hushållens disponibla inkomster. Alternativscenariot ges av FI:s modell.

44 Detta är ett räkneexempel. Räntekvoten blir lägre om hushållen amorterar ännu mer.

45 FI har använt den observerade tillväxten i timlöner för att skriva fram den disponibla inkomsten och hushållens avtalade amorteringar för skuldframskrivningen.

46 Med likvida tillgångar menas tillgångar som kan säljas snabbt. De likvida tillgångarna omfattar här bankinlåning, svenska och utländska (börsnoterade) aktier, samt ränte- och aktiefonder men exkluderar pensionssparande.

47 Se Flodén M., Kilström M., Sigurdsson J. och Vestman R. (2018), Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel, Swedish House of Finance Research Paper No. 16-8.

48 Prognoser för skulder och inkomster kommer från FI:s modell.

stresstest, sida 23).<sup>49</sup> FI har räknat på samma scenario och finner att relationen mellan hushållens samlade likvida tillgångar och skulder sjunker till den nivå som gällde efter finanskrisen 2008.

## HUSHÅLLENS STORA SKULDER KAN FÖRDJUPA EN FRAMTIDA KRIS

Svenska bolånetagare har god motståndskraft och hushållen kan generellt hantera både högre räntekostnader och inkomstbortfall. Risken för större kreditförluster för bankerna genom hushållens skulder är därför begränsad. Men det är troligt att hushållen kommer att behöva dra ned mycket på sin konsumtion i en kommande kris eller vid märkbart högre räntenivåer. Det gäller i synnerhet hushåll med stora skulder. En större konsumtionsdämpning kan få stor effekt på den ekonomiska utvecklingen eftersom hushållens konsumtion utgör närmare hälften av BNP. Ett negativt ekonomiskt förlopp kan då förstärkas ytterligare. Även företagssektorn påverkas av minskad konsumtion. Det kan i förlängningen ytterligare påverka den makroekonomiska utvecklingen samt den finansiella stabiliteten negativt.

En viktig åtgärd för att dämpa de makroekonomiska sårbarheterna är därför att begränsa andelen hushåll med stora skulder. De regleringar FI har infört syftar till att stärka låntagarnas motståndskraft och minska andelen hushåll med stora skulder. Både bolånetaket och amorteringskravet har medfört att hushåll med nya bolån lånar mindre än vad de skulle ha gjort om FI inte hade infört dessa regleringar.<sup>50</sup> Efter införandet av amorteringskravet 2016 minskade andelen nya låntagare med belåningsgrad över 70 procent från 46 till 43 procent.<sup>51</sup> Samtidigt stabiliserades andelen hushåll med en skuldkvot över 450 procent.<sup>52</sup> För att minska andelen hushåll med höga skuldkvoter skärpte FI den 1 mars 2018 amorteringskravet för nya bolånetagare som tar stora lån i förhållande till inkomsten. Regleringen förväntas ha minskat andelen nya låntagare med stora skulder i förhållande till inkomsten. De införda regleringarna förväntas dessutom fortsätta att dämpa andelen hushåll med stora skulder över tid.

## ICKE-FINANSIELLA FÖRETAG OCH FINANSIELL STABILITET

De svenska icke-finansiella företagens skulder är stora. Merparten av företagens lånefinansiering utgörs av banklån. Om företag får problem med att betala räntor och amorteringar kan de i värsta fall gå i konkurs. Det kan orsaka stora kreditförluster för banker och andra finansiella företag som har lånat ut pengar. Därmed spelar de icke-finansiella företagen en central roll för den finansiella stabiliteten. Samtidigt kan en störning i det finansiella systemet påverka kreditförsörjningen. Det kan medföra att företagen får likviditetsproblem och därför minskar sina investeringar, vilket kan få konjunkturen att försämrans.

---

49 I beräkningarna antas det att bankinlåning och räntefonder är oförändrade. Om den långa räntan ökar i samband med en kris kommer värdet på räntefonderna att minska. Men den ökade räntan gör troligen att värdet på bankinlåning och vissa korträntefonder ökar.

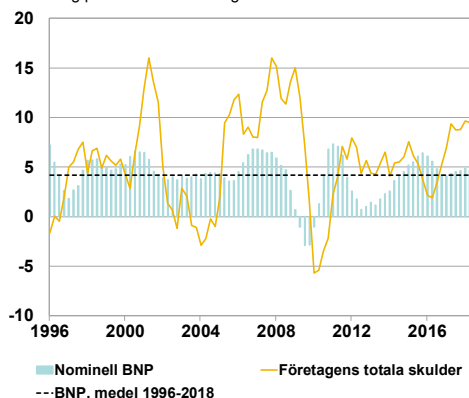
50 Se FI-analys 10, Amorteringskravet har minskat hushållens skulder, 2017 och FI-analys 12, Bolånetaket har dämpat hushållens skulder, 2018.

51 FI:s beräkningar tyder på att amorteringskravet dämpade hushållens bolån med ungefär 8 procent.

52 Se rapport Den svenska bolånemarknaden 2018, FI.

### 53. Företagens skulder växer snabbt

Årlig procentuell förändring

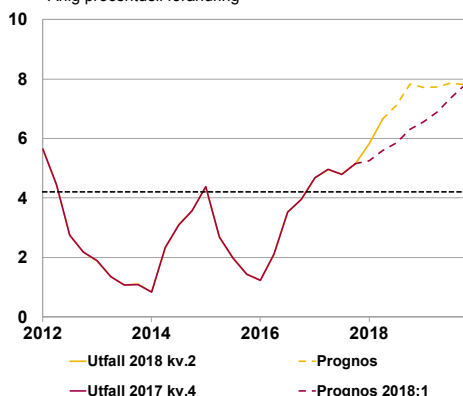


Källa: SCB.

Anm. Företagens totala skulder avser lån från svenska MFI och marknadsfinansiering via obligationer och certifikat.

### 54. Utlåningen till icke-finansiella företag väntas accelerera

Årlig procentuell förändring



Källor: FI och SCB.

Anm. Prognos för MFI:s utlåning till icke-finansiella företag. Skulderna i diagrammet avser enbart svenska MFI:s utlåning till icke-finansiella företag. Svart streckad linje markerar genomsnittligtillväxt i nominell BNP. Prognos 2018:1 avser utförd prognos inför föregående stabilitetsrapport.

De icke-finansiella företagen kan delas in i olika sektorer. Hur sektorerna kan påverka den finansiella stabiliteten beror bland annat på deras storlek, grad av skuldfinansiering, stabilitet i kassaflöden, konjunkturberoende och hur sammankopplad sektorn är med det finansiella systemet. För att bedöma hur stora stabilitetsriskerna är och hur stora konsekvenserna kan bli är det viktigt för FI att analysera enskilda delsektorer, utöver de icke-finansiella företagen som helhet.

#### Utlåningen till icke-finansiella företag ökar snabbt

De icke-finansiella företagens totala skulder fortsätter växa snabbt, pådrivna av en stark konjunktur och låga räntor. Under det andra kvartalet 2018 växte skulderna med 9,5 procent jämfört med ett år tidigare (se diagram 53). Tillväxten drivs främst av företagens marknadsfinansiering, via obligationer och certifikat, som växte med 14 procent i årstakt under det andra kvartalet 2018. Men även bankernas utlåning till de icke-finansiella företagen växer snabbt. FI bedömer att bankernas utlåning till företag kommer att accelerera ytterligare framöver (se diagram 54). I slutet av 2020 väntas denna utlåning växa med ungefär 8 procent i årstakt. Företagens konsoliderade skulder i förhållande till BNP växer snabbt och ligger på en hög nivå. De har visserligen minskat sedan finanskrisen 2008. Men sedan 2016 växer skulderna fort. Under andra kvartalet 2018 uppgick de till drygt 110 procent av BNP. Det är en ökning med ungefär 5 procentenheter jämfört med andra kvartalet 2017.

#### Sårbara företag innebär större risk för kreditförluster

De stora och snabbt växande skulderna kan göra de icke-finansiella företagen mer känsliga för störningar. Mer känsliga och sårbara icke-finansiella företag innebär större risker för att bankerna och andra kreditgivare ska göra kreditförluster. Den snabbt växande andelen marknadsfinansiering hos de icke-finansiella företagen innebär i sig ingen direkt risk för bankerna. Däremot innebär en ökad marknadsfinansiering att de icke-finansiella företagens skuldbetalningar blir högre. Det gör företagen mer känsliga för minskade intäkter och stigande räntor samt mer beroende av framtida refinansiering. Om företagen får problem med sin betalningsförmåga påverkas alla som lånat ut till företagen. Det gäller även bankerna, via deras allt större företagsutlåning.

I samband med störningar kan företagen få svårt med refinansiering via de finansiella marknaderna och likviditetsproblem kan uppstå. Om icke-finansiella företags tillgång till obligationsmarknaden begränsas eller upphör kan det finnas en återflödesrisk till bankerna. I en sådan situation kan bankerna behöva ta över mer av företagens finansiering, på grund av avtalade kreditlöften och nära kundrelationer. Bankernas exponeringar mot icke-finansiella företag kan därmed öka ytterligare. De icke-finansiella företagen kan även minska sin aktivitet vid en sådan störning. Därmed kan också underleverantörer till större icke-finansiella företag påverkas, då deras intjäning försämras. Eftersom bankerna också har utlåning till dessa företag kan ytterligare kreditförluster hos bankerna uppstå.

#### Skulderna koncentrerade till få sektorer

De icke-finansiella företagen består av olika sektorer som ser väldigt olika ut. Före finanskrisen 2008 ökade skulderna i samtliga sektorer, för att sedan minska under krisen. Sedan dess har skulderna återigen vuxit snabbt och vissa sektors samlade skulder är nu på en högre

nivå än före finanskrisen 2008 (se tabell 1). Fastighetssektorn har ökat sina skulder mest sedan 2008, med drygt 50 procent, följt av byggsektorn som har ökat sina skulder med ungefär 48 procent. Skuldökningen efter finanskrisen kan ha gjort företag i dessa sektorer mer känsliga för störningar än tidigare.

**Tabell 1. Fastighetssektorns skulder har ökat mest sedan finanskrisen**  
Andel och procentuell utveckling

Sektor	Andel av totala okonsoliderade skulder 2016	Procentuell utveckling skulder, 2008-2016	Andel förädlingsvärde
Fastighetsverksamhet	28,1	50,8	4,2
Tillverkningsindustrin	20,2	-22,6	21,7
Handel	11,6	31,3	31,4
Energi	8,5	-0,8	3,0
Information- och kommunikationsverksamhet	7,2	37,3	6,9
Juridik, ekonomi, vetenskap och teknik	6,5	1,2	5,8
Byggverksamhet	4,1	47,6	8,6
Jordbruk, skogsbruk och fiske	3,2	35,3	2,0
Uthyrning, fastighetsservice, övr. stödtjänster	3,1	40,0	3,4
Transport, magasinering	3,1	7,8	5,6

Källa: SCB.

Anm. Tabellen visar 10 (av 17) icke-finansiella sektorer med högst skulder. Skulder avser de icke-finansiella företagens okonsoliderade skulder och förädlingsvärdet är sektorns bidrag till BNP.

Sektorerna fastighetsverksamhet, tillverkningsindustrin och handel hade störst okonsoliderade skulder 2016.<sup>53</sup> Tillsammans stod de för ungefär 60 procent av näringslivets totala okonsoliderade skulder. Fastighetssektorn stod för högst andel, drygt 28 procent av de icke-finansiella företagens totala skulder. Det visar att fastighetssektorn är starkare sammankopplad till det finansiella systemet än andra icke-finansiella sektorer. Fastighetssektorn har också ett mycket lägre bidrag till BNP i förhållande till skuldernas storlek än andra sektorer (se tabell 1, kolumn 3). Till skillnad från tillverkningsindustrin och handeln har fastighetssektorn även en lägre räntetäckningsgrad och en högre skuldsättningsgrad jämfört med genomsnittet i näringslivet. Det tyder på att fastighetssektorn är mer känslig för störningar än andra sektorer.

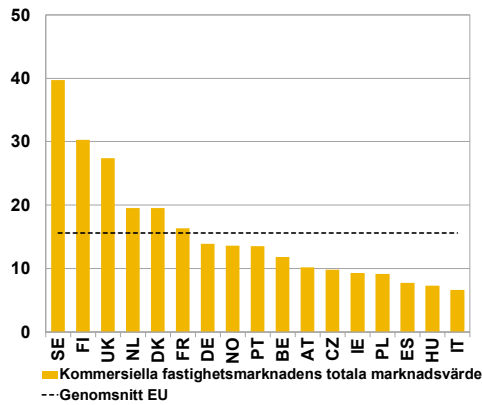
## DEN KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN ÄR STOR

Den kommersiella fastighetssektorn har historiskt haft en betydande roll i större finansiella kriser. Marknaden är cyklisk och i hög grad

<sup>53</sup> Okonsoliderade skulder avser de icke-finansiella företagens totala skulder inklusive lån mellan icke-finansiella företag. Majoriteten av sådana lån består av koncerninterna lån.

### 55. Svenska marknaden är stor

Procentuell andel av BNP

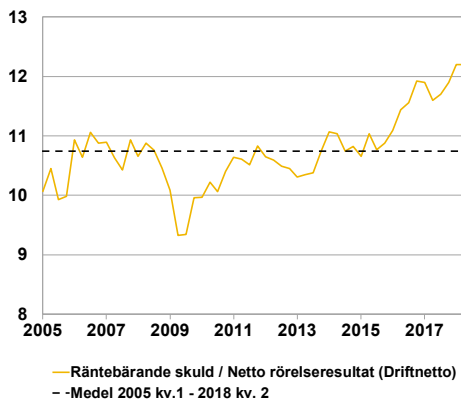


Källor: IMF och MSCI.

Anm. Den kommersiella fastighetsmarknadens totala uppskattade marknadsvärde som andel av BNP i olika länder.

### 56. Fastighetsföretagens räntebärande skulder i förhållande till nettorörelseresultat

Kvot

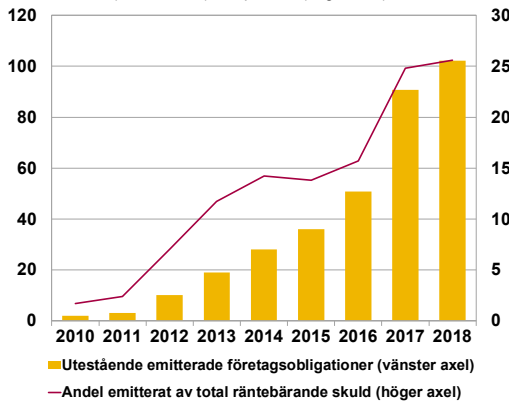


Källa: Catella.

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

### 57. Marknadsfinansiering en allt viktigare finansieringskälla

Mdkr (vänster axel) och procent (höger axel)



Källa: Catella.

Anm. Avser emitterade obligationer av börsnoterade kommersiella fastighetsföretag på Nasdaq Nordic Main Market i svenska kronor.

skuldfinansierad.<sup>54</sup> Den svenska marknaden är dessutom stor jämfört med andra europeiska länder och det totala marknadsvärdet uppgår till ungefär 40 procent av BNP (se diagram 55).<sup>55</sup> Sammantaget innebär detta att bankerna och andra finansinstitut (som pensionsbolag, försäkringsföretag och alternativa investeringsfonder) har stora exponeringar mot fastighetsmarknaden. Utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden är därför central för den finansiella stabiliteten.

En lång period med en stark konjunktur och låga räntor har bidragit till en ökad efterfrågan på fastigheter i attraktiva lägen. Det har lett till låga vakansgrader och stigande hyror. Aktiviteten, mätt som transaktionsvolym, är fortsatt hög. Det är ett starkt inflöde av utländskt kapital och var tredje köpare är utländsk. Men under 2018 har transaktionsvolymen dämpats. Det gäller främst för detaljhandelsfastigheter som dessutom upplever en ökad konkurrens från e-handeln.

Skillnaden mellan direktavkastningen och den riskfria räntan (riskpremien på fastigheter) är i dag hög, trots att direktavkastningen är låg sett ur ett historiskt perspektiv. Den stora skillnaden innebär att investerare får en högre avkastning på att investera i fastigheter jämfört med andra mindre riskfyllda alternativ. Det har bland annat medfört att fler aktörer har ökat sin andel av långsiktigt sparande i svenska kommersiella fastigheter.

### Obligationsmarknaden en allt viktigare finansieringskälla

De börsnoterade fastighetsföretagens skulder i relation till intäkterna har stigit de senaste två åren och ligger på historiskt höga nivåer (se diagram 56). Detta trots att företagen haft en hög och stigande intjäning. Under andra kvartalet 2018 var fastighetsföretagens skulder i genomsnitt 12,2 gånger större än deras nettorörelseresultat. Andelen marknadsfinansiering via obligationer och certifikat har fortsatt att öka under 2018. Denna finansieringsform har blivit allt viktigare för fastighetsföretagen. De börsnoterade fastighetsföretagens utestående emitterade obligationer (på Nasdaq Nordic Main Market) uppgick till drygt 100 miljarder kronor andra kvartalet 2018 (se diagram 57).<sup>56</sup> Det motsvarar drygt 25 procent av deras räntebärande skulder. Obligationerna har ofta en löptid på två till fem år och fram till 2020 kommer drygt 40 procent av de samlade utestående obligationerna att förfalla. Den högre upplåningen på obligationsmarknaden innebär en större refinansieringsrisk för de kommersiella fastighetsföretagen. Detta eftersom investerare kan välja att sluta köpa företagsobligationer vid en allvarlig störning. Sammantaget innebär fastighetsföretagens stora och snabbt växande skulder större risker för det finansiella systemet.

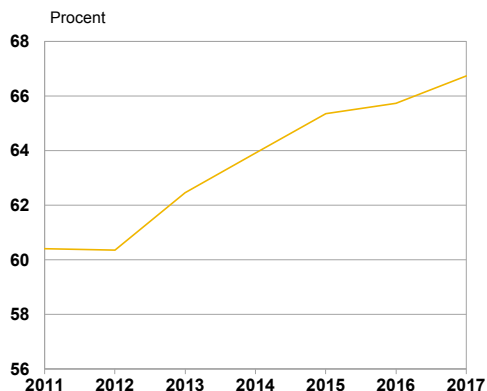
54 Kommersiella fastighetsmarknaden avser företag som äger fastigheter för ett kommersiellt syfte. Kommersiella fastigheter inrymmer bland annat kontor, detaljhandel, hotell, restauranger, bostadsfastigheter med hyresrätter som upplåtelseform samt lokaler för logistik och industri.

55 Detta är en uppskattning gjord av MSCI där samma metod har använts för samtliga europeiska länder.

56 Avser enbart emitterade obligationer av börsnoterade kommersiella fastighetsföretag på Nasdaq Nordic Main Market.



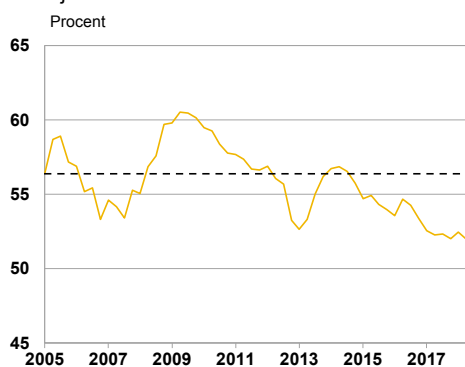
### 58. Fastighetsföretagens överskottsgrad stiger



Källa: FI.

Anm. Överskottsgrad mäter företagets driftnetto i förhållande till hyresintäkterna. Diagrammet visar medianen över ett urval av 40 privata och institutionella svenska fastighetsföretag.

### 59. Den genomsnittliga belåningsgraden har sjunkit

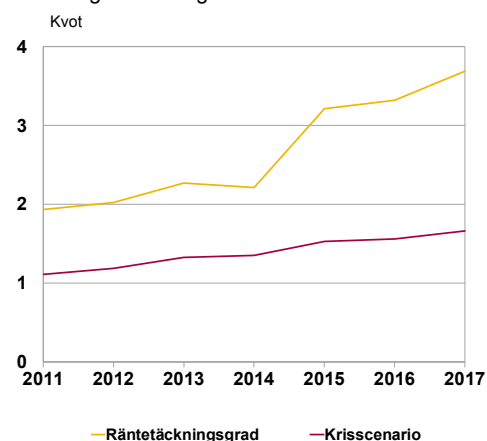


— Genomsnittlig belåningsgrad (LTV), oviktad — Medel

Källa: Catella.

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

### 60. Räntetäckningsgraden för fastighetsföretagen har ökat



Källa: FI.

Anm. Beräkningarna för räntetäckningsgraden (median) bygger på årsredovisningar från ett urval av sammanlagt omkring 40 privata och institutionella svenska fastighetsföretag.

## FASTIGHETSFÖRETAGENS MOTSTÅNDSKRAFT

Fastighetsföretagen har stora skulder. Det är därför viktigt att företagen har tillräcklig motståndskraft mot oväntade negativa händelser. En sådan händelse kan vara en makroekonomisk störning som får räntor att stiga samtidigt som hyresintäkter, fastighetspriser och värdet på andra tillgångar faller kraftigt. Stigande överskottsgrad stödjer bilden av att företagets ekonomiska ställning i dag är stark (se diagram 58). Men det finns tydliga risker med den senaste tidens utveckling på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden.

Trots att de totala skulderna har ökat har den genomsnittliga belåningsgraden hos de börsnoterade kommersiella fastighetsföretagen sjunkit. Från att ha legat på nivåer kring 60 procent, är den genomsnittliga belåningsgraden i dag 52 procent (se diagram 59). De är nu relativt låga sett ur ett historiskt perspektiv. Anledningen är att marknadsvärderna på fastigheterna har ökat snabbare än företagets skulder. Om förutsättningarna förändras och fastighetspriserna faller kan belåningsgraderna dock snabbt komma att stiga. Fastigheterna är ofta ställda som säkerhet vid lån hos bankerna. Vid förändrade förutsättningar och fallande priser kan det innebära att kvaliteten på bankernas säkerheter försämras. Om fastighetsföretagen skulle få problem med att betala räntor och amorteringar på sina lån, samtidigt som värdet på deras tillgångar försämras, kan det medföra ökade kreditförluster för samtliga långivare och därmed påverka den finansiella stabiliteten.

## FASTIGHETSFÖRETAGEN ÄR KÄNSLIGA

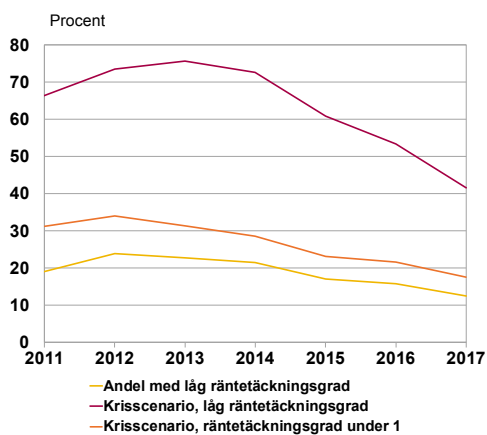
Det rådande ekonomiska läget har bidragit till att förbättra företagens intäkter i förhållande till deras räntekostnader (se diagram 60). Det innebär att företagen klarar av att täcka kostnaderna för sina samlade räntebärande skulder i högre utsträckning än tidigare. Räntetäckningsgraden indikerar att företagets intäkter 2017 var drygt 3,5 gånger större än deras räntekostnader. Det kan anses vara betryggande. Samtidigt är räntorna historiskt låga och skulderna stora. Räntetäckningsgraden kan därför snabbt försämras om räntorna stiger.

Ett stresstest baserat på ESRB:s krisscenario – där tillväxten och fastighetspriserna sjunker kraftigt samtidigt som räntorna stiger – ger en avsevärd minskning av räntetäckningsgraden för många företag (se diagram 60). I scenariot, som varar över tre år, antas hyresintäkterna falla med 10 procent samtidigt som utlåningsräntorna ökar med 2,3 procentenheter. Därutöver faller kommersiella fastighetspriser i Sverige med 43 procent. För att undersöka hur fastighetsföretagens motståndskraft förändrats över tid beräknas företagets stressade räntetäckningsgrad för varje år (2011 – 2017) vid samma typ av scenario. Att fastighetspriserna stigit snabbt de senaste åren innebär att sannolikheten för att ett scenario inträffar där priserna faller mycket har ökat jämfört med tidigare år.

Räntetäckningsgraden hos fastighetsföretagen som stressas 2017 blir drygt 1,5 (se diagram 60). Det är en högre nivå jämfört med om motsvarande stress appliceras på tidigare år. Det tyder på att företagets motståndskraft mot fallande hyresintäkter och stigande räntor har förbättrats. Den snabba ökningen av räntetäckningsgraden innebär att det krävs ett större fall jämfört med tidigare år innan företagets räntetäckningsgrad når en nivå som indikerar sårbarhet. En räntetäckningsgrad



61. Andel företag med låg räntetäckningsgrad har minskat



Källa: FI.

Anm. Låg räntetäckningsgrad avser företag med en räntetäckningsgrad under 1,5. Beräkningarna för räntetäckningsgraden bygger på årsredovisningar från ett urval av sammanlagt omkring 40 privata och institutionella svenska fastighetsföretag. Krisscenariot bygger på ESRBs scenario som publicerades den 31 januari 2018.

som understiger 1 innebär att företagen inte har tillräckligt med marginaler för att klara av att täcka kostnaderna för sina samlade räntebärande skulder.<sup>57</sup> En tidigare signal på sårbarhet är därför när räntetäckningsgraden understiger 1,5.<sup>58</sup> Det är skulderna hos dessa företag som utgör en indikator för förhöjd kreditrisk.

Andelen sårbara företag har minskat (se diagram 61). 2017 hade drygt 10 procent av företagen en räntetäckningsgrad under 1,5. I ESRB:s krisscenario får drygt 40 procent av företagen en lika låg räntetäckningsgrad. Och nästan 20 procent av företagen skulle inte klara av att täcka sina räntekostnader. Sedan 2014 har andelen som klarar ett dåligt scenario ökat. Det beror på att fler företag har blivit mer motståndskraftiga.

Sammantaget visar FI:s stresstester att motståndskraften bland fastighetsföretagen i genomsnitt har förbättrats de senaste åren. Men många företag har stora skulder. Det gör dem sårbara för en allvarligare konjunkturedgång eller kris. De kommersiella fastighetsföretagen kan komma att pressas hårt av en kombination av stigande vakanser, minskad tillgång till kapital och stigande räntor. Sådana problem kan orsaka kreditförluster som kan leda till finansiell instabilitet. FI:s samlade bedömning är att det finns förhöjda risker på den kommersiella fastighetsmarknaden.

<sup>57</sup> En räntetäckningsgrad under 1 behöver inte innebära fallissemang för företaget.

<sup>58</sup> Se till exempel Chow, J. (2015), Stress Testing Corporate Balance Sheets in Emerging Economies. IMF Working Paper WP/15/216.



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

**[www.fi.se](http://www.fi.se)**