



**FINANSINSPEKTIONEN**

# Stabiliteten i det finansiella systemet

---

**29 MAJ 2018**



## INNEHÅLL

<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>	<b>STABILITETEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADERNA</b>	<b>20</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>4</b>	Värdepappersmarknaderna fungerar väl	20
Strukturella förändringar och ändrade kapitalkrav stundar	4	Ökad marknadsfinansiering hos icke-finansiella företag	21
Måttliga stabilitetsrisker på värdepappersmarknaderna	5	Likviditeten kan försämrats betydligt vid stress	21
Försäkringsföretagen har en fortsatt stark finansiell ställning	5	Kommande förändringar innebär utmaningar för infrastrukturföretag	22
Kommersiella fastighetbolag är mer räntekänsliga	5	Central motpartsclearing – en viktig del av det finansiella systemet	23
		Nya regler kring referensvärden	24
<b>DEN EKONOMISKA UTVECKLINGEN</b>	<b>6</b>	<b>STABILITETEN I FÖRSÄKRINGSSEKTORN</b>	<b>25</b>
Den globala konjunkturen är fortsatt stark	6	God motståndskraft i försäkringsföretagen	25
Skulderna ligger på höga nivåer	6	Stark finansiell ställning möjliggör högre risktagande	26
Högt risktagande på finansiella marknader	6	Fastighetsexponering kan medföra risker	26
Problemen minskar i Europas banksektor, men utmaningar kvarstår	7	Livförsäkringsföretagen klarar stora ändringar i tillgångspriser på kort sikt	27
Fortsatt politisk osäkerhet i världen	9	Sårbarheter på längre sikt	27
Signaler om mindre expansiv penningpolitik	9		
Fortsatt höga bostadspriser trots nedgång	9		
<b>STABILITETEN I BANKSEKTORN</b>	<b>11</b>	<b>HUSHÅLLENS OCH FÖRETAGENS SKULDER</b>	<b>29</b>
Banksystemet är stort och nära sammanlänkat	11	Hushållens ekonomi är stark	29
Bankerna har god intjäning och hög lönsamhet	12	Hushållens skulder fortsätter öka i snabb takt	30
Hög exponering mot fastighetssektorn	12	Hushållens marginaler har ökat	31
Tillfredsställande motståndskraft	14	Hushåll med stora skulder är en makroekonomisk risk	32
Kapitalkraven är under utveckling	14	Icke-finansiella företag och finansiell stabilitet	33
Risikoviktsgolvet för svenska bolån får ny design	16	Dämpad aktivitet bland bostadsutvecklare	34
Löptidsomvandling skapar sårbarhet	17	Stabil kommersiell fastighetsmarknad	35
Bankernas finansiering	17	Kommersiella fastighetsbolag är mer räntekänsliga	37
Likviditetsbuffertar ökar motståndskraften	18		

## Förord

Den makroekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige är fortsatt stark, med god tillväxt, låg inflation och låga räntor. Finansinspektionen (FI) bedömer att det finns en tillfredsställande motståndskraft i det finansiella systemet och att det i dagsläget fungerar väl.

Men vi vet av erfarenhet att det är just när räntorna är låga, företag är lönsamma, aktie- och bostadspriserna är höga och när placerare söker bättre avkastning som risker brukar byggas upp. Det ekonomiska systemet hamnar i en positiv spiral som blir självförstärkande. Att ta risk – till exempel genom att låna till en bostad – visar sig månad efter månad, år efter år, vara lönsamt. De goda tiderna uppfattas mer och mer som normaltillståndet och risktagandet skruvas upp ytterligare. Men när utvecklingen vänder – vilket den förr eller senare alltid gör – blir fallet ofta hårt. Det är för att minska konsekvenserna av de problem som kan komma i framtiden, som FI stärker motståndskraften hos hushåll, banker och försäkringsbolag. Och det är därför det är så viktigt att alla – från enskilda hushåll och företag till stater – inser att förr eller senare kommer kärvare tider. Och då vill det till att vi är rustade.

Allt fler pekar nu på risken att låga räntor i kombination med stark ekonomisk tillväxt riskerar att driva upp skulderna till riskabla nivåer. Internationella valutafonden (IMF) påpekar i sin senaste stabilitetsrapport att den totala skuldbördan i världen ligger på rekordhöga nivåer. Det ökar sårbarheten för världsekonomin. I Sverige har skulderna framför allt ökat i hushållssektorn och FI har genom ett antal åtgärder ökat hushållens motståndskraft, senast med det skärpta amorteringskravet som trädde i kraft i mars. Sedan några år tillbaka ökar också företagens skulder. Dock har Sverige, till skillnad från många andra länder, inte ökat sin offentliga skuld. Detta är bra och bidrar till vår motståndskraft.

FI har sitt fokus på hushållens stora skulder, inte på att styra huspriser eller bostadsbyggandet. Men det finns förstås en koppling på så sätt att ständigt stigande huspriser driver på skuldnivåerna. Den prisnedgång som vi sett under hösten och vintern 2017 har fått stor uppmärksamhet. Nedgången har tydligt visat att priser på fastigheter, liksom på andra tillgångar, inte bara kan gå uppåt. Det har gjort hushåll mer försiktiga, vilket är sunt. Det bör på sikt leda till mer eftertänksamma hushåll, en lugnare prisutveckling och mindre skulder. Det bidrar i sin tur till att minska de finansiella och makroekonomiska riskerna. Ett bostadsbyggande som är beroende av kraftigt stigande fastighetspriser och snabbt stigande skulder i hushållssektorn riskerar att leda till växande finansiella och makroekonomiska risker. Det är inte en hållbar utveckling – det är snarare ett uttryck för en bostadsmarknad som brottas med stora strukturproblem.

Stockholm den 29 maj 2018



Erik Thedéen  
Generaldirektör

## Sammanfattning

Den svenska ekonomin är fortsatt stark och motståndskraften i det finansiella systemet är tillfredsställande. Men en lång period av låga räntor och god tillväxt har lett till en ökad riskaptit, höga tillgångspriser, och höga skulder både globalt, hos svenska hushåll och på den kommersiella fastighetsmarknaden. Den höga skuldsättningen gör den finansiella sektorn mer känslig för störningar och FI kommer om det behövs vidta ytterligare åtgärder för att stärka motståndskraften.

Den globala och den svenska ekonomin fortsätter att växa i en god takt. Återhämtningen i de europeiska ekonomierna fortsätter, vilket också inneburit att motståndskraften i den europeiska banksektorn förbättras när lönsamheten blivit något högre och andelen dåliga nödlidande lån fortsätter att sjunka. Risken för större problem i den europeiska banksektorn, som lätt kan sprida sig till Sverige har därmed minskat.

Penningpolitiken är fortsatt mycket expansiv i USA, euroområdet och i Sverige, även om den amerikanska centralbanken höjt styrrentan sex gånger sedan 2015. De låga räntorna i kombination med ett högt risktagande har pressat ned riskpremier och drivit upp tillgångspriser under en längre tid, både i Sverige och globalt. Sedan FI:s senaste stabilitetsrapport i höstas har riskpremierna däremot stigit något och priserna på svenska bostäder fallit, även om en stabilisering tycks ha skett de senaste månaderna. Trots nedgången är bostadspriserna fortfarande historiskt höga och risken för att priserna faller mer är fortfarande en realitet.

### STRUKTURELLA FÖRÄNDRINGAR OCH ÄNDRADE KAPITALKRAV STUNDAR

FI bedömer att de svenska bankerna överlag har tillfredsställande motståndskraft mot störningar till följd av en fortsatt god lönsamhet, låga kreditförluster och höga kapitalnivåer i förhållande till riskerna i verksamheten. Bankernas kapital består till stor del av buffertar som kan användas som tillfälliga stöddämpare i krislägen. FI:s kapitalkrav på bankerna syftar till att upprätthålla ett stabilt finansiellt system som präglas av ett högt förtroende.

Det globala och europeiska regelverket för banker fortsätter att utvecklas och kommer att påverka hur kapitalkraven på bankerna utformas och tillämpas framöver. Strukturförändringar, som Nordeas planerade flytt, innebär också att den svenska regeltillämpningen behöver anpassas för att upprätthålla stabiliteten i det svenska finansiella systemet.

Även andra strukturella förändringar pågår på bolånemarknaden, där nya aktörer och finansieringsformer försöker utmana de traditionella affärsmodellerna. Utlåning till hushåll i form av bolån utgör en väsentlig del av storbankernas lönsamhet och affärsvolym. I vilken grad utvecklingen påverkar stabiliteten i det finansiella systemet och skyddet för konsumenterna beror till stor del på hur de nya alternativen utformas och hur viktiga de blir på marknaden.

## MÄTLIGA STABILITETSRISKER PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADERNA

Den finansiella systemviktiga infrastrukturen i Sverige fungerar väl och präglas överlag av hög operationell tillförlitlighet. Men trots en stabil utveckling och låg volatilitet på värdepappersmarknaderna finns tecken på en förhöjd sårbarhet kopplad till försämrad likviditet på systemviktiga marknader. Det kan göra dem sårbara i stressade situationer då likviditeten tenderar att försämrast.

Aktörerna inom svensk central motpartsclearing (CCP:er) är få vilket ger en hög koncentration av motpartsrisk och operativ sammanlänkning. Det innebär i sin tur risker för att störningar sprids snabbt. CCP:er är därför systemviktiga. Årets stresstester som Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) genomfört visar att det europeiska systemet av CCP:er generellt är motståndskraftiga mot likviditets- och kreditrisker.

## FÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN HAR EN FORTSATT STARK FINANSIELL STÄLLNING.

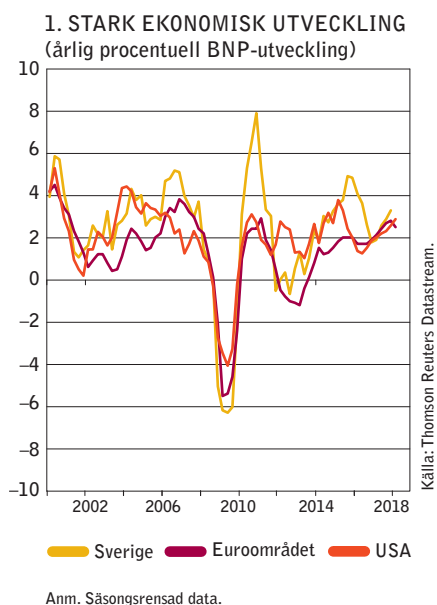
Försäkringssektorn förvaltar stora tillgångar, framför allt för att täcka framtida pensioner. Förändringar i ränteläget har stor påverkan på företagens ställning. På kort sikt utgör livförsäkringsföretagens omfattande aktieinnehav den största sårbarheten för den finansiella stabiliteten då stora omallokeringar av tillgångar kan förstärka en börsnedgång och pressa ner räntorna. FI bedömer ändå att företagen kan hantera även relativt stora börsnedgångar och att stabilitetsriskerna därför är begränsade. På längre sikt kvarstår utmaningen med långvarigt låga räntor, som tillsammans med fallande tillgångspriser kan medföra risker för den finansiella stabiliteten.

## KOMMERSIELLA FASTIGHETBOLAG ÄR MER RÄNTEKÄNSLIGA

Hushållens ekonomi är överlag stark. Det innebär att hushållens skulder utgör begränsad direkt risk för det finansiella systemets stabilitet. Samtidigt ligger skulderna på historiskt höga nivåer och i en allvarlig ekonomisk nedgång kan skuldbördan innebära att hushållen drar ner på sin konsumtion vilket i sin tur kan fördjupa krisen. Detta kan i förlängningen hota den finansiella stabiliteten. FI har därför infört ett skärpt amorteringskrav och fortsätter att bevaka utvecklingen noga. Även situationen för icke-finansiella företag är överlag god, och företagen gynnas av god ekonomisk tillväxt och låga räntor. Men även företagens skulder är höga, vilket har ökat företagens räntekänslighet och refinansieringsrisk. Detta gäller inte minst fastighetsbolagen.

## Den ekonomiska utvecklingen

Den globala konjunkturen är fortsatt stark. Men oron för protektionism har ökat och politiska risker kvarstår. Riskaversionen är fortfarande låg. Men högre räntor kan leda till anpassningar bland marknadsaktörer och ökad riskaversion. En sådan utveckling kan påverka den finansiella stabiliteten i Sverige. Svenska bostadspriser sjönk under det sista kvartalet 2017 för att sedan stabiliseras under det första kvartalet 2018. Trots detta är bostadspriserna fortfarande höga och risken för en större nedgång är därmed en realitet.

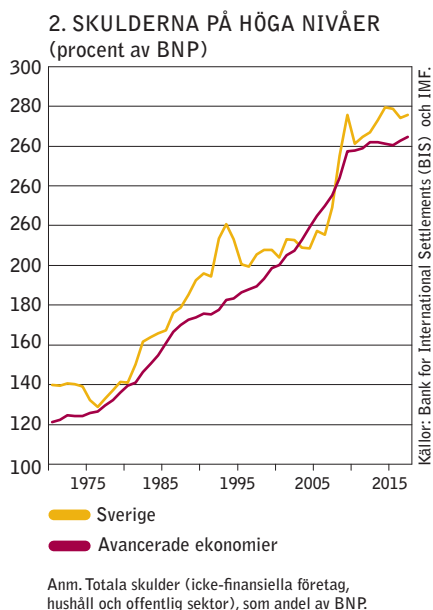


Sverige är en liten öppen ekonomi där den ekonomiska utvecklingen till stor del styrs av händelser i omvärlden. Det finansiella systemet i Sverige är också nära sammanlänkat med de globala finansiella marknaderna. Störningar som uppstår i realekonomin kan påverka finansmarknaderna negativt. Omvänt kan 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 istället 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.

### DEN GLOBALA KONJUNKTUREN ÄR FORTSATT STARK

Den globala ekonomiska utvecklingen är fortsatt stark och Konjunkturinstitutet (KI) bedömer att det fortsätter vara så även under det kommande året (se diagram 1). I USA utvecklas ekonomin positivt och arbetslösheten ligger på en historiskt låg nivå. I euroområdet har konjunkturen gradvis blivit starkare, men trots minskad arbetslöshet släpar lönetillväxten efter och hämmar inflationen. Den positiva konjunkturen i omvärlden och den svaga svenska kronan gynnar tillväxten i Sverige som bedöms fortsätta i god takt.



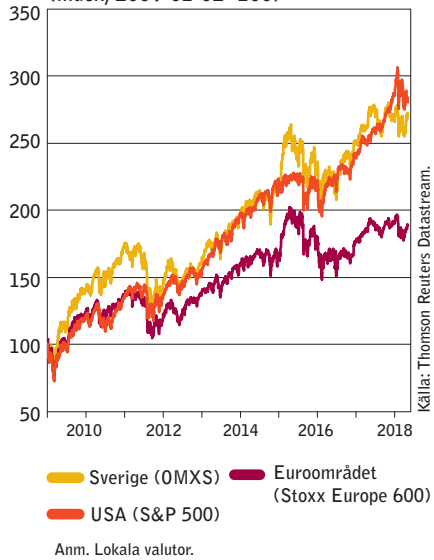
### SKULDERNA LIGGER PÅ HÖGA NIVÅER

Den totala skuldbördan i Sverige och i världen ligger på en historiskt hög nivå. I de avancerade ekonomierna har de totala skulderna ökat från runt 235 procent av BNP 2007 till 265 procent 2017 (se diagram 2). I många länder är det framförallt de offentliga skulderna som har ökat. Även i Sverige har skulderna ökat och uppgick till 275 procent av BNP 2017, jämfört med 229 procent av BNP 2007. Till skillnad från i andra avancerade ekonomier är det de privata skulderna, framför allt hushållens skulder, som ligger bakom ökningen i Sverige.

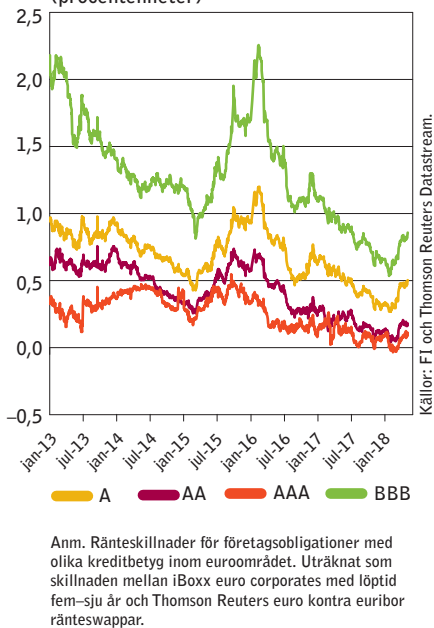
### HÖGT RISKTAGANDE PÅ FINANSIELLA MARKNADER

De senaste årens låga räntor har resulterat i att investerare i jakt på avkastning efterfrågar finansiella instrument med högre förväntad avkastning, och därmed även högre risk. Detta har bidragit till att tillgångspriser pressats upp, vilket bland annat syns på de internationella aktiemarknaderna som har stigit under en längre tid (se diagram 3). En följd av den starka viljan att ta risk är att riskpremier har fallit markant (se diagram 4). Den höga efterfrågan på mer riskabla tillgångar har dess-

### 3. STIGANDE AKTIEINDEX (index, 2009-01-02=100)



### 4. LÄGRE RISKPREMIER (procentenheter)



utom bidragit till att utbudet av företagsobligationer med lägre kreditbetyg har ökat, både i volym och som andel av marknaden.

I februari syntes en kraftig marknadskorrigerings då internationella börser föll och volatiliteten på flera börser steg (se diagram 3 och 5). Sedan korrigeringen har volatiliteten varit något högre än under hösten och riskpremier på obligationsmarknaden har stigit (se diagram 4 och 5). Samtidigt är riskpremierna fortsatt låga och det finns därför en risk för ytterligare korrigeringar både globalt och i Sverige.

## PROBLEMEN MINSKAR I EUROPAS BANKSEKTOR, MEN UTMANINGAR KVARSTÅR

FI har tidigare pekat ut den svaga europeiska banksektorn som en potentiell källa till oro på de finansiella marknaderna. En lång period med låg tillväxt i Europa i kölvattnet av den globala finanskrisen 2008 samt höga andelar nödlidande lån<sup>1</sup> har lett till att lönsamheten hos de europeiska bankerna generellt varit låg. Det har nu börjat se något ljusare ut. I takt med en starkare ekonomisk utveckling har lönsamheten ökat, tillgängskvaliteten förbättrats och andelen nödlidande lån minskat. Förtroendet för banksektorn i Europa har därmed ökat. Det har bland annat visat sig på aktiemarknaden där bankaktier har fortsatt gå bättre än börsindex (se diagram 6). Lönsamheten i sektorn är däremot fortfarande låg och är därför fortsatt sårbar. Försämrade konjunkturutsikter, exempelvis till följd av politisk osäkerhet och försämrade internationella handelsrelationer, skulle kunna försvåra återhämtningen. Även om den svenska banksektorn inte i någon högre grad är direkt exponerad mot svagare europeiska banker, kan turbulens i Europa påverka Sverige genom ökad oro på finansiella marknader och sämre konjunkturutveckling i regionen. Europeiska bankmyndigheten (EBA) kommer under 2018 genomföra ett nytt stresstest av hur banksystemet inom EU klarar en finansiell och makroekonomisk chock.

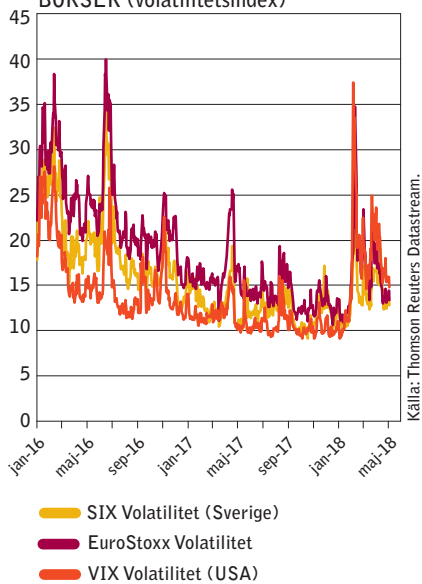
### Tufft stresstest väntar för svenska storbanker

Under 2018 kommer EBA att genomföra ett stresstest av banksystemet i EU baserat på ett makroekonomiskt krisscenario som Europeiska systemrisknämnden (ESRB) tagit fram. Scenariot innebär en kraftig negativ finansiell och makroekonomisk chock där riskpremierna på de finansiella marknaderna stiger snabbt. Det får till följd att konjunkturen i Europa försvagas kraftigt. Samtidigt som ekonomin försvagas stiger räntor och tillgången till kapital och krediter försämras.<sup>2</sup> Scenariot innebär en särskilt hård stress för Sverige, både i jämförelse med andra länder och mot faktiska historiska ekonomiska chocker (se diagram R1). BNP faller exempelvis med över 10 procent över tre år och arbetslösheten stiger till 12,5 procent. Vid 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.

1 Se stycke Bankerna har god intjäning och hög lönsamhet, sida 12.

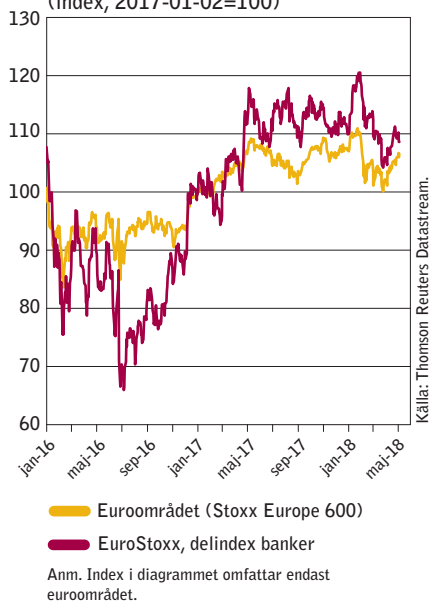
2 Scenariot publicerades den 31 januari 2018 och en detaljerad beskrivning finns tillgänglig under: <http://www.eba.europa.eu/news-press/news>

### 5. ÖKAD VOLATILITET PÅ FLERA BÖRSER (volatilitetsindex)

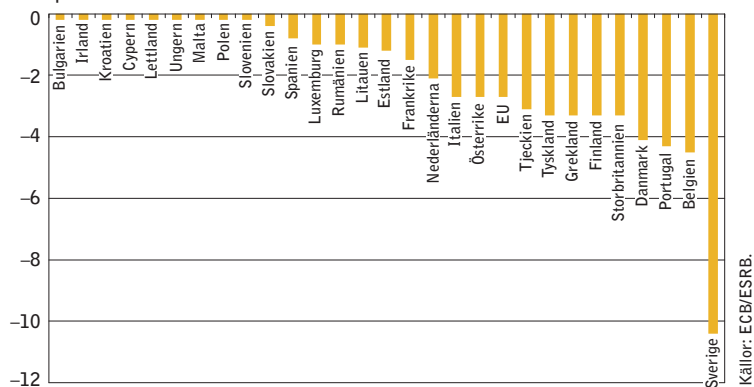


Anm. Implicit volatilitet beräknad från indexoptionspriser.

### 6. EUROOMRÅDETS BANKINDEX GÅR STARKARE ÄN BÖRSEN (index, 2017-01-02=100)



### R1. BNP-UTVECKLING I STRESSAT SCENARIO FÖR OLIKA LÄNDER (procent)

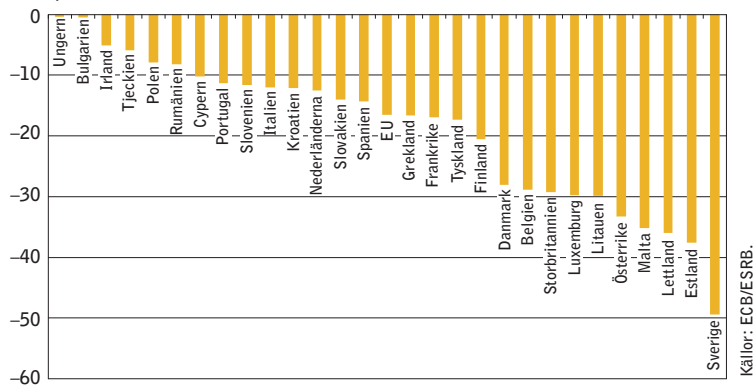


Anm. Procentuell kumulativ förändring över tre år.

De försämrade förhållandena gör att aktiepriser faller med 26 procent och långa marknadsräntor stiger med 70 baspunkter. Nedgången för aktiepriser, och uppgången för långa räntor är mildare i Sverige än för genomsnittet i EU.

ESRB bedömer att svenska bostadspriser är kraftigt övervärderade. Under de tre åren som scenariot avser faller därför bostadspriserna i Sverige med 49 procent (se diagram R2). Under krisen i början av 1990-talet var prisnedgången som mest 19 procent.<sup>3</sup> Prisnedgången i Sverige är den största för samtliga länder som ingår i stresstestet där genomsnittlig prisnedgång är 17 procent. Kommersiella fastighetspriser i Sverige faller med 43 procent i scenariot.

### R2. BOSTADSPRISFALL I STRESSAT SCENARIO FÖR OLIKA LÄNDER (procent)



Anm. Procentuellt kumulativt prisfall under tre år.

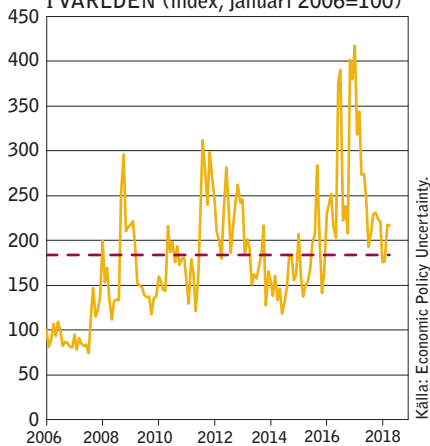
Att BNP-nedgången för Sverige blir så stor i scenariot förklaras till stor del av det kraftiga prisfallet på bostäder. Bostadsprisfallet förstärker den initiala ekonomiska chocken. Det påverkar främst hushåll vars ekonomiska förutsättningar försämras markant genom betydligt lägre bostadspriser.

I denna rapport analyseras hur svenska försäkringsbolag och svenska bolåntagare kan påverkas i ESRB:s scenario. I höst kommer EBA att publicera resultaten för hur scenariot påverkar europeiska och svenska storbanker.

3 Statistiska Centralbyråns Fastighetsprisindex.

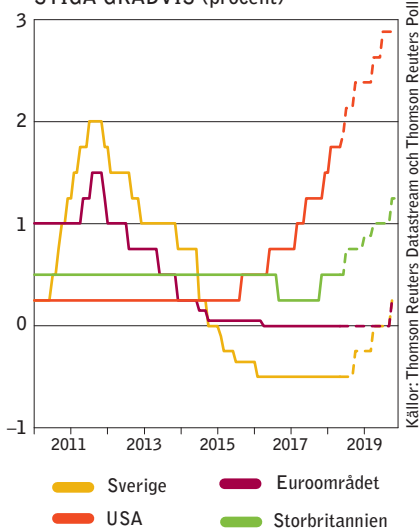


## 7. FORTSATT POLITISK OSÄKERHET I VÄRLDEN (index, januari 2006=100)



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

## 8. STYRRÄNTORNA FÖRVÄNTAS STIGA GRADVIS (procent)



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

## FORTSATT POLITISK OSÄKERHET I VÄRLDEN

Trots det fördelaktiga konjunkturläget finns det potentiella störningar som kan påverka utvecklingen negativt. Globalt ligger den politiska osäkerheten fortsatt på en något förhöjd nivå (se diagram 7).<sup>4</sup> Om marknadsaktörer agerar framåtblickande kan oro vara självförstärkande, vilket i sin tur kan skapa turbulens på de finansiella marknaderna, med ökad prisvolatilitet som följd. För europeisk del kvarstår osäkerheter kring Storbritanniens utträde ur EU samt resultatet av nationella val som har skapat en bräcklig regeringskoalition i Tyskland och risk för nyval i Italien. Turbulensen kring regeringsbildandet i Italien skapade reaktioner på räntemarknaden, och italienska räntor steg kraftigt. Även utanför Europa finns politisk osäkerhet då oron för ett globalt handelskrig och protektionism har ökat. Ökad protektionism dämpar den globala tillväxten och kan påverka Sverige genom lägre efterfrågan på svensk export.

## SIGNALER OM MINDRE EXPANSIV PENNINGPOLITIK

Efter en lång period av expansiv penningpolitik signalerar nu flera centralbanker att räntorna kommer stiga framöver (se diagram 8). Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, började höja sin styrränta i december 2015, och har nu höjt styrräntan vid sex tillfällen med sammanlagt 1,5 procentenheter. Efter den senaste höjningen i mars ligger intervall för styrräntan på 1,50–1,75 procent. Europeiska centralbanken (ECB) fortsätter med sin expansiva penningpolitik, men storleken på de månatliga tillgångsköpen har minskats sen 2017.

Riksbanken är avvaktande och vill att inflationen ska stabiliseras kring målet 2 procent innan de agerar. De har därför skjutit fram tidpunkten för en första höjning av styrräntan till slutet av 2018. Den låga styrräntan har stimulerat tillväxten och inflationen men även bidragit till att hushåll och företag lånar mer (se avsnitt Hushållens och företagets skulder).

Den nuvarande penningpolitiken med låg styrränta och kvantitativa lättnader som förs i ett större antal länder är oprövad historiskt och det råder osäkerhet om vad som kommer att hända när den blir mindre expansiv. En ordnad och stegvis process för att göra penningpolitiken mindre expansiv minskar riskerna. Men ett nytt ränteläge kan medföra anpassningar hos marknadsaktörer som i sin tur kan skapa finansiell oro, bland annat genom att riskpremier stiger snabbt och tillgångspriser faller.

Trots att en mindre expansiv penningpolitik närmar sig väntas ränteläget globalt förbli på en låg nivå under en tid framöver. De låga realräntorna har under en längre tid uppvisat en nedåtgående trend globalt.<sup>5</sup> Så länge ränteläget förblir på nuvarande nivå kan det innebära uppbyggnad av sårbarheter i form av ännu större skulder hos hushåll, fortsatt förhöjt risktagande bland investerare och höga tillgångspriser.

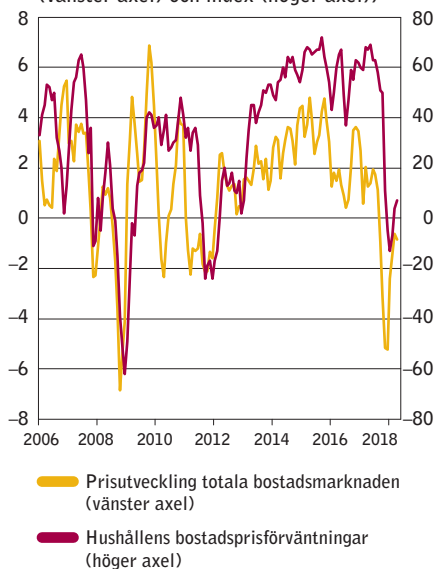
## FORTSATT HÖGA BOSTADSPRISER TROTS NEDGÅNG

Bostadspriserna sjönk under det sista kvartalet 2017 för att sedan stabiliseras under det första kvartalet 2018. Från de högsta prisnivåerna som var i augusti 2017 till i april 2018 föll bostadspriserna i landet med över

4 Global Economic Policy Uncertainty Index. Omfattar nitton länder och baseras på förekomsten av vissa uttryck kopplade till ekonomi, policy och osäkerhet i samtliga länders nationella nyhetsartiklar.

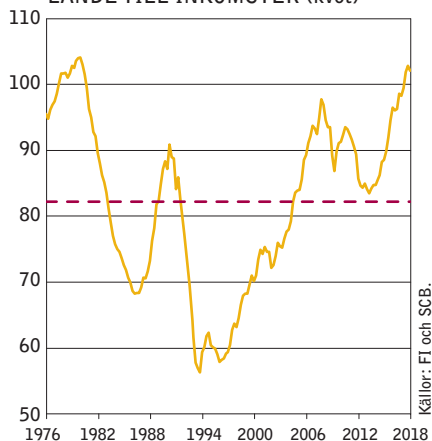
5 Konjunkturläget, Konjunkturinstitutet mars 2017

### 9. PRISUTVECKLING OCH FÖRVÄNTNINGAR PÅ BOSTADSMARKNADEN (procentuell förändring på tre månader (vänster axel) och index (höger axel))



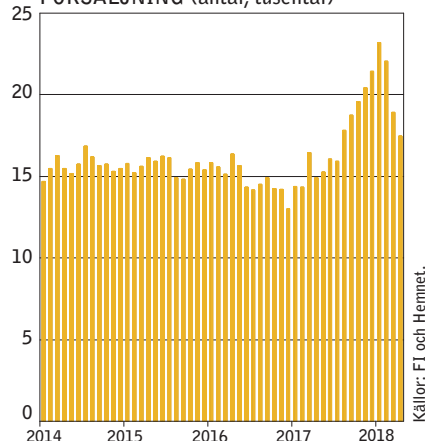
Anm. Säsongrensad prisutveckling. Prisförväntningar anger skillnaden mellan hushåll som tror på stigande respektive fallande bostadspriser.

### 10. HÖGA BOSTADSPRISER I FÖRHÅLLANDE TILL INKOMSTER (kvot)



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

### 11. BOSTADSRÄTTER TILL FÖRSÄLJNING (antal, tusental)



Anm. I hela Sverige. Säsongrensad data.

6 procent.<sup>6</sup> På enskilda delmarknader var nedgången större. Till exempel föll priserna på bostadsrätter i Stockholm över 9 procent under samma period. Nedgången under det fjärde kvartalet var ungefär lika stor som under finanskrisen i slutet av 2008 (se diagram 9). Hushållens förväntningar på den kommande prisutvecklingen sjönk kraftigt under det fjärde kvartalet 2017, man stabiliserade sig något under det första kvartalet 2018. Mellan april 2013 och april 2018 ökade bostadspriserna med 47 procent. Kvoten mellan bostadsprisnivå och hushållens inkomstnivå är en vanlig metod för att bedöma om bostadspriser är övervärderade (se diagram 10). Under det tredje kvartalet 2017 var kvoten på den högsta nivån på 40 år för att sedan minska något det fjärde kvartalet. För att kvoten ska nå ned till sitt historiska medelvärde behöver bostadspriserna sjunka, eller inkomsterna öka, med ytterligare 20 procent.

Ett historiskt medelvärde säger dock inte allt. Det finns ett antal faktorer som talar för en fortsatt hög efterfrågan och höga bostadspriser. Tillgången till bostäder för uthyrning är dessutom fortsatt begränsad, framförallt i regioner med hög befolkningstillväxt. Den genomsnittliga bolåneräntan, inklusive ränteavdrag, är fortsatt mycket låg och den reala finansieringskostnaden för bostadslån är till och med negativ. Därmed är hushållens kostnader för ett ägt boende också mycket låg. Men det är en förutsättning som snabbt kan förändras, till exempel om de risker som diskuteras ovan skulle materialiseras.

En tydlig förklaring till priset på bostäder är den stora ökningen av nyproducerade bostäder som skedde under 2017. Stor nyproduktion, höga prisnivåer och ett minskat spekulativt inslag på marknaden för nybyggnation bedöms ha dämpat priserna och lett till ett stort utbud av bostadsrätter till försäljning under hösten 2017 (se diagram 11). Införandet av det skärpta amorteringskravet den 1 mars 2018 väntas ha bidragit något till priset, men efter regleringens införande har priserna däremot varit oförändrade. Under 2017 färdigställdes över 36 000 lägenheter, vilket var 5 000 fler än 2016. Drygt hälften av de färdigställda lägenheterna 2017 var bostadsrätter. Under 2018 kommer drygt 45 000 lägenheter färdigställas varav hälften är bostadsrätter. Under 2018 väntas byggnationen av antalet lägenheter som startar minska eftersom projekt nu skjuts upp på grund av den osäkerhet som råder på bostadsmarknaden. Köpare av nyproducerade bostadsrätter tecknar sig ofta på bindande kontrakt baserat på ritning flera år innan bostadsrätten är färdigställd. Köparen är därmed exponerad för marknadsutvecklingen under byggperioden. Det är också en förklaring till varför köpare tvekar inför att teckna sig på nyproducerade bostadsrätter under osäkra marknadsförhållanden.

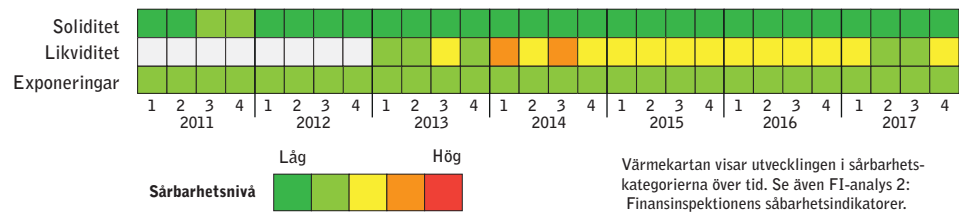
På kort sikt kan den nuvarande stora mängden färdigställda bostäder fortsätta att dämpa prisutvecklingen. Hushållens ekonomiska förutsättningar kan också förändras, till exempel om sysselsättningen minskar till följd av en kraftig konjunktunedgång. Det kan leda till att bostadspriserna sjunker ytterligare. Sammantaget bedömer FI att risken för en större nedgång i bostadspriserna är fortsatt förhöjd.

<sup>6</sup> Prisförändring enligt Valueguard composite index. Säsongrensad prisförändring.

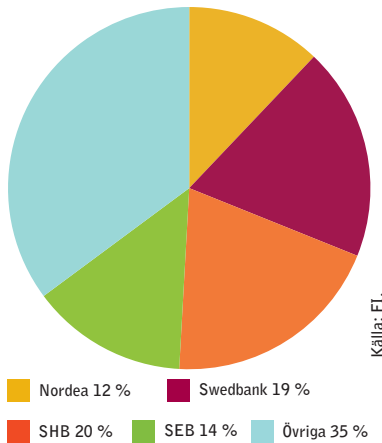
## Stabiliteten i banksektorn

FI bedömer att de svenska storbankerna har tillfredsställande motståndskraft. Storbankerna har fortsatt god lönsamhet, låga kreditförluster och höga kapitalnivåer i förhållande till riskerna i verksamheten. De uppfyller även FI:s krav på likviditetstäckning. Nordea har beslutat att flytta sitt moderbolag till Finland. Det innebär att utländska aktörer kommer att utgöra en betydligt större andel av den svenska bankmarknaden. I EU pågår fortsatt regelarbete som påverkar kapitalkravens utformning och tillämpning framöver.

### Sårbarhetsindikatorer för banksektorn

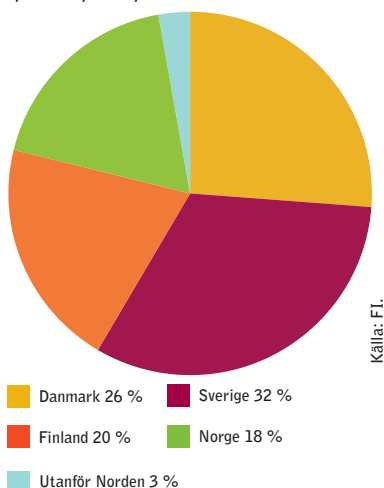


### 12. FÖRDELNING AV BANKUTLÅNING I SVERIGE (procent, kv. 4, 2017)



Anm. Bankernas utlåning till allmänheten. Övriga inkluderar övriga svenska kreditinstitut och utländska filialers utlåning i Sverige.

### 13. FÖRDELNING AV NORDEAS UTLÅNING PER LAND (procent, kv. 4, 2017)



Anm. Exklusive repor.

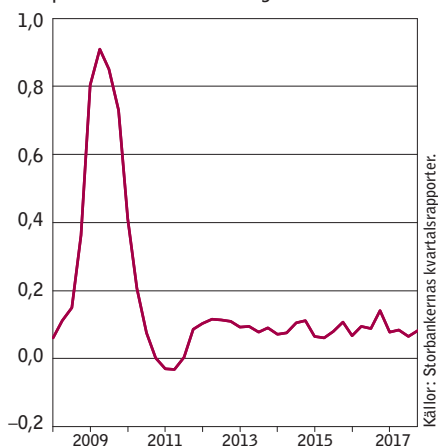
Bankerna har en central roll i det finansiella systemet eftersom det främst är de som utför grundläggande funktioner som betalningar, omvandling av sparande till finansiering och hantering av finansiella risker. Dessa grundläggande funktioner är kritiska för det finansiella systemet och ekonomin. Störningar eller avbrott kan leda till höga kostnader för samhället. Därför är det viktigt att banksystemet har god motståndskraft mot störningar, vilket även minskar risken för att problem sprids vidare från banker till andra delar av det finansiella systemet. För närvarande är omvandlingstrycket högt på den svenska finansmarknaden, vilket delvis beror på teknologisk utveckling och god tillgång till riskkapital för att finansiera alternativa låneformer. Konsekvensen är att traditionella affärsmodeller för banker utmanas. I framtiden kan en större del av kärnfunktionerna i det finansiella systemet komma att utföras av andra företag än banker.

### BANKSYSTEMET ÄR STORT OCH NÄRA SAMMANLÄNKAT

I dag finns det cirka 120 banker, kreditmarknadsbolag och övriga kreditinstitut som med FI:s tillstånd driver verksamhet i Sverige. De fyra storbankerna står för över 65 procent av banksystemets samlade utlåning till allmänheten i Sverige. Storbankerna har alltså 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 likviditet. Att banksystemet är koncentrerat till ett fåtal stora banker kan göra det mer sårbart, eftersom problem i en stor bank kan leda till att hela det finansiella systemet får problem.

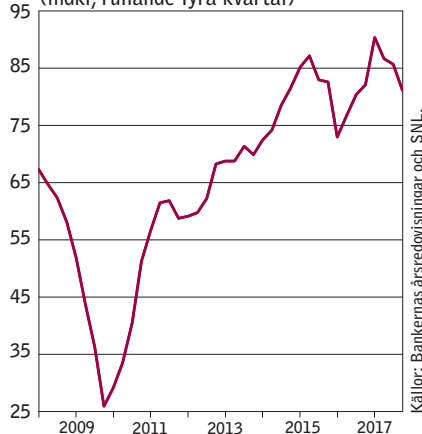
Nordeas bolagsstämma har beslutat att under 2018 flytta moderbolaget från Sverige till Finland och därefter driva den svenska bankverksamheten genom en filial. Om flytten ska kunna genomföras krävs att de berörda tillsynsmyndigheterna FI och ECB båda godkänner Nordeas ansökan. Omfattningen av Nordeas verksamhet i Sverige kommer inte att ändras som en direkt följd av en flytt (se diagram 12) och Sverige kommer fortsatta att vara en lika viktig marknad för banken som tidigare (se diagram 13). Den planerade förändringen kommer däremot att

#### 14. STORBANKERNAS HAR FORTSATT LÅGA KREDITFÖRLUSTER (genomsnitt, procent av total utlåning i årstakt)



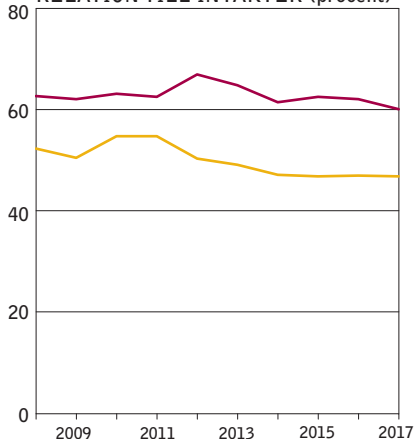
Anm. Kreditförluster, beräknat som ovikttat medelvärde, i procent av total utlåning till privat och offentlig sektor. De låga nivåerna under 2011 förklaras delvis av återvunna reserveringar från tidigare år.

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



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

#### 16. STORBANKERNAS KOSTNADER I RELATION TILL INTÄKTER (procent)



— Svenska banker — Europeiska banker, exkl. svenska banker

Källor: EBA Risk Dashboard och storbankernas årsredovisningar.

få stor betydelse för ansvarsfördelningen mellan Sverige och Finland när det gäller tillsyn och krishantering. Huvudansvaret för tillsynen över Nordea kommer efter en flytt att ligga hos ECB:s gemensamma tillsynsmyndighet Single Supervisory Mechanism (SSM) och den finländska tillsynsmyndigheten (Finanssivalvonta), även om FI som värdlandsmyndighet fortsatt kommer att vara delaktig. FI kommer dessutom fortfarande att vara makrotillsynsmyndighet för Nordeas svenska bankverksamhet och amorteringskravet kommer till exempel fortfarande gälla för den svenska filialen. Utöver att FI lämnar över det huvudsakliga tillsynsansvaret skulle ansvaret för Nordea i händelse av kris övergå från den svenska resolutionsmyndigheten Riksgälden till Finland genom bankunionens gemensamma resolutionsnämnd Single Resolution Board (SRB) där Finland som euroland ingår.

### BANKERNA HAR GOD INTJÄNING OCH HÖG LÖNSAMHET

I genomsnitt har den svenska banksektorn god lönsamhet. Detta gäller även för storbankerna vars räntenetto har fortsatt att öka det senaste halvåret. Även provisionsnettot har stigit, till följd av hög aktivitet på kapitalmarknaderna. Det gynnsamma konjunkturläget har bidragit till att kreditförlusterna är mycket låga (se diagram 14). Sammantaget leder detta till att storbankernas vinster fortsatt ligger på en hög nivå (se diagram 15).

De svenska storbankerna är relativt kostnadseffektiva och har generellt sett lägre kostnader i förhållande till intäkterna än andra storbanks i EU (se diagram 16). Färre kontor och färre antal anställda i relation till affärsvolymen kombinerat med mycket låga kreditförluster är några viktiga skäl till att avkastningen på eget kapital är högre än genomsnittet för storbankerna i EU.

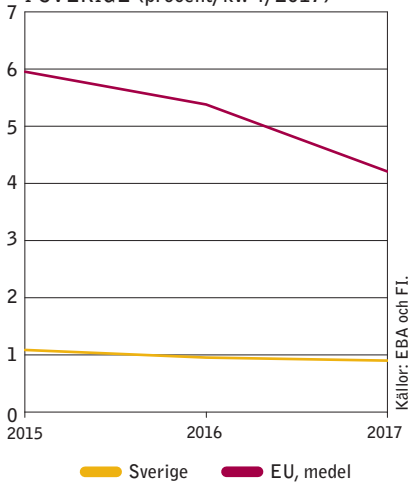
En viktig faktor för att bedöma bankernas finansiella ställning är kreditkvaliteten i utlåningen. Ett nyckeltal som beskriver denna är andelen nödlidande lån. Ett lån definieras som nödlidande när låntagaren inte har betalat överenskomna räntor och amorteringar inom viss tid efter förfall, normalt 90 dagar. För Sverige ligger andelen nödlidande lån i banksektorn i genomsnitt på 0,9 procent, vilket är den lägsta nivån i EU, där andelen sammantaget är 4 procent (se diagram 17).

Prognoserna för den ekonomiska utvecklingen (se avsnitt Den ekonomiska utvecklingen), konfidensindikatorer, samt bankernas egna förväntningar, ger tydliga indikationer på att företagsutlåningen fortsätter att öka, framför allt i Sverige. Mot bakgrund av den höga ekonomiska aktiviteten och en stark konjunktur är det troligt att även bankernas utlåning till hushåll fortsätter att öka (se diagram 46). Fortsatt utlåningstillväxt i kombination med räntemarginaler, som för närvarande är höga, indikerar att bankernas räntenetto har goda förutsättningar att öka de närmaste åren. Å andra sidan kan det höga omvandlingstrycket på bolånemarknaden utmana de traditionella affärsmodellerna för bankernas utlåning, vilket kan leda till lägre marginaler (se ruta Nya affärsmodeller på bolånemarknaden, sida 13).

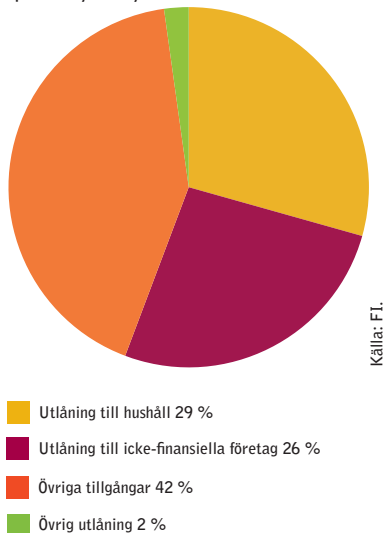
### HÖG EXPONERING MOT FASTIGHETSSEKTORN

Utlåning till hushåll och företag utgör drygt hälften av de fyra storbankernas totala tillgångar på koncernnivå (se diagram 18). Närmare 90 procent av hushållsutlåningen utgörs av bolån. Samtidigt går cirka 35 procent av företagsutlåningen till kommersiella fastigheter i någon

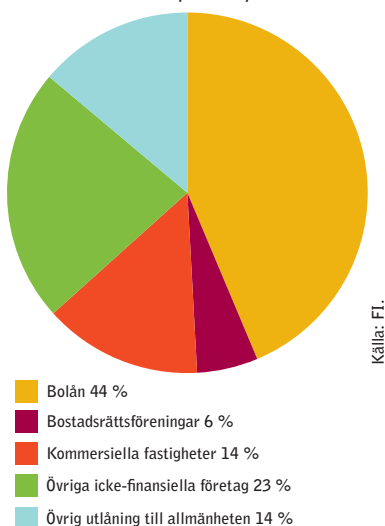
### 17. LÅG ANDEL NÖDLIDANDE LÅN I SVERIGE (procent, kv. 4, 2017)



### 18. FÖRDELNING AV STORBANKERNAS TOTALA TILLGÅNGAR (procent, kv. 4, 2017)



### 19. FÖRDELNING AV STORBANKERNAS UTLÅNING (procent, kv. 4 2017)



Anm. Avser storbankernas utlåning till allmänheten på gruppnivå.

form, inklusive bostadsrättsföreningar (se diagram 19). Utvecklingen på fastighetsmarknaden har därför stor påverkan på bankernas finansiella ställning. Bostäder eller andra fastigheter används ofta som säkerhet till bankernas utlåning. Säkerheterna minskar bankernas kreditrisker, men i kristider kan värdet vara osäkert och vid ett prisfall minskar säkerheternas värde. Om låntagarna samtidigt skulle få stora svårigheter att betala sina lån riskerar bankerna att göra betydande kreditförluster.

FI bedömer att risken för att bankerna ska göra stora kreditförluster på svenska bolån är låg. 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 avsnitt Hushållens och företagens skulder). Gällande storbankernas exponering mot kommersiella fastigheter bedömer FI att kreditkvaliteten är tillfredsställande.

### Nya affärsmodeller på bolånemarknaden

Den etablerade ordningen på den svenska bolånemarknaden utmanas av nya aktörer och nya finansieringsformer. Att nya affärsmodeller uppstår beror på flera olika faktorer som ny teknik för finansiella tjänster, nya lagar, stort intresse från investerare och att lönsamheten för svenska bolån varit relativt hög. Utvecklingen innebär att nya aktörer tillkommer men också att etablerade banker anpassar sina affärsmodeller. Även om omfattningen hittills är marginell skulle påverkan på det finansiella systemets struktur kunna bli betydande i förlängningen, och därmed även de samlade stabilitetsriskerna.

Gemensamt för de nya alternativa finansieringsformerna är att de bygger på att överföra kreditrisken i de enskilda lånen direkt till slutinvesterare. Det kan ske på flera olika sätt, exempelvis genom bolänefonder, värdepapperisering eller försäljning av boläneporföljer till bolag inom eller utom banksektorn. I de nya strukturerna behåller alltså inte kreditgivaren bolånen på sin balansräkning. Därmed används andra former av finansiering än inlåning från allmänheten, eller säkerställda obligationer. En viktig faktor som underlättat för nya aktörer är de nya regelverk som möjliggör kreditgivning och förmedling av andra aktörer än banker eller kreditmarknadsbolag, till exempel bostadskreditinstitut och försäkringsföretag.

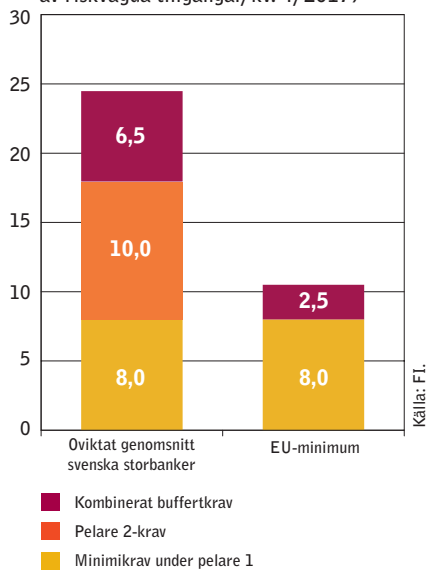
I huvudsak är svenska bolån intressanta investeringar för institutionella investerare med långa placeringshorisonter såsom livförsäkringsföretag. Den nuvarande lågräntemiljön bidrar till att investerare söker efter alternativa investeringar med möjlighet till högre avkastning än säkerställda obligationer.

Nya affärsmodeller påverkar i sin tur riskerna i det finansiella systemet. Vissa risker och sårbarheter förknippade med de etablerade värdekedjorna kan minska, till exempel refinansieringsrisker<sup>7</sup>, koncentrationsrisker och systemrisker. Ur ett konsumentskyddsperspektiv kan utvecklingen leda till lägre bolåneräntor på grund av hårdare konkurrens. Samtidigt uppstår nya risker med nya affärsmodeller, där ett viktigt perspektiv är hur sårbarheten i stressade scenarier påverkas. En förändring av den svenska bolånemarknaden kan därmed både ha positiva och negativa konsekvenser, såväl för stabiliteten i det finansiella systemet som för skyddet för konsumenterna.

En viktig uppgift för FI är att säkerställa ett högt konsumentskydd på bolånemarknaden, även i nya affärsmodeller. Ökad konkurrens och effektivare marknader skulle alltså kunna leda till att villkoren för konsumenter förbättras. Samtidigt finns ett behov av att noga utreda hur nya bolänemodeller

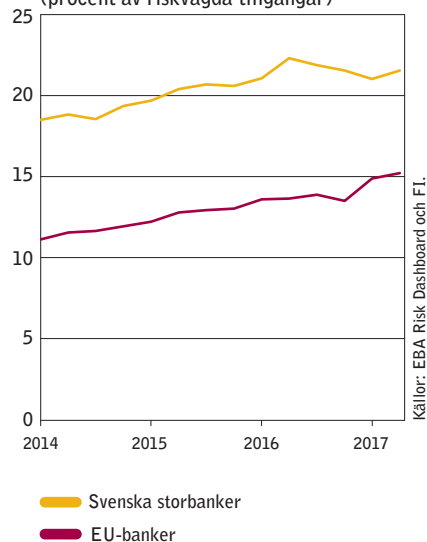
<sup>7</sup> Risken att det är svårt och/eller kostsamt att ersätta förfallande lån.

## 20. MINIMIKRAVET KOMPLETTERAS MED KAPITALBUFFERTAR (procent av riskvägda tillgångar, kv. 4, 2017)



Anm. Oviktade medelvärden för de svenska storbankerna.

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



Anm. Oviktade medelvärden för svenska storbankernas konsoliderade situationer och medianvärde för de 50 största bankerna i EU enligt EBA Risk Dashboard.

uppfyller omsorgsplikten och hur de övriga konsumentskyddsregler som gäller för samtliga aktörer på bolånemarknaden kan uppfyllas. Eventuella konsumentrisker uppträder redan vid det första låneavtalet medan stabilitetsrisker byggs upp i takt med att nya strukturer uppnår en viss omfattning. En välfungerande bolånemarknad kräver därmed ansvarsfulla aktörer och investerare med långsiktigt engagemang.

## TILLFREDSSTÄLLANDE MOTSTÅNDSKRAFT

För att säkerställa att bankerna kan hantera oförväntade förluster ställer FI kapitalkrav på dem. Det finansiella systemets motståndskraft mot störningar stärks om kapitalkraven är tillräckligt höga för att bankerna ska kunna hantera perioder av stress utan att deras förmåga att tillhandahålla samhällsviktiga tjänster kraftigt försämras. Kapitalkraven består både av delar vars nivå fastställs direkt av regelverk och av delar vars utformning och nivå bestäms av FI.<sup>8</sup> De svenska storbankerna har betydligt högre kapitalkrav än miniminivåerna i EU-regelverket (se diagram 20).

Den svenska bolånemarknaden har under flera årtionden haft mycket låga kreditförluster. En konsekvens av detta är att även de förväntade kreditförlusterna i bankernas framåtblickande kreditriskmodeller blir låga. För att säkerställa att bankernas kapital ändå tar höjd för allvarliga krisscenarier med höga kreditförluster, ställer FI nationella krav i tillsynen.<sup>9</sup> Ett krav som sätts i tillsynen, inom ramen för det så kallade pelare 2, påverkar inte nivån på de riskvägda tillgångarna utan blir en tillkommande del av kapitalkvoten.<sup>10</sup> Effekten blir att de svenska kapitalkvoterna är höga i förhållande till genomsnittet i EU (se diagram 21).

De svenska storbankerna uppfyller kapitalkraven med marginal (se diagram 22). Deras genomsnittliga totala kapitalkvot uppgår till 28 procent. Även den snävare kärnprimärkapitalkvoten ligger på höga nivåer i ett europeiskt perspektiv. Mätt med andelen bruttosoliditet, som är ett kapitalmätt som inte tar hänsyn till risknivån i bankers tillgångar, ligger de svenska storbankerna något under medianen för EU-bankerna (se diagram 23). Samtliga svenska storbanker ligger däremot väl över EU-kommissionens förslagna nivå för minimikrav om 3 procent.

Sammantaget leder det svenska banksystemets kapitalnivåer och bedömningen av lönsamhet till slutsatsen att motståndskraften mot stressade scenarier är tillfredsställande. Sårbarhetsindikatorn för soliditeten i banksektorn har däremot under lång tid visat på låg sårbarhet. Bedömningen understöds av resultaten från de stresstester av de enskilda bankerna som FI löpande gör i tillsynen och av kreditbetygen från ratingbolagen.

## KAPITALKRAVEN ÄR UNDER UTVECKLING

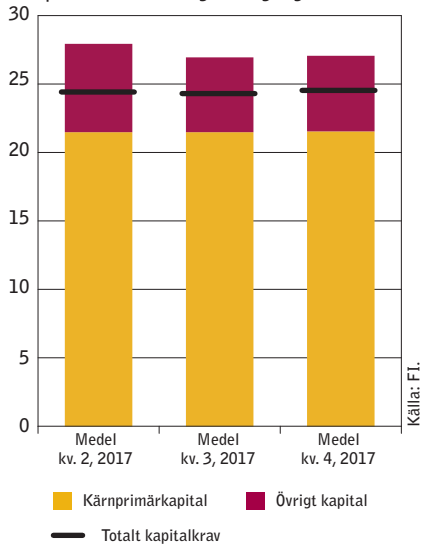
Att ställa krav på bankernas kapital är ett av de verktyg som FI använder för att nå målet om ett stabilt finansiellt system som präglas av högt för-

<sup>8</sup> För mer information om kapitalkravets delar och funktion, se kapitel 2 i Svenska bankers kapitalkrav, september 2014 (Dnr 14-6258), FI.

<sup>9</sup> Se promemorian FI:s tillsyn över bankernas beräkningar av riskvikter för företagsexponeringar, maj 2016 (Dnr 15-13020), FI.

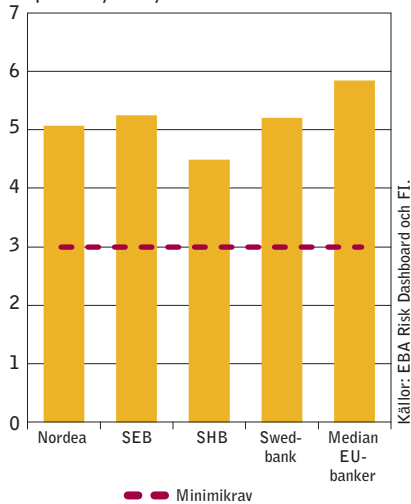
<sup>10</sup> En del pelare 2-krav sätts som en andel av de riskvägda tillgångarna. Andra pelare 2-krav bestäms i ett nominellt belopp och redovisas som en andel av de riskvägda tillgångarna.

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



Anm. Öviktade medelvärden för de konsoliderade situationerna.

## 23. BRUTTOSOLIDITETEN LIGGER KLART ÖVER MINIMIKRAVET (procent, kv. 4, 2017)



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

troende. Kraven som följer av reglering och tillsyn styr nivån och utformningen av bankernas kapital och påverkar i förlängningen bankernas strategier och affärsmodeller. På vilket sätt FI kan tillämpa kapitalkraven bestäms av svensk lag och EU-reglering. Regelverken bygger i sin tur till stor del på internationella standarder som tagits fram av Baselkommittén. Det är därför en viktig uppgift för FI att vara med och ta fram dessa lagar, regler och standarder.

Några viktiga utgångspunkter för FI:s arbete med kapitalkrav kan beskrivas med fyra principer, vilka de svenska kapitalkraven baseras på.

- Kapitalkraven bör vara riskbaserade. Det innebär att kraven bör återspegla skillnader i risknivå eftersom verksamheter med högre förlustrisker kräver mer kapital.
- Utformningen och nivån på kapitalkraven bör vara transparenta. Det kan uppnås genom att de baseras på publicerade metoder och regelverk och att komplexiteten begränsas.
- Kapitalkraven bör ha ett betydande inslag av användbar buffert för att ge handlingsutrymme och ökad säkerhetsmarginal mot fallissemang.
- Kapitalkrav på banker ska täcka risker i ett brett perspektiv, även motverka systemrisk, för öka motståndskraften i det finansiella systemet.

Kapitaltäckningsreglerna för banker är under utveckling, särskilt på EU-nivå. De ändringar som nu utformas är relativt omfattande och en följd av de lärdomar som drogs efter finanskrisen 2008.<sup>11</sup> På global nivå nådde Baselkommittén efter flera års förhandlingar förra året en överenskommelse om nya internationella standarder för kapitalkrav (se ruta Baselöverenskommelse om bankers kapitaltäckning). På nationell nivå kan samtidigt strukturförändringar på marknaden, som Nordeas planerade flytt, påverka tillämpningen av kraven (se ruta Ändrad utformning av riskviktsgolvet för svenska bolån, sida 16).

### Baselöverenskommelse om bankers kapitaltäckning

I december 2017 nådde Baselkommittén en överenskommelse om de globala standarderna för bankers kapitaltäckning. Syftet med de nya standarderna är att öka jämförbarheten och minska risken för omotiverade skillnader i kapitalkrav mellan banker och mellan länder. Uppdateringen innehåller förändringar i schablonmetoderna för kapitalkrav på kreditrisk, operativ risk och marknadsrisk. Användningen av interna modeller kommer att begränsas när det gäller vilka tillgångar som får modelleras och hur lågt parametervärden i modeller kan falla. De nya standarderna innehåller också ett golv för hur låga de samlade riskvägda tillgångarna för banker som tillämpar interna modeller tillåts vara. Golvet innebär att de samlade riskvägda tillgångarna som lägst får uppgå till 72,5 procent av vad de skulle ha varit om banken hade gjort beräkningen enbart baserat på schablonmetoder. Baselöverenskommelsen riktar sig i första hand till internationellt verksamma banker, men beroende på implementeringen i EU kan även mindre svenska banker bli påverkade. De nya standarderna ska enligt överenskommelsen i huvudsak börja gälla den 1 januari 2022. Golvet på de riskvägda tillgångarna fasas in från nivån 50 procent år 2022 till slutnivån på 72,5 procent 2027. För svensk del

<sup>11</sup> För mer information se "EU-kommissionens bankpaket förändrar spelplanen" i Rapport: Stabiliteten i det finansiella systemet, maj 2017 (Dnr 17-8802), FI.

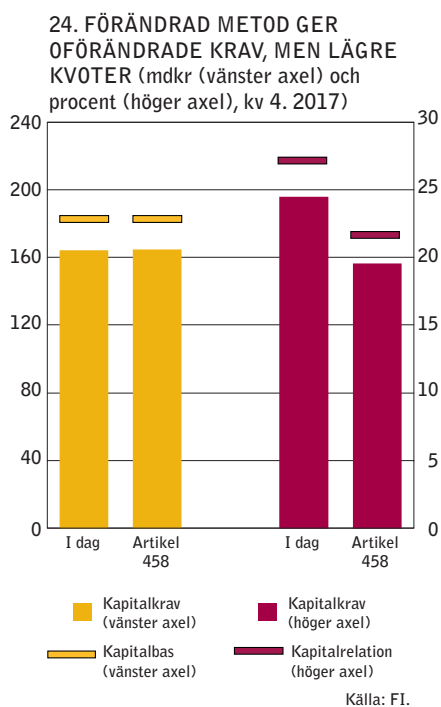
måste de nya Baselstandarderna först införas i EU-rätten innan de kan bli grund för nya beslut om kapitalkrav. Det är ännu inte helt klart när dessa nya revideringar kan införas i EU och på vilket sätt det kommer att ske.

## RISKVIKTSGOLVET FÖR SVENSKA BOLÅN FÅR NY DESIGN

FI införde 2013 och 2014 riskviktsgolv för bolån inom pelare 2, bland annat för att fullt ut täcka de systemriskerna som de svenska bolånen utsätter det finansiella systemet för.<sup>12</sup> Om Nordea flyttar huvudkontoret från Sverige skulle det med dagens regler inom euroområdet kunna innebära att bankens kapitalkrav riskerar att minska till följd av att riskviktsgolvet inte längre automatiskt skulle omfatta bankens svenska bolån. Detta skulle i förlängningen kunna påverka den finansiella stabiliteten och medföra att konkurrensen på lika villkor på den svenska bolånemarknaden försämrades. FI har därför föreslagit att utformningen av riskviktsgolvet för svenska bolån ska ändras så att även utländska filialer enkelt kan omfattas (se ruta Ändrad utformning av riskviktsgolvet för svenska bolån, sida 16).

En ändrad tillämpning av riskviktsgolvet gör att dagens kapitalkrav för svenska bolån enklare kan bibehållas, men ändringen påverkar också hur de svenska bankernas kapitalkrav faller ut när det sätts i relation till de riskvägda tillgångarna. I korthet kommer kapitalkvoterna i procent att vara lägre (se diagram 24). Anledningen är att krav som ställs genom den nya utformningen ökar de riskvägda tillgångarna, till skillnad från ett pelare 2-krav som ökar kravets nivå i procent. Konsekvensen av ändringen blir att kapitalkravet uttryckt i procent av riskvägda tillgångar – kapitalkvoten – blir lägre trots att den underliggande risken är densamma och att kapitalnivån inte ändrats. FI bedömer därför att den lämpligaste åtgärden utifrån finansiell stabilitet och konkurrensneutralitet på den svenska bolånemarknaden är att ändra utformningen för det svenska riskviktsgolvet.

Ett krav enligt den förändrade utformningen kan omprövas och tas bort av tillsynsmyndigheten om de riskerna som åtgärden avser att täcka har inträffat. Detta innebär att det även i fortsättningen kommer att finnas en användbar buffertfunktion i det tillkommande kapitalkravet, vilket bibehåller motståndskraften.



Anm. Diagrammet visar på skillnad mellan riskviktsgolv för bolån inom pelare 2 och krav utifrån artikel 458 tillsynsförordningen. Ovikat genomsnitt för svenska storbanker.

### Ändrad utformning av riskviktsgolvet för svenska bolån

Artikel 458 i tillsynsförordningen ger FI möjlighet att höja riskvikten för exempelvis bolån för att hantera makrotillsynsrisker eller systemriskerna i det finansiella systemet. Verktöget används redan av andra länder i EU och FI avser att göra det i Sverige framöver.

För att använda artikel 458 behöver FI underrätta Europaparlamentet, EU-rådet, kommissionen, ESRB och EBA om den föreslagna åtgärden. Den 24 maj 2018 underrättades instanserna om FI:s avsikt att göra denna förändring.<sup>13</sup>

Den 28 mars 2018 publicerade FI en remisspromemoria där vi föreslår att det nuvarande riskviktsgolvet för bolån som tillämpas i pelare 2 ersätts av

<sup>12</sup> Riskviktsgolvet för svenska bolån infördes 2013 och ändrades 2014.

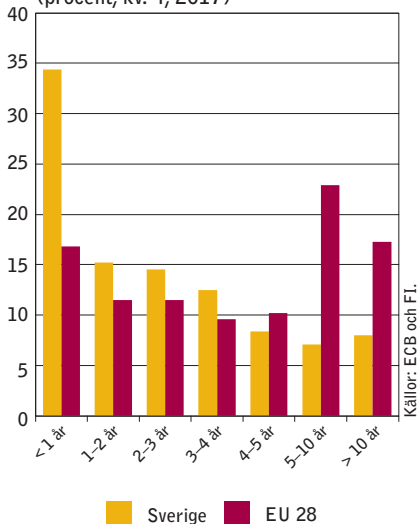
<sup>13</sup> <https://www.fi.se/sv/publicerat/sarskilda-pm-beslut/2018/eu-underrattelse-om-forandrad-metod-for-tillampning-av-riskviktsgolvet-for-svenska-bolan/>





ett motsvarande krav inom ramen för artikel 458 i tillsynsförordningen, det vill säga, ett krav inom pelare 1.<sup>14</sup> De institut som i dag omfattas av riskviktsgolvet på 25 procent i pelare 2, det vill säga institut som beräknar riskvikten för svenska bolåneexponeringar med en intern modell, omfattas av förändringen. FI föreslår att åtgärden införs från och med den 31 december 2018, under förutsättning att EU-rådet inte avvisar åtgärden.

## 25. BANKERNAS VÄRDEPAPPER HAR KORTA LÖPTIDER (procent, kv. 4, 2017)



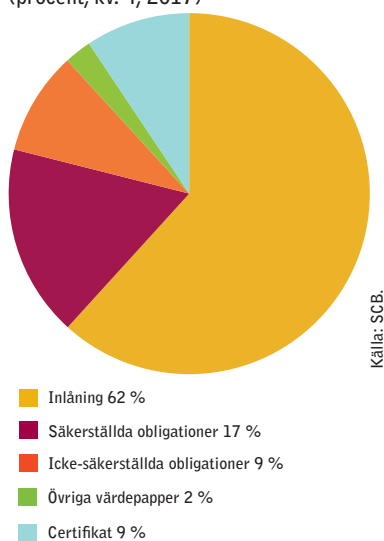
Anm. Svenska och europeiska storbanker. Omfattar inte aktier eller finansiella derivat.

## LÖPTIDSOMVANDLING SKAPAR SÅRBARHET

Löptidsomvandling är en central del i traditionell bankverksamhet. Den gör att sparare kan ta ut sina pengar med kort varsel, samtidigt som låntagare får behålla sina lån under en längre tid. Men löptidsomvandling skapar också en inbyggd sårbarhet i bankernas verksamhet. Bankernas skulder, både i form av inlåning från sparare och emitterade värdepapper som obligationer, har generellt sett kortare löptid än bankernas tillgångar, som i huvudsak består av olika former av utlåning. Utlåning är dessutom en illikvid tillgång eftersom den normalt inte kan säljas vidare på en andrahandsmarknad. I bankernas affärsmodell finns alltså inbyggda likviditets- och refinansieringsrisker. Hur höga dessa risker är beror till stor del på hur väl löptider på tillgångar och skulder matchar varandra.

De svenska storbankerna har en relativt kort löptid på sina skulder jämfört med genomsnittet i EU (se diagram 25). Det beror bland annat på att svenska storbanker överlag har en relativt kortfristig marknadsfinansiering med en mindre andel emitterade obligationer som har långa löptider. Detta innebär att om det uppstår kraftiga störningar på kapitalmarknaden, så finns det en risk att det blir svårare för svenska storbanker att förnya den finansiering som behövs för att upprätthålla sin utlåning.

## 26. STORBANKERNAS SKULDER (procent, kv. 4, 2017)



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

## BANKERNAS FINANSIERING

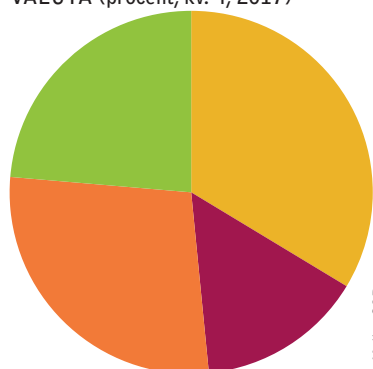
Svenska storbanker lånar ut mer än vad de kan finansiera med inlåning. Det beror delvis på att de svenska hushållen i stor utsträckning sparar i aktier, fonder och pensionsprodukter som finns utanför bankernas balansräkningar i stället för att spara på bankkonton. Det medför att bankerna har ett inlåningsunderskott. Bankerna finansierar detta underskott via marknadsfinansiering i form av emissioner av säkerställda och icke säkerställda obligationer samt certifikat (se diagram 26).

### Naturligt med finansiering i utländsk valuta

Ungefär hälften av storbankernas totala finansiering på gruppnivå sker i svenska kronor medan resten är i olika utländska valutor (se diagram 27). En knapp majoritet av inlåningen är i svenska kronor medan marknadsfinansiering i högre utsträckning sker i utländsk valuta. Eftersom de svenska storbankerna sammantaget har mer än 40 procent av sin totala utlåning utanför Sverige är det naturligt att de i hög utsträckning har finansiering i andra valutor än svenska kronor. De svenska 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. Storbankernas finansiering i utländsk valuta av tillgångar i svenska kronor gör att stör-

14 <https://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2018/forslag-till-forandrad-metod-for-tillampning-av-riskviktsgolvet-for-svenska-bolan/>

## 27. STORBANKERNA FINANSIERAR SIG TILL HÄLFTEN I UTLÄNDSK VALUTA (procent, kv. 4, 2017)



Källa: SCB.

- Inlåning svenska kronor 34 %
- Marknadsfinansiering svenska kronor 15 %
- Inlåning utländsk valuta 28 %
- Marknadsfinansiering utländsk valuta 24 %

Anm. Eget kapital och försäkring är inte inkluderat i beräkning av bankernas skulder.

## 28. LÅG FINANSIERINGSKOSTNAD FÖR SVENSKA BOLÅN (räntepunkter)



Källa: Bloomberg.

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

ningar på de internationella kapitalmarknaderna kan spridas till de svenska storbankerna och därigenom försvåra finansieringen även om att förtroendet för de svenska bankerna inte har försämrats.

### Högt förtroende för svenska banker

Svenska storbanker är välkapitaliserade och har hög lönsamhet i en internationell jämförelse. Det bidrar till att insättare och investerare bedömer att risken är låg, vilket i sin tur är avgörande för bankernas tillgång till finansiering. En stor del av storbankernas finansiering sker via säkerställda obligationer. Upplåningskostnaden för svenska säkerställda obligationer har fallit under lång tid och är i dagsläget mycket låg. Det visar att det finns ett fortsatt högt förtroende för svenska banker och bolånemarknaden, trots nedgången i bostadspriserna sedan hösten 2017 (se diagram 28).

Inlåningen i svenska kronor kommer mestadels från svenska hushåll och mindre företag vilka i hög grad omfattas av den statliga insättningsgarantin som täcker belopp upp till 950 000 kronor per insättare och bank. Detta kan minska risken för uttagsanstormningar om förtroendet för bankerna skulle försämrats. Inlåning anses därför vanligtvis vara en stabil form av finansiering. Men bankernas finansiering består också av en stor del insättningar från stora företag och från andra finansiella institut som är så stora att de inte täcks av insättningsgarantin. Denna del av bankernas insättningar anses vara något mindre stabil. I takt med den ökade digitaliseringen, som gör det mycket enklare att överföra inlåningspengar mellan olika finansiella företag, skulle stabiliteten i bankernas inlåning på sikt kunna minska.

### LIKVIDITETSBUFFERTAR ÖKAR MOTSTÅNDSKRAFTEN

För att minska likviditets- och refinansieringsriskerna kräver FI att bankerna ska hålla likviditetsbuffertar som kan användas för att hantera kortfristig likviditetsstress. 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 FI:s krav på likviditetstäckningskvot (LCR) med marginal, både i totala valutor och i de enskilda valutorna euro och amerikanska dollar (se diagram 29).<sup>15</sup> Att storbankerna har höga likviditetsbuffertar även i euro och amerikanska dollar är viktigt eftersom bankerna har en betydande andel av sin finansiering i dessa valutor. Tillgångar i euro och amerikanska dollar är dessutom vanligtvis mer likvida än tillgångar i mindre valutor om det uppstår likviditetsstress. FI har därför beslutat att genom pelare 2 utvidga kravet på LCR till att även omfatta minimikrav i euro och amerikanska dollar.<sup>16</sup>

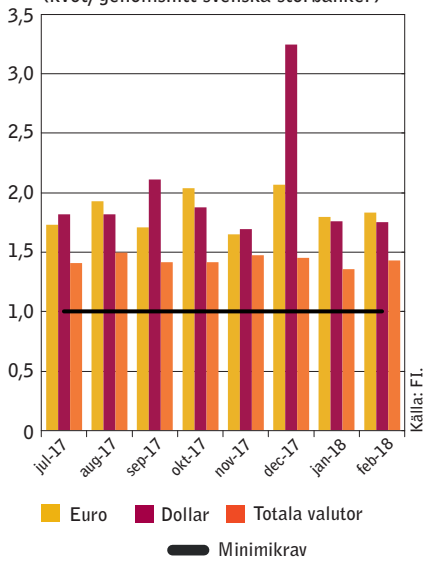
### Stabil finansiering ska begränsa risker på längre sikt

För att förbättra bankernas matchning av tillgångar och skulder med längre löptider har Baselkommittén tagit fram ytterligare ett minimikrav för likviditet, kallad stabil nettofinansieringskvot (NSFR). Måttet inne-

15 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.

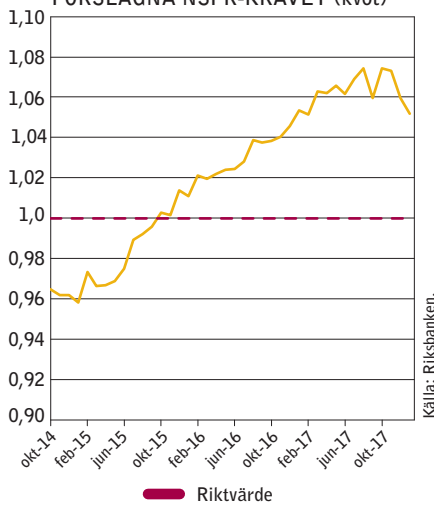
16 FI:s promemoria om pelare 2-krav på likviditetstäckningskvot i enskilda valutor. <https://www.fi.se/sv/publicerat/sarskilda-pm-beslut/2017/fis-pelare-2-krav-pa-likviditetstäckningskvot-i-enskilda-valutor/>

**29. STORBANKERNA HAR GOD LIKVIDITETSTÄCKNINGSKVOT (kvot, genomsnitt svenska storbanker)**



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.

**30. BANKERNA KLARAR DET FÖRSLAGNA NSFR-KRAVET (kvot)**



Anm. Avser svenska storbankers tillgängliga stabila finansiering i förhållande till den stabila finansiering som krävs enligt Baselkommitténs definition från 2014. Riktvärdet är 1.

bär att banker ska finansiera tillgångar som har en löptid som överstiger ett år med skulder som också har en löptid som överstiger ett år. NSFR ingår i EU-kommissionens förslag till förändringar i kapitaltäckningsreglerna och kommer att införas som ett krav i EU, men tidigast 2019.<sup>17</sup> De svenska storbankernas indikativa nivåer på NSFR har i genomsnitt ökat över tid och ligger nu något över det föreslagna kravet på 1,0 (se diagram 30).

**Sammantaget god likviditetssituation**

Trots att alla fyra storbankerna i dagsläget har anpassat sig till det planerade NSFR-kravet, och att kravet för LCR uppfylls med god marginal så signalerar sårbarhetsindikatorn för likviditet en förhöjd sårbarhet.<sup>18</sup> Det beror på att LCR i amerikanska dollar sjönk något för en av de fyra storbankerna vid årsskiftet. Banken i fråga hade en LCR i amerikanska dollar som låg över det kravet på 1,0 men under den nivå som krävs för ”låg sårbarhet”. En av faktorerna i sårbarhetsindikatorn för likviditet grundar sig nämligen på den lägsta enskilda LCR-nivån bland storbankerna, per valuta.<sup>19</sup> I mars 2018 hade samma bank en LCR i amerikanska dollar som låg en bra bit över det regulatoriska kravet och tröskelvärdet för sårbarhetsindikatorn. Sammantaget är FI:s tillsynsbedömning att storbankernas likviditetssituation är god och att motståndskraften mot likviditetsstörningar är hög.

**Riksbankens likviditetsstöd som komplement**

Tack vare sina likviditetsbuffertar kan bankerna klara sig under en viss period även om de skulle bli utestängda från finansieringsmarknaden. Med likviditetsbuffertar hos enskilda banker minskar också sannolikheten för att staten behöver ingripa. Men i ett mer utdraget och allvarligt scenario blir myndigheterna sannolikt inblandade.

Vid en omfattande systemstörning är det tveksamt om bankerna kan, eller ens bör, utnyttja sina likviditetsbuffertar på samma sätt som när en enskild bank drabbas av problem. Vid en allvarlig störning i det finansiella systemet som helhet finns det sannolikt inte tillräckligt med köpare på marknaden för de värdepapper som krisdrabbade banker behöver sälja. Resultatet kan bli att priserna på tillgångarna faller, vilket ytterligare förvärrar krisen och sprider den till andra aktörer som håller samma typ av tillgångar. Det kan dessutom bli så att bankerna genom sin funktion som marknadsgaranter behöver nettoköpa obligationer och därmed får ett ökat finansieringsbehov.

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

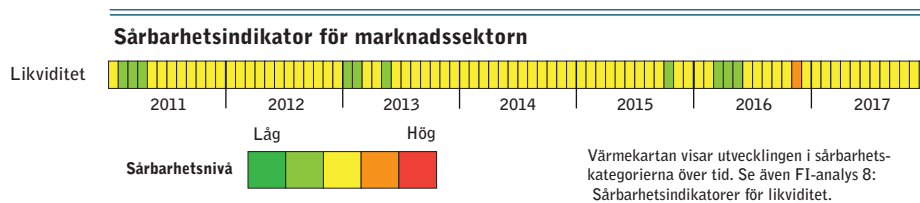
17 Den slutliga utformningen av NSFR-kravet inom EU är ännu inte fastställt då förändringarna i kapitaltäckningsreglerna fortfarande är under förhandling.

18 Se sårbarhetsindikatorerna för banksektorn i inledningen av detta avsnitt, sid. 11.

19 Se FI-analys nr 2 Finansinspektionens sårbarhetsindikatorer

## Stabiliteten på värdepappersmarknaderna

Värdepappersmarknaderna är stabila och uppvisar fortsatt begränsade stabilitetsrisker. FI bedömer att den systemviktiga finansiella infrastrukturen i Sverige fungerar väl och överlag präglas av en hög operationell tillförlitlighet. Esmas stresstester visar att det europeiska systemet av centrala motparter generellt är motståndskraftiga mot likviditets- och kreditrisker.



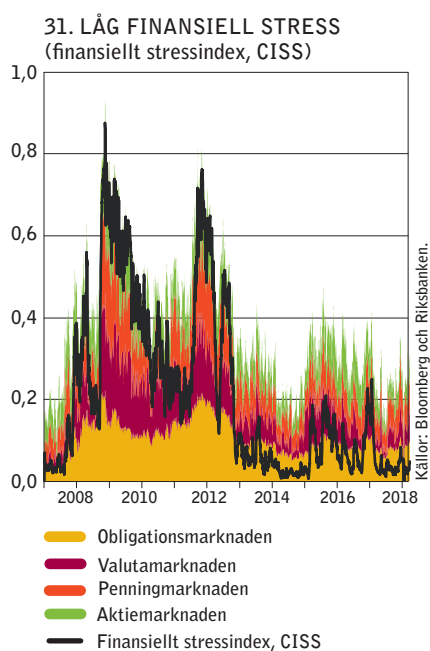
Värdepappersmarknaderna spelar en viktig roll för den finansiella stabiliteten. Det är genom dessa marknader som det finansiella systemet prissätter och allokerar risk och kapital. För att värdepappersmarknaderna ska fungera väl och bidra till stabilitet måste de upprätthålla sina grundläggande funktioner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

### VÄRDEPAPPERSMARKNADERNA FUNGERAR VÄL

Riksbankens finansiella stressindex (se diagram 31) visar att stressnivåerna fortsätter att vara låga på de svenska värdepappersmarknaderna. Även om aktiepriser periodvis har gått ner under 2018 fortsätter den svenska värdepappersmarknaden att utvecklas stabilt med låg prisvolatilitet. FI konstaterade i föregående stabilitetsrapport att den låga volatiliteten inte behöver innebära att riskerna på värdepappersmarknaderna är låga. Historiskt sett samvarierar prisvolatilitet och osäkerhet, men på senare tid har prisvolatiliteten varit låg trots en period av politisk osäkerhet. En förklaring kan vara kvantitativa lättnader från centralbankerna som lugnar marknaden. Finansiell stress innebär i det här sammanhanget en störning som skulle kunna skada värdepappersmarknadernas förmåga att effektivt uppfylla rollen som intermedjär mellan låntagare och långivare respektive köpare och säljare.

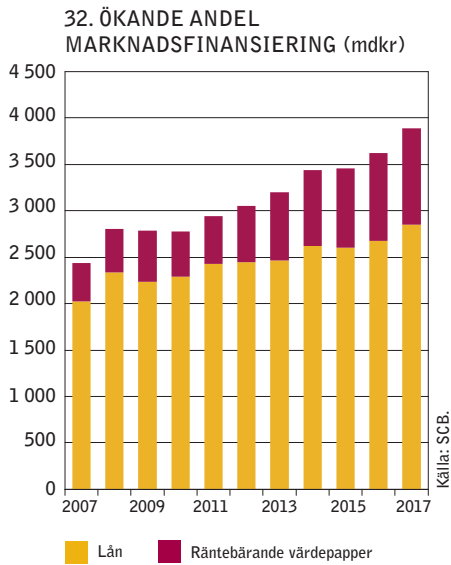
FI bedömer att det i första hand är ränte- och valutamarknaderna som är systemviktiga och därmed viktiga för den finansiella stabiliteten. Räntemarknaden är central för bankernas möjligheter att finansiera sig och den är även viktig för banker och andra finansiella företags möjligheter att hantera sin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

Från årsskiftet gäller nya regler på värdepappersmarknaden genom direktivet och förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifid 2/Mifir).<sup>20</sup> De nya reglerna kompletterar den tidigare regleringen



Anm. Det svenska stressindexet är framtaget av Riksbanken enligt en liknande metod som för ECB:s europeiska stressindex. Indexets delkomponenter beräknas utifrån relaterade indikatorer (till exempel volatilitet, riskpremie och likviditet). Ett index på 1 betyder en historisk högsta stressnivå för samtliga delindex, 0 en historisk lägsta stressnivå. Se Johansson, T. och Bonthron, F. (2013). Vidareutveckling av indexet för finansiell stress för Sverige, Penning- och valutapolitik 2013:1. Sveriges riksbank.

<sup>20</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU och Europaparlamentets och rådets förordning



Amn. De icke-finansiella bolagens finansiering via räntebärande värdepapper och lån.

inom EU om marknadstransparens med ett enhetligt regelverk med utökade krav på bland annat publicering av marknadsdata både före och efter handel. Mifid 2/Mifir ska verka för en europeisk harmonisering av marknadstransparens vilket bland annat har inneburit nya kanaler för publicering av marknadsdata. Detta medför att information kan behöva inhämtas från flera källor för att få tillförlitliga uppgifter om prissättning och handelsvolym. Skillnader i olika länders tillämpning av transparensreglerna i Mifid 2/Mifir kan också påverka var marknadsaktörerna väljer att göra sina transaktioner och därmed påverka möjligheten att få en helhetsbild av handeln i ett enskilt finansiellt instrument. I en stressad marknadssituation skulle dessa omständigheter kunna resultera i försämrade likviditet och därmed förstärka den negativa påverkan på marknadens funktionalitet. Övergången till det nya regelverket har initialt gått bra och de omfattande förändringarna tycks inte ha påverkat marknadslikviditeten kring årsskiftet.

## ÖKAD MARKNADSFINANSIERING HOS ICKE-FINANSIELLA FÖRETAG

På senare år har marknadsfinansiering med räntebärande värdepapper blivit ett allt viktigare komplement till traditionell lånefinansiering hos icke-finansiella företag.<sup>21</sup> Utvecklingen de senaste tio åren visar på en fördubbling av marknadsfinansiering i absoluta tal bland dessa företag. Räntebärande värdepapper utgör idag drygt 26 procent av de räntebärande skulderna (se diagram 32) – en stor andel är emitterade företagsobligationer som handlas på en börs eller annan handelsplats.

De icke-finansiella företagens marknadsfinansiering kommer i huvudsak från utlandet, motsvarande 57 procent.<sup>22</sup> Även svenska finansiella företag samt andra svenska icke-finansiella företag står för en viss del av finansieringen. Av de finansiella företagen utgörs hälften av andra finansiella företag än banker, till exempel fonder och pensionsbolag.

Följden blir att denna växande kategori av investerare påverkas mer direkt av risker som normalt kopplas till traditionell bankfinansiering. Utvecklingen innebär även att marknaden för företagsobligationer blir en allt viktigare del av kreditförsörjningen till icke-finansiella företag. Samtidigt är denna marknad förhållandevis outvecklad med en mindre andel handel i öppna ordersystem och en hög grad av beroende av marknadsgaranters förmåga och intresse av att tillhandahålla likviditet. Hur marknaden kommer att fungera i en stressad situation kan därför komma att ha större betydelse i framtiden. FI ser därmed ett ökat behov att följa utvecklingen och analysera de risker som kan uppstå.

## LIKVIDITETEN KAN FÖRSÄMRAS BETYDLIGT VID STRESS

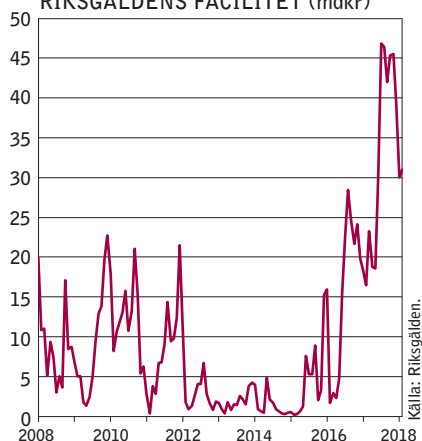
Även om värdepappersmarknaderna i nuläget fungerar väl, finns det tecken på att de har svag motståndskraft mot vissa störningar. Sårbara marknader kan i ett stressat läge orsaka problem som hotar den finansiella stabiliteten. Till exempel har marknadsgaranternas utnyttjande av

(EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012

21 De icke-finansiella bolagen är bolag vars huvudsakliga verksamhet är att producera varor och icke-finansiella tjänster (Standard för institutionell sektorindelning, INSEKT 2014).

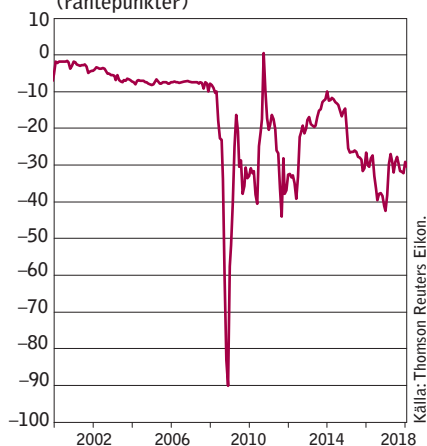
22 SCB. Kategorin utländsk finansiering omfattar även svenska utlandsregistrerade fonder.

### 33. HÖGT UTNYTTJANDE AV RIKSGÄLDENS FACILITET (mdkr)



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

### 34. DOLLARFINANSIERING (räntepunkter)



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

Riksgäldens repofacilitet legat på en hög nivå under senare tid, dock med en successiv minskning under första kvartalet (se diagram 33). En bidragande orsak till att Riksgäldens repofacilitet utnyttjats i hög utsträckning är att andelen statsobligationer som finns tillgänglig för handel har minskat i takt med starkare statsfinanser och Riksbankens obligationsköp. Att indikatorn fortfarande är jämförelsevis hög tyder på att penningmarknaden kan behöva ytterligare stöd för att hantera ökad efterfrågan på säkra tillgångar vid påfrestningar.

Även marknadsgaranternas förmåga att fullgöra sin funktion påverkar likviditeten på marknaden och garanternas kostnader för att hålla handelslager kan därmed fungera som sårbarhetsindikator. Högre kapitalkrav, som syftar till att stärka bankernas motståndskraft, har samtidigt inneburit att marknadsgaranternas kostnader för att ta på sig risker och finansiera sina handelslager har ökat. De ökade kostnaderna kan minska viljan bland marknadsgaranterna att hantera stora flöden.

En annan indikator som visat tecken på sårbarhet är marknaden för valutaswappar. Efterfrågan på amerikanska dollar har länge varit hög vilket gjort det billigare att låna i dollar och omvandla till kronor än att låna direkt i kronor. Ur ett teoretiskt perspektiv tyder en sådan prissättning på att marknaden inte fungerar effektivt. Kostnaden för denna typ av finansiering är oförändrad jämfört med föregående rapport (se diagram 34). Trots viss förbättring visar indikatorerna för likviditeten på de finansiella marknaderna på en förhöjd sårbarhet. Det indikerar att likviditeten kan försämrats väsentligt i samband med finansiell stress.<sup>23</sup>

## KOMMANDE FÖRÄNDRINGAR INNEBÄR UTMANINGAR FÖR INFRASTRUKTURFÖRETAG

Motståndskraften i de finansiella infrastrukturföretagen är avgörande för att den finansiella infrastrukturen ska vara stabil och välfungerande. Problem i ett systemviktigt infrastruktur företag kan leda till störningar i det finansiella systemet med potentiellt stora samhällsekonomiska kostnader som följd.

FI anser att flera kategorier av infrastruktur företag under tillsyn är systemviktiga. Dessa är:

- Värdepapperscentraler. Utför clearing och avveckling av transaktioner med värdepapper, registrerar värdepapper och tillhandahåller värdepapperskonton.
- Centrala motparter (CCP:er). Erbjuder motparts clearing av finansiella derivat och vissa värdepapper.
- Clearingorganisationer för massbetalningar.

FI bedömer att den systemviktiga finansiella infrastrukturen i Sverige fungerar väl och överlag präglas av en hög operationell tillförlitlighet. Men i april medförde en ovanlig och allvarig incident hos Nasdaq att flera marknader och centrala funktioner låg nere under delar av dagen. FI följer upp den inträffade händelsen.

Flera centrala funktioner inom den finansiella marknadsinfrastrukturen står sannolikt inför förändringar under kommande år. Värdepapperscentraler (Central Securities Depositories, CSD:er) har en central roll på värdepappersmarknaden och CSDR-regelverket syftar till att skapa en

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

harmoniserad reglering inom EU för dessa typer av verksamheter. En drivkraft bakom förändringen är att öka konkurrensen, något som sannolikt kommer ske även i Sverige.

Även inom betalningsinfrastrukturen finns indikationer på kommande förändring i Sverige och Norden, huvudsakligen på grund av kommersiella drivkrafter genom ökade skalfördelar. FI följer utvecklingen inom båda dessa områden noga. Ett särskilt fokus ligger på att säkerställa att den operationella tillförlitligheten hos dagens aktörer och leverantörer fortsätter vara hög, även i en föränderlig omvärld.

## CENTRAL MOTPARTSCLEARING – EN VIKTIG DEL AV DET FINANSIELLA SYSTEMET

En CCP:s primära uppgift är att ta över motpartsrisiker genom att agera motpart till både säljare och köpare i en finansiell transaktion. Efter den senaste finanskrisen har centrala motparter fått en nyckelroll, bland annat på grund av nya regelkrav som innebär att fler aktörer måste clara flera typer av transaktioner hos en central motpart. Med tanke på den koncentration av motpartsrisk som därmed uppstår hos en central motpart har dessa kommit att betraktas som systemviktiga. Striktare krav för denna typ av verksamhet har därför införts under senare år, främst genom Emirförordningen.<sup>24</sup>

Förordningen föreskriver bland annat att Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, Esma årligen ska utföra stresstester i syfte att bedöma motståndskraften hos de europeiska centrala motparterna under extrema, men möjliga, marknadsförhållanden. Resultatet av 2018 års stresstester bekräftar förra årets resultat att det europeiska systemet av CCP generellt är motståndskraftigt mot de makroekonomiska scenarier som används för att testa extrema marknadsförhållanden. Det finns dock skillnader i motståndskraft mellan Europas 16 olika CCP:er. I nästa steg i bedömningen kommer Esma att överväga om och vilka rekommendationer som kan komma att behöva ges till CCP:erna mot bakgrund av resultaten från stresstesterna.

### Clearing av svenska ränteprodukter kan komma att påverkas av Brexit

CCP:er betraktas som systemviktiga och i takt med högre kapitalkrav och krav på clearing av OTC-derivat har de belopp som clearas genom centrala motparter ökat betydligt senaste åren. I Sverige är främst tre CCP:er av intresse; Nasdaq Clearing, för aktie-, ränte- och råvaruderivat, London Clearing House Ltd (LCH), för clearing av ränteswappar och EuroCCP som clearar aktier. LCH har en viktig roll i och med att över 90 procent av den svenska, systemviktiga, räntehandeln clearas där. Hittills i år (till mitten av mars) har LCH clearat transaktioner i SEK som uppgår till cirka 24 000 miljarder.

När Storbritanniens utträder ur EU (Brexit) kommer LCH att betraktas som en CCP i tredje land. Beroende på Brexit-förhandlingarna skulle detta kunna innebära att London Clearing House Ltd blir en CCP som inte är godkänd att erbjuda sina tjänster inom EU. Stora belopp kommer då att behöva clearas i någon annan CCP inom EU eller i en CCP från tredje land, som är godkänd av EU. Stora exponeringar i LCH kan komma att finnas kvar i LCH även efter utträdet ur EU. Hanteringen av dessa frågor kan påverka svenska finansiella företag i form av effekter på kapitalkrav och möjlighet att upp-

24 EU:s förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister ([EU] 648/2012),

fylla krav på clearing. FI följer därför denna utveckling noga, bland annat inom ramen för det tillsynskollegium för LCH som FI deltar i.

## NYA REGLER KRING REFERENSVÄRDEN

Referensräntan Stockholm Interbank Offered Rate (Stibor) visar ett genomsnitt av de räntesatser till vilka Stiborbankerna är villiga att låna ut till varandra utan säkerhet under olika löptider.<sup>25</sup> Stibor är av central betydelse för prissättningen av finansiella instrument och avtal i svenska kronor och är således mycket viktig för de finansiella marknaderna i Sverige. Stibor används som referens i finansiella instrument och avtal till ett utestående nominellt värde av cirka 4 000 miljarder euro, vilket motsvarar ungefär åtta gånger storleken av Sveriges BNP.<sup>26</sup> Den största delen utgörs av OTC-handlade räntederivat i svenska kronor. Stibor används också som referens i finansiella instituts lån med rörlig ränta till svenska icke-finansiella institut och hushåll, till ett värde av cirka 440 miljarder euro. Därmed har Stibor stor betydelse för finansiering av både företag och hushåll i Sverige.

Utifrån Stibors centrala roll i prissättningen av finansiella instrument och avtal är referensvärdets integritet och tillhandahållande av stor betydelse för de finansiella marknadernas funktion och för den finansiella stabiliteten i Sverige. Om marknadens aktörer skulle börja ifrågasätta Stibor som en användbar referensränta för riskhantering eller finansiering riskerar detta att leda till sämre fungerande marknader. Även Stiborbankernas förmåga och vilja att regelbundet rapportera in korrekt underlag är avgörande för att beräkna och publicera Stibor.

Sedan den 1 januari 2018 gäller nya regler för referensvärden i EU genom EU:s förordning om referensvärden (BMR). FI är behörig myndighet i Sverige enligt BMR. FI har gjort bedömningen att Stibor är ett så kallat kritiskt referensvärde för Sverige, vilket slutligt beslutas av EU-kommissionen. Om EU-kommissionen klassificerar ett referensvärde som kritiskt innebär det utökade befogenheter för tillsynsmyndigheten, bland annat verktyg för att säkerställa publiceringen av referensräntan.

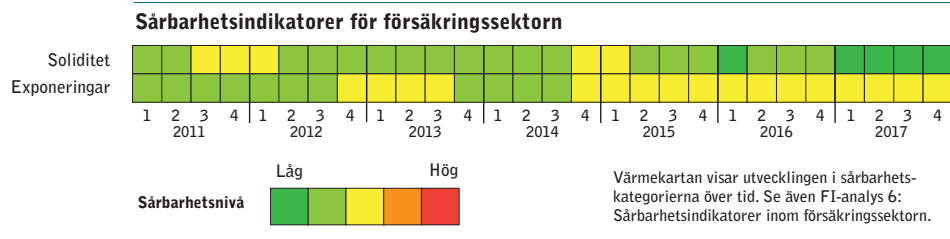
25 Stiborbankerna är Danske Bank, Länsförsäkringar Bank, Nordea, SBAB Bank, SEB, Svenska Handelsbanken och Swedbank.

26 BIS, SCB och Bloomberg. Data för år 2016.



## Stabiliteten i försäkringssektorn

De svenska försäkringsföretagen har en fortsatt stark finansiell ställning. På kort sikt utgör livförsäkringsföretagens stora aktieinnehav den största sårbarheten, men analyser visar att företagen kan hantera även relativt stora börsnedgångar. På längre sikt kvarstår utmaningen med långvarigt låga räntor, som tillsammans med fallande tillgångspriser kan medföra risker för den finansiella stabiliteten.



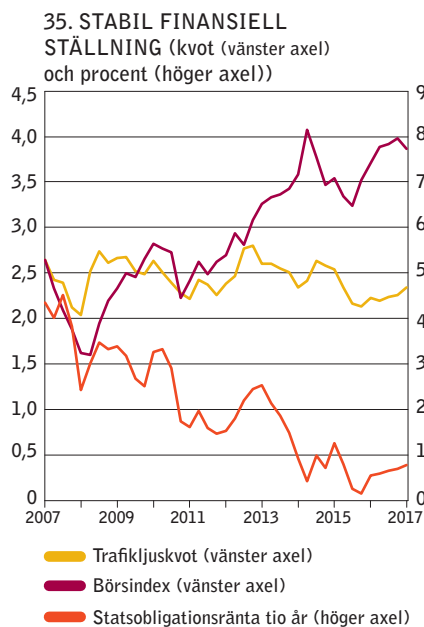
Försäkringsföretag och tjänstepensionsinstitut fyller en viktig funktion när det gäller riskhantering och sparande i det finansiella systemet. Företagen förvaltar stora belopp och kan därför påverka den finansiella stabiliteten genom sitt investeringsbeteende. Framför allt livförsäkringsföretag med traditionell förvaltning investerar till stor del i tillgångar som inte matchar riskerna på sina åtaganden när det gäller löptid och känslighet för marknadsrörelser. Om ett företags finansiella styrka försämras, till exempel på grund av kraftigt fallande aktiepriser, kan det behöva minska sina risker genom att bättre matcha löptider för tillgångar och åtaganden. För att göra detta tvingas företaget sälja riskfyllda tillgångar, exempelvis aktier, och köpa räntebärande värdepapper med lång löptid. Om flera företag agerar på samma sätt kan det förstärka marknadsrörelserna ytterligare och därmed fördjupa en finansiell kris, genom ett så kallat procykliskt beteende.

Av svenska försäkringsföretags totala förvaltade tillgångar, motsvarande cirka 4 500 miljarder kronor, återfinns cirka 2 800 miljarder kronor i dagsläget i livförsäkringsverksamhet med traditionell förvaltning.

### GOD MOTSTÅNDSKRAFT I FÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN

De svenska försäkringsföretagen har under lång tid uppvisat en stabil finansiell ställning. Goda underliggande ekonomiska resultat från försäkringsverksamheterna, framför allt inom skadeförsäkring, samt hög kapitalavkastning, främst tack vare stigande aktiekurser, har bidragit till detta. Under 2017 stärktes motståndskraften ytterligare något, vilket bekräftas av FI:s solvensindikatorer. Den positiva utvecklingen på aktiemarknaden har också motverkat den negativa påverkan som det låga ränteläget har haft i första hand på livförsäkringsföretag med traditionell förvaltning. Trots att fallande marknadsräntor medfört att värdet på pensionsåtaganden med lång löptid ökat mer än värdet på företagens räntebärande tillgångar, vilka i allmänhet har kortare löptid, har solvens- och trafikljuskvoter varit stabila under senare år (se diagram 35).

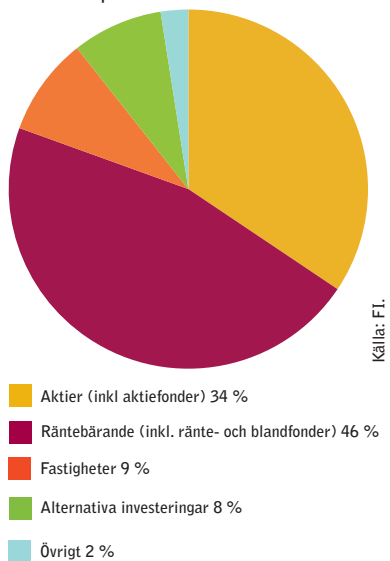
Den negativa påverkan av fallande räntor har också begränsats av regler för hur skulder ska värderas. För garanterade åtaganden med lång löptid används här ett makroekonomiskt antagande om en långsiktig jämviktsränta (Ultimate Forward Rate, UFR), vilket dämpar effekten av fallande långa marknadsräntor. Det motverkar procykliska beteenden på kort



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 tio års löptid.

Källor: FI och Thomson Reuters Eikon.

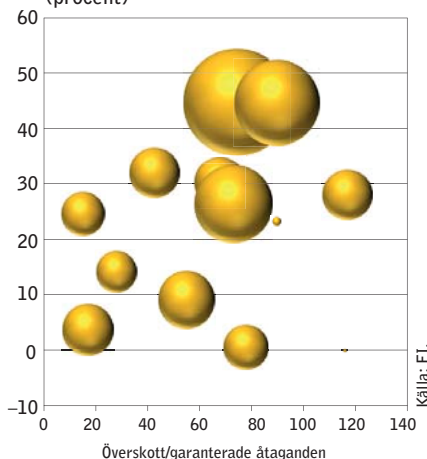
### 36. LIVFÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN HAR EN RELATIV STOR ANDEL AKTIER (procent)



Anm. Livförsäkringsföretagens investeringar klassificerade efter underliggande exponeringar enligt Finansinspektionens definition. Per den 29 december 2017.

Källa: FI.

### 37. STARK FINANSIELL STÄLLNING MÖJLIGGÖR HÖGRE RISKTAGANDE (procent)



Anm. Andel aktier av livförsäkringsföretagens totala investeringar (lodrat axel) och överskott i förhållande till garanterade åtaganden (verktikal axel). Bubblornas storlek motsvarar totala tillgångar i respektive företag. Per den 29 december 2017.

Källa: FI.

sikt, vilket skapar stabilitet och ökar företagets möjligheter att ha en långsiktig investeringsstrategi. Samtidigt uppstår en risk att skulden undervärderas om faktiska marknadsräntor under lång tid framöver skulle hamna under den modellerade antagna långsiktiga jämviktsräntan. Om för lite kapital sätts av som en följd av detta, kan det på längre sikt innebära solvensproblem för företagen, som i värsta fall får svårigheter att möta sina framtida pensionsåtaganden.

### STARK FINANSIELL STÄLLNING MÖJLIGGÖR HÖGRE RISKTAGANDE

Försäkringsföretagens starka finansiella ställning möjliggör en stor andel tillgångar med hög risk. Internationellt sett har svenska företag en relativt stor andel aktier (se diagram 36). Det beror delvis på ett begränsat utbud av långa obligationer men ofta även på en medveten placeringsstrategi. En större andel riskfyllda tillgångar har historiskt gett en högre avkastning på lång sikt. Men det är en strategi som förutsätter en stark finansiell ställning för att kunna hantera fluktuationer i tillgångspriserna.

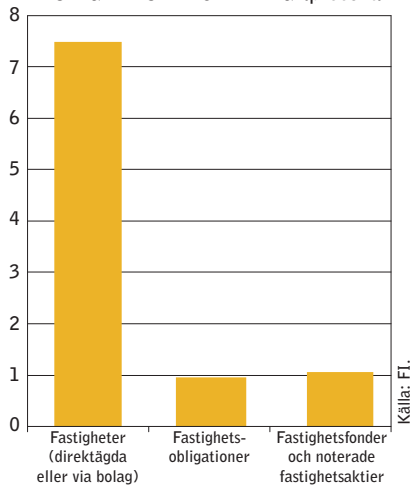
På kort sikt skulle fallande aktiepriser ha störst negativ påverkan på framför allt livförsäkringsföretagens finansiella situation, främst på grund av deras stora aktieinnehav. Enligt såväl företagets egna stress-tester som FI:s känslighetsanalyser och andra tillsynsaktiviteter kan de dock hantera relativt stora börsnedgångar utan att det uppstår solvensproblem eller att de utlovade pensionerna hotas. Men en sådan utveckling kan medföra att företagen agerar procykliskt i förvaltningen, vilket i sin tur kan påverka den finansiella stabiliteten.

Även om livförsäkringsföretagen generellt framstår som finansiellt starka kan fördelningen mellan företagen vara av betydelse vid en bedömning av deras sårbarhet. I egenskap av stora investerare kan deras agerande, även i ett mindre antal företag tänkas påverka marknaderna och därmed stabiliteten. FI har därför jämfört företagets andel aktier i de traditionellt förvaltade portföljerna med deras finansiella ställning. Som ett mått på det senare har överskottet, det vill säga tillgångar minus skulder, i förhållande till garanterade åtaganden använts eftersom olika och inte jämförbara regelverk tillämpas vid beräkning av kapitalkrav och solvenskvoter (se diagram 37). Utifrån se diagrammet framgår det att de större livförsäkringsföretagen generellt har en högre andel aktier i sina portföljer men också ett större överskott i förhållande till sina åtaganden. Ett större risktagande i förvaltningen verkar därför i allmänhet utgå från en starkare finansiell ställning även i de enskilda företagen.

### FASTIGHETSEXPONERING KAN MEDFÖRA RISKER

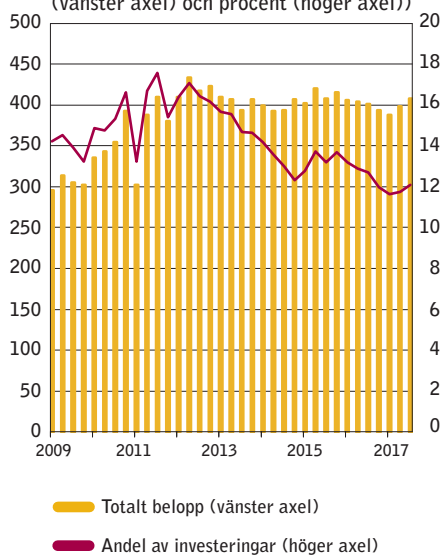
FI har på senare tid lyft fram riskerna med höga fastighetspriser. Försäkringsföretagens exponering mot fastighetsmarknaden kan i första hand hänföras till fastigheter som företagen äger direkt eller via bolag, obligationer utgivna av fastighetsföretag samt aktier i börsnoterade fastighetsföretag och fastighetsfonder. Av dessa utgör fastigheter ägda direkt eller via bolag den största delen (se diagram 38). Sammantaget utgör dessa exponeringar en begränsad andel av försäkringsföretagens investeringar. Däremot finns en större indirekt exponering i form av företagets stora innehav av säkerställda bostadsobligationer (se diagram 39). Som andel av investeringarna har dessa minskat något men skulle kunna medföra risker vid en djupare fastighets- och finanskris. Även om kreditrisken,

### 38. FÖRSÄKRINGSFÖRETAGENS FASTIGHETSEXPONERING (procent)



Anm. Andel av försäkringsföretagens investeringar. Per den 29 december 2017.

### 39. FÖRSÄKRINGSFÖRETAGENS INNEHAV AV SÄKERSTÄLLDA BOSTADSOBLIGATIONER (mdkr (vänster axel) och procent (höger axel))



Källa: SCB.

riskerna att låntagarna inte kan fullgöra sina skyldigheter, är mycket låg kan marknadsrisken, i form av fallande obligationspriser, påverka företagets finansiella ställning vid en kris.

### LIVFÖRSÄKRINGSFÖRETAGEN KLARAR STORA ÄNDRINGAR I TILLGÅNGSPRISER PÅ KORT SIKT

För att identifiera sårbarheter och uppskatta risker genomför FI bland annat egna känslighetsanalyser, baserat på företagets inrapportering. Ett exempel på detta är FI:s kvantitativa analys av hur livförsäkringsföretagens finansiella ställning förändras i olika scenarier.

I ett huvudscenario, baserat på KI:s ekonomiska prognoser inklusive långsamt stigande räntor och med antagande om stabila aktiemarknader, förbättras företagets solvens ytterligare något. Vid en negativ marknadsutveckling blir resultatet däremot ett annat. Baserat på det scenario som ESRB tagit fram inför det europeiska stresstest som ska genomföras i banksektorn 2018 har FI uppskattat effekterna av momentana förändringar i tillgångspriser och räntor. Scenariot omfattar bland annat stigande riskpremier, som avspeglas i högre räntor och ökade ränteskillnader samt kraftigt fallande aktie- och fastighetspriser (se ruta Tufft stresstest väntar för svenska storbanker, sida 7).<sup>27</sup>

Resultatet från simuleringen visar att kapitalbasen i genomsnitt minskar med 34 procent till följd av marknadsrörelserna. Sett i relation till senaste rapporterade kapitalkrav innebär det att den genomsnittliga viktade solvenskvoten faller men fortfarande överstiger kraven för företag som tillämpar Solvens 2-regelverket. För företag som tillämpar Solvens 1-regelverket ger motsvarande simulering av trafikljuskvoten ett liknande resultat (se diagram 40). Förenklingen i form av att simuleringen utgår från oförändrade kapitalkrav medför även att de negativa effekterna på kvoterna i viss mån överskattas. Kapitalkrav baseras till stor del på marknadsriskerna. Fallande marknadsvärden på tillgångar medför därför att riskerna och därmed kapitalkravet blir lägre.

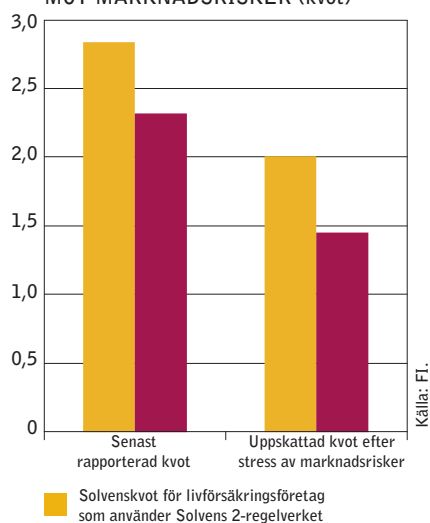
Sammantaget bekräftar FI:s analyser slutsatsen att de svenska livförsäkringsföretagen är tillräckligt finansiellt starka för att klara stora förändringar i tillgångspriserna på kort sikt. Men om företagen trots det agerar procykliskt och börjar sälja tillgångar när priser faller kan den finansiella stabiliteten påverkas, till exempel till följd av den förhöjda sårbarheten för likviditeten på de finansiella marknaderna som lyfts fram i tidigare avsnitt.

### SÅRBARHETER PÅ LÄNGRE SIKT

Ett fortsatt långvarigt lågränteläge kan medföra 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 och finansiella garantier. Modellanläggandet om en långsiktig jämviktsränta, UFR, vid värderingen av pensionsskulden kan leda till att denna underskattas. Den ekonomiska risk som uppstår kan illustreras genom en uppskattning av den finansiella styrkan, mätt som kvoten mellan kapitalbas och kapitalkrav, baserad på marknadsräntor i stället för på den långsiktiga jämviktsräntan (se diagram 41). Nivån ligger väl över kravet motsvarande 1,0 men spridningen mellan de olika företagen är relativt stor.

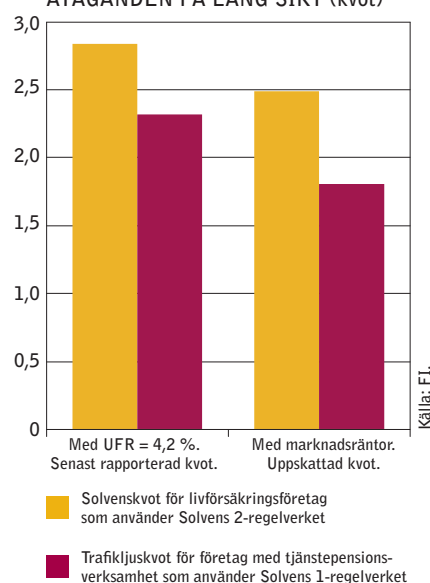
<sup>27</sup> ESRB, Adverse macro-financial scenario for the 2018 EU-wide banking sector stress test, 16 januari 2018.

#### 40. GOD MOTSTÅNDSKRAFT MOT MARKNADSRISKER (kvot)



Anm. Uppskattad effekt av momentan stress av marknadsrisker, enligt ESRB:s scenario för stresstest av europeiska banker 2018. Per den 29 december 2017.

#### 41. MODELLRISK I VÄRDERING AV ÅTAGANDEN PÅ LÅNG SIKT (kvot)



Anm. Per den 29 december 2017.

FI:s undersökningar av risker till följd av långvarigt låga räntor visar att livförsäkringsföretagen har förutsättningar för att klara ett fortsatt lågt ränteläge. Förutom en god finansiell ställning har företagen vidtagit åtgärder under senare år för att hantera riskerna kopplade till långvarigt låga räntor. Förändringar i produktutbudet som lägre finansiella garantier och ökat fokus på fondförsäkring, där försäkringstagaren står för investeringsriskerna, har minskat riskerna för företagen.

Sårbarheten för andra risker, främst fallande tillgångspriser, ökar däremot vid långvarigt låga räntor, vilket i förlängningen kan påverka den finansiella stabiliteten negativt. Att kunna möta åtagandena i ett scenario med exempelvis både fortsatt låga räntor och fallande aktiepriser ställer stora krav på företagens riskhantering. En viktig del av denna är processerna för överskottshantering. För att undvika att mer återbäring betalas ut än vad som finns utrymme för på lång sikt är det av stor betydelse att de ekonomiska riskerna avspeglas korrekt.

#### Låga räntor och livförsäkringsföretagens överskottshantering

Ett långvarigt lågränteläge kan skapa problem med hanteringen av överskott. För att fördela uppkomna överskott, utöver garanterade åtaganden, tillämpar vissa livförsäkringsföretag en generell återbärringsränta som huvudsakligen utgår från företagets kapitalavkastning (enligt retrospektivreservmetoden). En sådan modell kan innebära risker i en övergång till ett långvarigt lågränteläge, vilket kan sägas stämma väl överens med dagens läge.

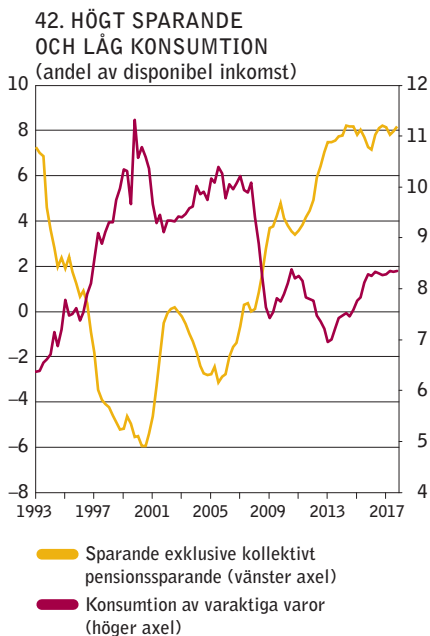
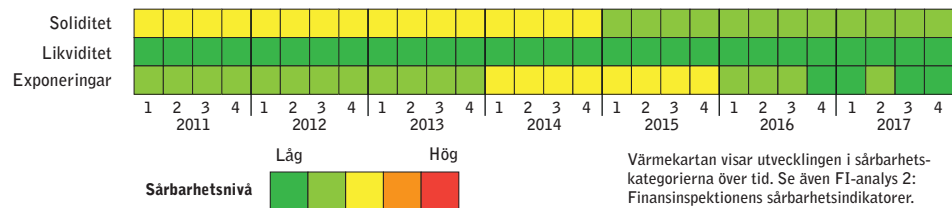
När räntorna sjunker stiger marknadsvärdet på företagens räntebärande tillgångar. Det kan leda till att de höjer återbärringsräntan. Men eftersom värdet på de garanterade åtagandena typiskt sett är känsligare för ränteförändringar, leder sjunkande räntor till att den finansiella ställningen försvagas. Det finns därmed en risk för att livförsäkringsföretagen betalar ut för mycket pension till försäkringstagare vars kapital är under utbetalning. Effekten uppstår om återbärringsräntan utgår från kapitalavkastningen utan att samtidigt ta hänsyn till hur kostnaden för att infria garanterade åtaganden förändras. I ett marknadsläge där räntorna sjunker och förblir på en låg nivå kan det bidra till att den finansiella ställningen försvagas ytterligare över tid.

Livförsäkringsföretagens överskottshantering kan därmed vara en ytterligare faktor som bidrar till ökad sårbarhet, i ett scenario med långvarigt låga räntor och fallande tillgångspriser. Frågorna analyseras mer ingående i FI-analys 13 Låga räntor och stora utbetalningar från pensionsförvaltare.

## Hushållens och företagens skulder

Hushållens ekonomi är generellt sett stark. FI bedömer att hushållens skulder utgör en begränsad risk för stabiliteten i det finansiella systemet. Men skulderna är stora och det finns sårbarheter som innebär risker för den makroekonomiska utvecklingen, vilket i förlängningen kan hota den finansiella stabiliteten. FI har därför skärpt amorteringskravet och följer utvecklingen noga. Även situationen för icke-finansiella företag är god. Dessa företag gynnas av god ekonomisk tillväxt och låga räntor men stora skulder har ökat företagets räntekänslighet och refinansieringsrisk. Det gäller inte minst fastighetsbolagen.

### Sårbarhetsindikatorer för hushållssektorn



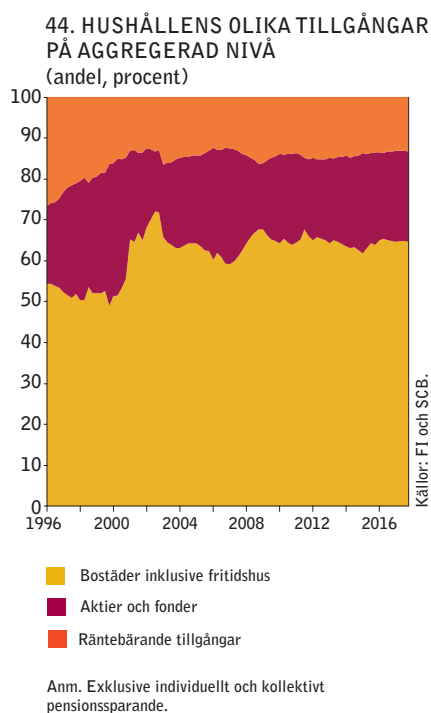
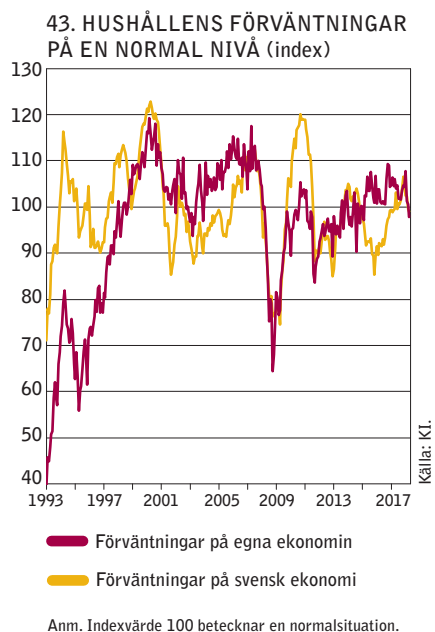
Tillgång till lån ger hushåll och företag möjlighet att konsumera och investera utan att de i förväg behöver spara ihop ett eget kapital. Skulder kan därför bidra till en effektivare användning av kapital och en jämnare konsumtion över tid. Det är därför bra för ekonomin att hushåll och företag kan låna. Men stora skulder kan medföra sårbarheter, såväl för långivare och låntagare som för ekonomin i stort. En alltför snabb ökning – eller minskning – av kreditgivningen till hushåll och företag kan få kraftiga effekter på konsumtion och investeringar, och orsaka ekonomiska störningar. Det är viktigt att FI följer de sårbarheter som stora skulder kan innebära för hushåll och icke-finansiella företag och agerar för att förhindra att obalanser och stabilitetsrisker byggs upp.

### HUSHÅLLENS EKONOMI ÄR STARK

Den goda konjunkturen fortsätter att stärka hushållens ekonomi. Fallande arbetslöshet i kombination med reala löneökningar har ökat hushållens disponibla inkomster. Samtidigt har de låga räntorna inneburit att den del av de disponibla inkomsterna som hushållen betalar i räntekostnader är historiskt låg. Sammantaget ger det ett stort konsumtions- och sparutrymme. I en högkonjunktur brukar hushåll minska sparandet och öka konsumtionen. Men sparkvoten är nu på en hög nivå och hushållens konsumtion av varaktiga varor är lägre än det historiska genomsnittet (se diagram 42). Även hushållens amorteringar har ökat. De steg med cirka 6 procent mellan 2016 och 2017.<sup>28</sup>

Hushållens förväntningar på den egna ekonomin och på den svenska ekonomin som helhet är i linje med ett normalläge (se diagram 43). Förväntningarna har fallit något under det senaste halvåret. Nedgången i bostadspriserna under slutet av 2017 kan ha bidragit till hushållens mer dämpade förväntningar.

<sup>28</sup> En detaljerad genomgång av utvecklingen för hushållens amorteringar finns i ”Den svenska bolånemarknaden 2018” (Finansinspektionen).



Ett högt sparande och stigande tillgångspriser har inneburit att värdet av hushållens tillgångar har ökat. Under de senaste tio åren har hushållens samlade tillgångar mer än fördubblats i värde. Den kraftiga prisuppgången på bostäder har medfört att dessa nu utgör mer än 60 procent av hushållens samlade tillgångar. I takt med att priser på andra tillgångar stigit och räntor sjunkit har räntebärande tillgångar blivit en mindre andel av hushållens totala tillgångar. Räntebärande tillgångar utgör idag mindre än 15 procent av hushållens totala tillgångar (se diagram 44).

Hushållens tillgångar är en viktig komponent för att bedöma hushållens sårbarhet. Tillgångar kan utgöra en buffert för hushållen när de ekonomiska förutsättningarna försämras. Tillgångarna, och därmed motståndskraften, är dock ojämnt fördelade mellan hushållen. Den rikaste tiondelen äger cirka 60 procent av tillgångarna och fördelningen har blivit alltmer ojämn under 2000-talet.<sup>29</sup> Vid en allvarlig makroekonomisk störning förväntas riskfyllda tillgångar, som aktier och bostäder, dessutom falla i värde. Det kan även vara svårt att sälja mindre likvida tillgångar i en situation med stor marknadsoro. Vid de tillfällena är det främst likvida tillgångar med låg risk som kan fungera som buffert. Att hushållen sammantaget har stora tillgångar behöver därför inte betyda att motståndskraften hos hushåll med stora skulder generellt sett är god. I rutan Hushållens ekonomi i ESRB:s stressscenario, sida 35, ges ett exempel på hur hushållens ekonomi kan påverkas under en allvarlig kris.

Sammanfattningsvis är hushållens ekonomi i nuläget stark och deras tillgångar stora. Men det är oklart om tillgångarna är en tillräcklig buffert i ett allvarligt negativt scenario.

### HUSHÅLLENS SKULDER FORTSÄTTER ÖKA I SNABB TAKT

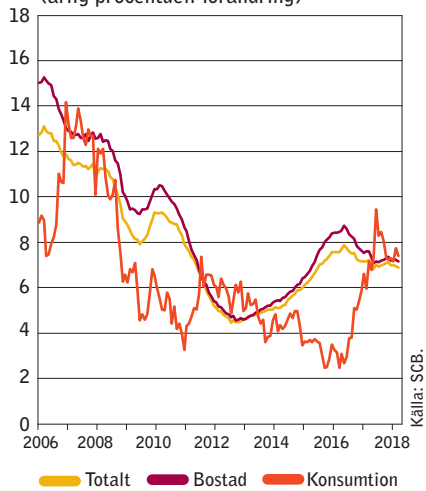
Hushållens skulder ligger på en hög nivå i ett internationellt och historiskt perspektiv (se avsnitt Den ekonomiska utvecklingen). Ökningstakten för hushållens skulder har stabiliserats på en hög nivå, runt 7 procent årligen (se diagram 45).<sup>30</sup> Hushållens aggregerade skuldkvot ökade med nästan 7 procentenheter under 2017 och låg på 185 procent vid årsskiftet 2017/2018. Bolån utgör cirka 82 procent av hushållens skulder och är den huvudsakliga drivkraften till ökningen. Hushållens bolån växer för närvarande något mer än 7 procent om året. Snabbast ökar utlåningen med bostadsrätter som säkerhet. Även konsumtionskrediter har ökat kraftigt sedan hösten 2016. I nuläget ökar de med cirka 7 procent per år. Men konsumtionskrediterna utgör endast cirka 5 procent av hushållens totala skulder. De bidrar därför enbart marginellt till den totala förändringen av hushållens skulder.

Hushåll som bor i bostadsrätter har utöver sina egna bolån i regel även en indirekt bostadsskuld via bostadsrättsföreningarnas lån. Utlåningen till bostadsrättsföreningar växer i nuläget i en högre takt än den direkta utlåningen till hushåll. Första kvartalet 2018 var bostadsrättsföreningarnas lån 470 miljarder kronor. Det var 10 procent mer än motsvarande kvartal året innan. Den ökade utlåningen till bostadsrättsföreningar hänger i hög grad ihop med den höga takten i nybygget av bostäder. Nybildade bostadsrättsföreningar har ofta stora skulder. En nybildad bostadsrättsförening hade i genomsnitt en skuld på cirka 12 000 kronor

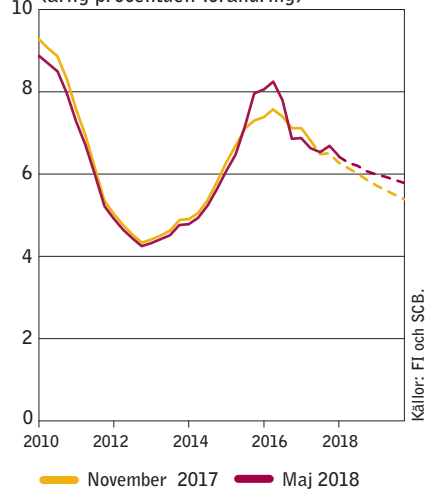
<sup>29</sup> Fördelningen avser nettoförmögenheten, det vill säga fastigheter, bankinnehav, aktier och fonder minus skulder. Waldenström, Bastani och Hansson (2018), Kapitalbeskattnings förutsättningar, Konjunkturrådets rapport 2018, SNS förlag.

<sup>30</sup> SCB, Finansmarknadsstatistik.

45. TILLVÄXT AV HUSHÅLLENS SKULDER FÖRDELAT PÅ ÄNDAMÅL (årlig procentuell förändring)

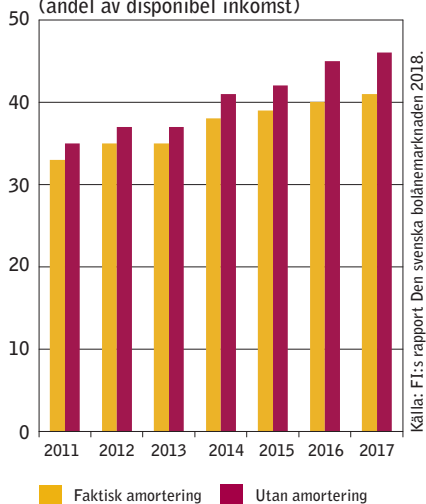


46. PROGNOSEN FÖR HUSHÅLLENS SKULDER MARGINELLT REVIDERAD (årlig procentuell förändring)



Anm. I prognosmodellen har skuldnivåer säsongjusterats och logaritmerats. Tillväxtnivån skiljer sig därför från i diagram 45.

47. HUSHÅLLENS ÖVERSKOTT EFTER BOSTADS- OCH LEVNADS-OMKOSTNADER PÅ GOD NIVÅ (andel av disponibel inkomst)



per kvadratmeter. Det kan jämföras med äldre föreningar där skulden i genomsnitt var cirka 5 700 kronor.<sup>31</sup> Skuldkvoten, bostadslån i förhållande till nettoinkomsten, för nya bolånetagare som lånade för köp av bostadsrätt var i genomsnitt 460 procent. Skuldkvoten ökar till 556 procent när andelen av föreningens skulder inkluderas.

Utfallen för skuldtillväxten ligger i linje med den föregående prognosen. Prognosen för skuldtillväxten de närmaste åren har därför endast reviderats marginellt (se diagram 46). Prognosen innebär att skulderna ökar med cirka 6 procent 2019.

## HUSHÅLLENS MARGINALER HAR ÖKAT

De stora skulderna gör hushållen sårbara för ändrade förutsättningar och ekonomiska störningar. Det är viktigt att hushållen har tillräcklig motståndskraft mot oväntade och negativa scenarier. Det kan till exempel vara en makroekonomisk chock där räntor och arbetslöshet stiger samtidigt som bostadspriser och andra tillgångspriser faller kraftigt i värde.

Sårbarhetsindikatorerna tyder på att hushållens motståndskraft är god.<sup>32</sup> Dessutom har hushåll med nya bolån god marginal mellan inkomster och utgifter (se diagram 47). Marginalen fortsatte att öka något 2017 trots oförändrade bolåneräntor. FI:s stresstester visar att en begränsad andel av hushåll med nya bolån skulle få underskott mellan inkomster och utgifter om arbetslösheten steg markant.<sup>33</sup> Andelen hushåll som klarar en arbetslöshet har också ökat de senaste åren.

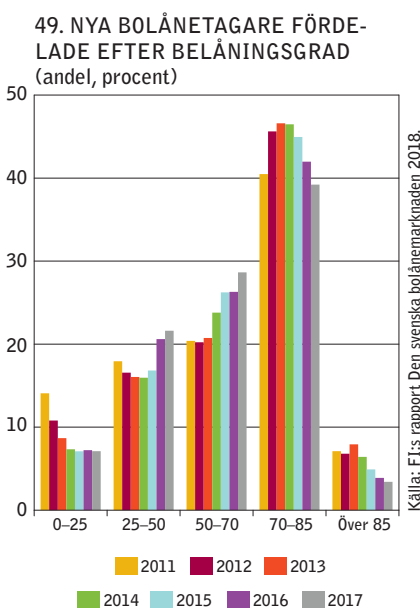
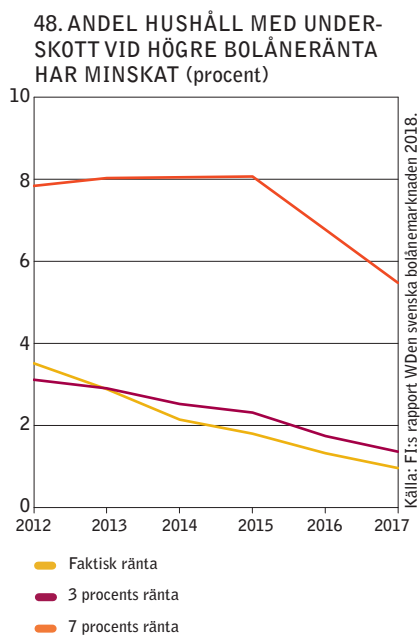
Högre räntenivåer innebär högre räntekostnader. Om räntorna stiger snabbare än hushållens inkomster behöver hushållen lägga en större del av inkomsten på räntebetalningar och amorteringar. Stigande räntor skulle därför kunna bryta den positiva ekonomiska utvecklingen för hushållen. Men hushållens goda marginaler gör att de har en hög motståndskraft mot stigande räntor. Denna marginal har ökat under de senaste åren. Andelen hushåll med nya bolån som får underskott i ett scenario då räntorna stiger markant har minskat under de senaste åren (se diagram 48).

Fallande bostadspriser försvagar också hushållens ekonomiska ställning. Eftersom bostäder är en stor andel av hushållens aggregerade tillgångar leder fallande bostadspriser till att hushållens balansräkningar försvagas. Belåningsgraden mäter bolånets storlek i förhållande till bostadens värde. En stor, men fallande, andel av hushåll med nya bolån har en belåningsgrad över 70 procent (se diagram 49). Det senaste året har bostadspriserna minskat med i genomsnitt nästan 4 procent. I FI:s stresstester simuleras en situation där bostadspriserna faller kraftigt samtidigt som räntorna stiger. Tack vare bolånetaket klarar i stort sett alla nya bolånetagare av ett bostadsprisfall på 10 procent (se diagram 50). Vid ett bostadsprisfall på 40 procent och en samtidig räntehöjning med 5 procentenheter är det 1 procent av de nya låntagarna som får underskott och samtidigt har ett lån som är större än bostadens värde.

31 Se FI:s rapport Den svenska bolånemarknaden 2018, Finansinspektionen.

32 FI:s sårbarhetsindikatorer för hushållen är en sammanvägning av olika mått till exempel utvecklingen i fastighetspriser, kreditgap, räntekvot, sparkvot och förändring i skuldkvot. Sårbarhetsindikatorerna beskrivs närmare i FI-analys nr 2 "Finansinspektionens sårbarhetsindikatorer".

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



Även om hushållen klarar inkomstbortfall, högre räntekostnader och bostadsprisfall kan de tvingas till anpassningar. Vid inkomstbortfall och högre räntekostnader kan ett hushåll tvingas minska sin konsumtion. Vid ett bostadsprisfall kan hushållet tvingas eller välja att öka amorteringarna eller annat sparande för att stärka sin balansräkning. Även det innebär att hushållet får minska sin konsumtion.

Hushåll med rörlig bolåneränta är mer känsliga för snabba ränteökningar. Andelen bolån med rörlig ränta ökade 2012–2015 i takt med att räntorna föll och har nu planat ut på en historiskt hög nivå. Runt 70 procent av den totala bolånevolymen löper i nuläget till rörlig ränta med en bindningstid på under tre månader. I FI:s bolåneundersökning för nya bolånetagare kunde ett trendbrott skönjas. Andelen låntagare med bunden ränta ökade från 20 procent 2016 till 30 procent 2017.

### HUSHÅLL MED STORA SKULDER ÄR EN MAKROEKONOMISK RISK

FI bedömer att de direkta riskerna för det finansiella systemets stabilitet kopplade till hushållens skulder är begränsade. FI:s sårbarhetsindikatorer, beräknade på aggregerad nivå, visar också att hushållens ekonomiska ställning är generellt stark och att deras skulder inte är ett hot mot den finansiella stabiliteten i nuläget. Vidare bedöms hushållen klara sina bolåneutgifter även om förutsättningarna försämras. Hushållens motståndskraft mot bostadsprisfall är god. Trots det finns det sårbarheter som primärt gäller risker för den makroekonomiska utvecklingen. Som FI tidigare framhållit kan hushåll med stora skulder minska sin konsumtion vid försämrade ekonomiska förutsättningar. Det kan få stor effekt på den ekonomiska utvecklingen eftersom hushållens konsumtion utgör närmare hälften av BNP. Ett negativt ekonomiskt förlopp kan då förstärkas ytterligare. Det kan i förlängningen påverka den finansiella stabiliteten negativt. En viktig åtgärd för att dämpa de makroekonomiska sårbarheterna är därför att begränsa andelen hushåll med stora skulder.

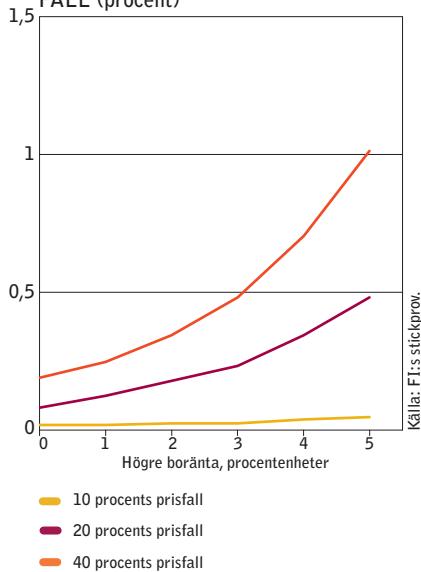
Det är fortfarande en relativt stor andel hushåll som lånar mycket i förhållande till sin inkomst (se diagram 51). FI skärpte därför den 1 mars 2018 amorteringskravet för nya bolånetagare som tar stora lån i förhållande till inkomsten. Bland samtliga hushåll är det fortfarande en relativt stor och växande andel som har hög skuldkvot. Det skärpta amorteringskravet beräknas minska andelen nya låntagare som tar stora lån i förhållande till inkomsten. Det leder till att skulderna minskar snabbare för dessa låntagare. Tillsammans med det ursprungliga amorteringskravet bedöms det därmed minska de makroekonomiska sårbarheterna. Men eftersom kravet endast påverkar nya bolånetagare kommer det att ta tid innan åtgärden bidrar till en tydlig minskning av skuldkvoterna för samtliga låntagare. FI bedömer därför att de makroekonomiska riskerna kopplade till hushållens stora skulder fortfarande är betydande.

#### Hushållens ekonomi i ESRB:s stressscenario

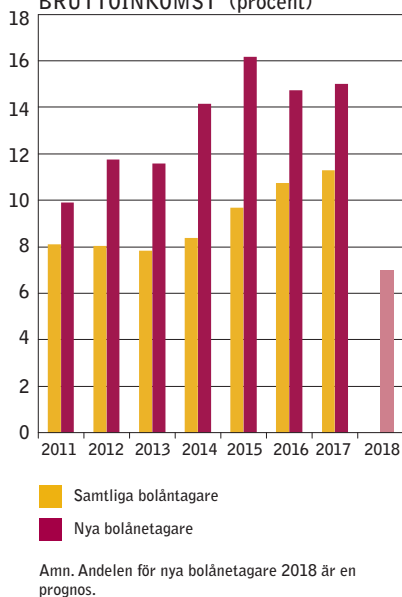
Finansiella kriser kan få stora konsekvenser för hushållens ekonomi. Detta visade sig inte minst under finanskrisen 2007–2008 då arbetslösheten ökade och konsumtionen dämpades kraftigt i många länder. Då klarade sig Sverige jämförelsevis bra. I ESRB:s stressscenario drabbas svensk ekonomi av en djup ekonomisk kris (se ruta Tufft stresstest väntar för svenska storbanker, sida 7). Nedan beskrivs vilka konsekvenser scenariot skulle kunna få för



50. ANDEL HUSHÅLL MED UNDERSKOTT VID KOMBINATION AV HÖGRE BOLÅNERÄNTA OCH BOSTADSPRISFALL (procent)



51. ANDEL HUSHÅLL MED SKULDKVOT ÖVER 450 PROCENT AV BRUTTOINKOMST (procent)



Källor: FI:s rapport Den svenska bolånemarknaden 2018 och Riksbanken.

hushållens ekonomi. De beräkningar som görs är relativt mekaniska och tar inte hänsyn till effekter av hushållens beteenden.

I ESRB:s krisscenario ökar utlåningsräntorna med 2,3 procentenheter fram till 2020, bland annat på grund av höjda riskpremier. Samtidigt minskar de disponibla inkomsterna, delvis till följd av ökad arbetslöshet.<sup>34</sup> Eftersom hushållens skulder är stora kommer räntekvoten, det vill säga hushållens ränteutgifter i förhållande till den disponibla inkomsten, att öka kraftigt från 3,7 procent 2017 till 9,2 procent 2020. Det är den högsta nivån sedan 1996 och skulle minska hushållens marginaler.

Även hushållens tillgångar påverkas av krisförloppet. I ESRB:s stressscenario antas bostadspriserna i Sverige minska med 49 procent fram till 2020. Minskningen i bostadspriserna medför att det samlade värdet på hushållens bostadsrätter och småhus minskar från 8 900 miljarder kronor till 4 500 miljarder kronor 2020. Belåningsgraden för hushåll med bostadslån skulle i genomsnitt öka från 55 procent till 107 procent.<sup>35</sup> Runt 60 procent av låntagarna skulle få en belåningsgrad på över 100 procent. Det kan innebära att bankerna kräver högre räntor eller amorteringar. Aktiepriserna faller med 26 procent initialt, men återhämtar sig sedan. Fram till 2020 har aktiepriserna fallit med 19 procent. Minskningen innebär att värdet på de egna finansiella tillgångarna<sup>36</sup> minskar från 5 300 miljarder kronor till 4 700 miljarder kronor 2020. Det kan jämföras med att hushållens skulder<sup>37</sup> var 4 100 miljarder kronor 2017. Sammantaget nästan halveras hushållens nettotillgångar<sup>38</sup> fram till 2020 som en följd av ESRB:s stressscenario.

## ICKE-FINANSIELLA FÖRETAG OCH FINANSIELL STABILITET

De icke-finansiella företagen spelar en central roll för den makroekonomiska utvecklingen. För att kunna genomföra investeringar är företagen beroende av finansiering. Om det uppstår störningar i kreditförsörjningen kan företagens investeringar minska och konjunkturen försämraras. Företagens skulder kan samtidigt orsaka förluster för de banker och andra finansiella företag som har lånat ut pengar om företagen får problem att betala räntor och amorteringar. De icke-finansiella företagen kan därför påverka den finansiella stabiliteten. De icke-finansiella företagen består av olika sektorer. Hur sektorerna påverkar makroekonomin och den finansiella stabiliteten beror bland annat på deras storlek, grad av kapitalintensitet, stabilitet i kassaflödet, konjunkturberoende och hur sammankopplad sektorn är med det finansiella systemet. För att kunna bedöma hur stora potentiella stabilitets- eller makrorisker som kan uppstå via icke-finansiella företag är det viktigt för FI att i sårbarhetsanalysen belysa viktiga enskilda sektorer, utöver de icke-finansiella företagen som helhet.

34 Det antas att den disponibla inkomsten faller med 13 procent, som nominell BNP.

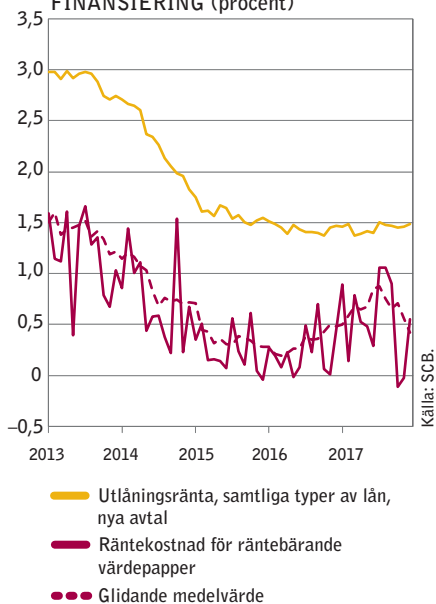
35 Beräkningar baserad på FI:s rapport Den svenska bolånemarknaden 2018.

36 De egna finansiella tillgångarna definieras här som aktier, fonder, obligationer, inlåning samt sedlar och mynt. I definitionen exkluderas därmed bostadsrättsandelar, privata försäkringar, tjänstepensioner, premiepensioner, periodiseringar samt övrigt finansiellt sparande från de finansiella tillgångarna.

37 Exklusive periodiseringar och övriga skulder.

38 Definierad som de egna finansiella tillgångarna plus reala tillgångar minus lån. Det antas i beräkningarna att hushållens lån är oförändrade fram till 2020.

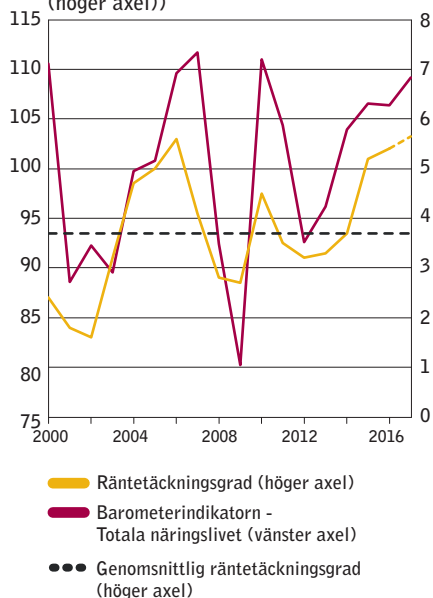
## 52. FINANSIERINGSKOSTNAD, BANKLÅN OCH MARKNADSFINANSIERING (procent)



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

Källa: SCB.

## 53. FÖRETAGENS RÄNTETÄCKNINGSGRAD UPP PÅ LIKANDE NIVÅER SOM INNAN FINANSKRISEN (index (vänster axel) och kvot (höger axel))



Anm. Räntetäckningsgraden avser hur mycket företagets löpande intäkter täcker deras räntekostnader. Data sträcker sig t.o.m. 2016 och 2017 är en uppskattning.

Källor: KI och SCB.

### Företagen har god avkastning men stigande skulder

Företagen påverkas starkt av konjunkturen. Det gäller både intjäning och skulder. Konjunkturinstitutets (KI:s) företagsindikator visar på ett starkare läge än normalt. I genomsnitt har företagen god lönsamhet och efterfrågan på deras varor och tjänster är hög. En lång period av stark svensk konjunktur med låga räntor har bidragit till att företagen har ökat sina investeringar och avkastningar. Mot den bakgrunden har företagen också ökat sina skulder. Bankernas utlåning till icke-finansiella företag ökade med 6 procent det första kvartalet 2018, jämfört med motsvarande kvartal året innan.

Men det är inte bara traditionella banklån som ökar. De icke-finansiella företagens skulder genom räntebärande värdepapper steg i genomsnitt med ungefär 15 procent i årstakt under 2017 och fortsatte växa i samma takt under inledningen av 2018. Denna finansieringsform har vuxit kraftigt och utgör nu ungefär en tredjedel av de icke-finansiella företagens totala upplåning.<sup>39</sup> En orsak till ökningen är att efterfrågan på företagsobligationer har ökat. En bidragande förklaring till den höga efterfrågan är att investerare har sökt sig till tillgångar med högre avkastning till följd av det låga ränteläget. Det har medfört att fler börsnoterade företag har minskat andelen traditionell bankfinansiering i syfte att bli mer attraktiva på kapitalmarknaden och öka efterfrågan på deras obligationer. Företagen har därmed kunnat låna på kapitalmarknaden som är billigare än banklån (se diagram 52).

Generellt upplever företag att de har fortsatt god tillgång till finansiering. Däremot har situationen försämrats något för byggsektorn. Vart femte byggföretag upplevde under inledningen av 2018 att det var svårare än normalt att finansiera sin verksamhet.<sup>40</sup>

Trots att företagens skulder har ökat har det rådande ekonomiska läge bidragit till att förbättra deras genomsnittliga räntetäckningsgrad (se diagram 53). Räntetäckningsgraden indikerar att företagets löpande intäkter är 5,6 gånger större än deras räntekostnader på lånat kapital. Det innebär att i genomsnitt klarar företagen av att täcka kostnaderna för sina samlade räntebärande skulder i högre utsträckning än tidigare. Även om räntetäckningsgraden för icke-finansiella företag är god, så finns det skillnader mellan sektorer. Många sektorer är räntekänsliga. Det innebär att företag kan drabbas hårt om räntorna stiger.

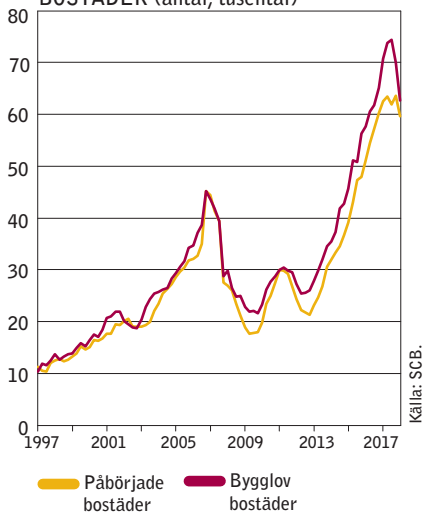
### DÄMPAD AKTIVITET BLAND BOSTADSUTVECKLARE

Bostadsutvecklare är en konjunktürkänslig och kapitalintensiv sektor. Men dessa företag har däremot inte lika stora skulder som andra företag inom fastighetssektorn. En god konjunktur i kombination med hög efterfrågan på bostäder har under en längre period bidragit till en gynnsam utveckling för bostadsutvecklare. Utvecklingen har även gjort det attraktivt för nya aktörer att etablera sig på marknaden. Det har lett till att antalet bostadsutvecklare har ökat kraftigt och att bostadsbyggandet har ökat snabbt de senaste åren. Under 2017 påbörjades drygt 60 000 bostadsprojekt (se diagram 54).

<sup>39</sup> Total upplåning avser upplåning från svenska monetära finansiella institut och marknadsfinansiering (certifikat och obligationer) genom kapitalmarknaden.

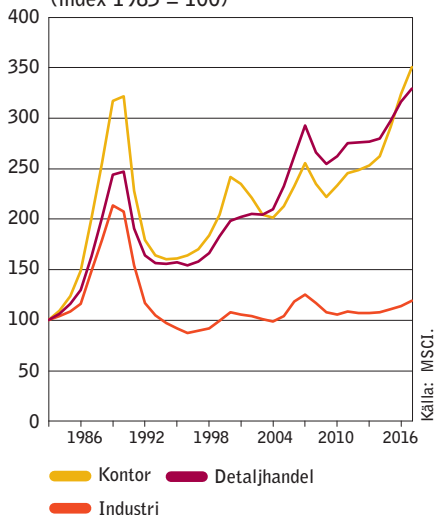
<sup>40</sup> Konjunkturbarometern februari 2018

#### 54. BYGGLOV OCH PÅBÖRJJADE BOSTÄDER (antal, tusental)



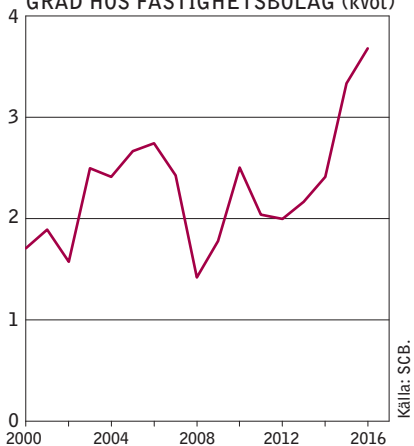
Anm. Glidande summa fyra kvartal.

#### 55. STIGANDE OCH HÖGA PRISER PÅ KOMMERIELLA FASTIGHETER (index 1983 = 100)



Anm. Utdrag av tre segment på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. Nominella priser.

#### 56. STIGANDE RÄNTETÄCKNINGSGRAD HOS FASTIGHETSBLAG (kvot)



Anm. Räntetäckningsgraden avser hur mycket företagets löpande intäkter täcker deras räntekostnader.

Den senaste tidens osäkerhet och lägre priser på bostadsmarknaden har bidragit till att dämpa hushållens efterfrågan på nyproducerade bostadsrätter. Bostadsutvecklare sålde färre bostäder under andra halvan av 2017 än motsvarande period året innan. Även under inledningen av 2018 var försäljningen av nyproducerade bostäder svag. Andelen sålda bostäder under produktion har också minskat. Det har fått vissa bostadsutvecklare att anpassa sin strategi.<sup>41</sup>

Samtidigt sjönk antalet bygglöv för nyproduktion av bostäder under andra halvan av 2017 (se diagram 54). Under inledningen av 2018 fortsatte antalet bygglöv sjunka något. Det kan indikera att antalet påbörjade bostadsprojekt också kommer att dämpas framöver. Den svårare marknadssituationen kan påverka bostadsutvecklarens verksamhet och finansiella situation. Flera bostadsutvecklare är små och många har begränsade skulder, eftersom de har flyttat över risken med pågående bostadsprojekt till slutkonsumenterna, det vill säga hushållen. Det innebär att hushåll bär en större del av risken.

De större aktörerna på bostadsmarknaden har också påverkats av en svagare försäljning. De har däremot en större och mer robust balansräkning och bredare verksamhet. De kan därför på ett bättre sätt hantera svängningarna på marknaden. Det kan finnas bostadsutvecklare som kan få problem, men de bedöms inte enskilt kunna påverka bankerna eller utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten.

### STABIL KOMMERIELL FASTIGHETSMARKNAD

Den kommersiella fastighetssektorn har historiskt haft en betydande roll i större finansiella kriser. Det är en kapitalintensiv sektor, som bankerna har stora exponeringar mot. I nuläget är den svenska kommersiella fastighetssektorn stabil.<sup>42</sup> En stark konjunktur med ökad sysselsättning och låga räntor har bidragit till stor efterfrågan på fastigheter i attraktiva lägen. Den stora efterfrågan och det relativt låga utbudet har lett till låga vakansgrader, stigande hyror och höga priser.

De senaste åren har de kommersiella fastighetspriserna i riket stigit snabbt (se diagram 55). Hyror och priser har stigit mest på kontorsfastigheter och särskilt i centrala Stockholm. Den kommersiella fastighetsmarknaden är konjunkturkänslig och förutsättningarna för fortsatt hyrestillväxt och låga vakansgrader kan förändras snabbt.

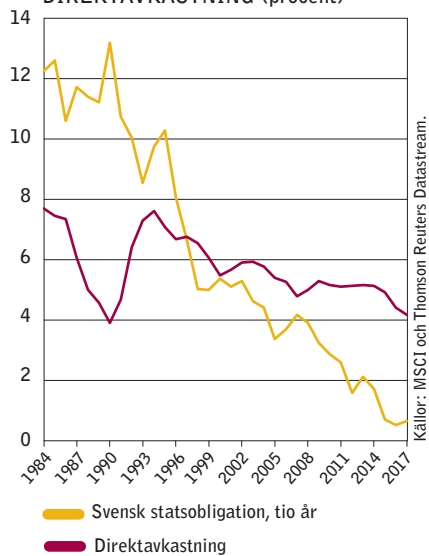
Fastighetsbolagen har en god intjäning och avkastningen på eget kapital är på ungefär samma höga nivåer som innan finanskrisen. Bolagens skulder är visserligen höga, men de har i genomsnitt ökat sin soliditet och minskat sin skuldsättningsgrad eftersom deras egna kapital har ökat.<sup>43</sup> Samtidigt har fastighetsbolagens genomsnittliga räntetäckningsgrad ökat och ligger nu på en historiskt hög nivå (se diagram 56). Den

41 Strategiförändringar kan bland annat innebära prissänkningar, ändrad finansieringsmodell, ombildningar, intensivare marknadsföring eller att mindre bostäder slås ihop till större.

42 Kommersiella fastighetssektorn avser företag som äger fastigheter för ett kommersiellt syfte. Kommersiella fastigheter inrymmer bland annat kontor, butiker, hotell, restauranger, hyresrättsfastigheter samt lokaler för logistik, lager- och industri.

43 Soliditeten mäter hur stor del av företagets tillgångar som är finansierade med eget kapital och skuldsättningsgraden mäter hur stora skulderna är i förhållande till eget kapital.

### 57. HÖG RISKPREMIE TROTS LÅG DIREKTAVKASTNING (procent)



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

hög räntetäckningsgraden är ett resultat av låga räntor som inneburit låga finansieringskostnader. Företagen har också ökat sina finansiella intäkter.<sup>44</sup>

Men fastighetsbolagen är räntekänsliga. En tillsynes hög räntetäckningsgrad på 3,7 beror till stor del på de låga räntorna. I ett scenario med kraftigt stigande räntor kan situationen snabbt förändras. Det kan innebära att företagens löpande intäkter inte längre täcker deras finansieringskostnader. Det skulle kunna resultera i kreditförluster för bankerna och därmed påverka den finansiella stabiliteten.

#### Hög riskpremie på kommersiella fastigheter

Direktavkastningskraven<sup>45</sup> på kommersiella fastigheter är för tillfället låga och sjönk ytterligare under 2017 (se diagram 57). Låg direktavkastning<sup>46</sup> och snabbt stigande priser har historiskt varit en indikator för framtida prisfall. Marknaden kan därmed befinna sig i en period då obalanser byggs upp.

Investerares direktavkastningskrav påverkas av den riskfria räntan. En anledning till den låga direktavkastningen är att den riskfria räntan är låg. Skillnaden mellan direktavkastning och riskfri ränta kan ses som den riskpremie som investerare vill ha för att investera i fastigheter. För närvarande är riskpremien hög i en historisk jämförelse. Det kan indikera att investerare till viss del har tagit höjd för att ekonomiska förutsättningar snabbt kan förändras. Den höga riskpremien har även inneburit att fler aktörer i sin jakt på avkastning har ökat investeringarna och sin andel av långsiktigt sparande i fastigheter.

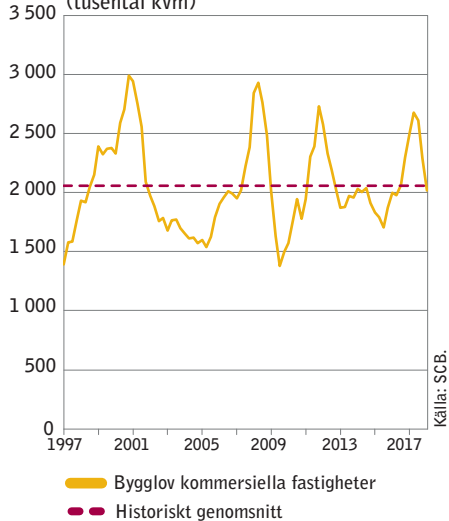
Transaktionsvolymen sjönk under 2017 jämfört med rekordvolymen 2016. Under inledningen av 2018 fortsatte transaktionsvolymen att sjunka något jämfört med inledningen av 2017. Men aktiviteten är fortsatt hög och var på ungefär samma nivå som under 2014 och 2015. Intresset från utländska aktörer är fortsatt starkt. De utgjorde ungefär 25 procent av transaktionsvolymen 2017. Denna utveckling återspeglar främst en stor efterfrågan på kontors- och bostadsfastigheter i attraktiva lägen. Däremot har investerare blivit mer försiktiga när det gäller att köpa fastigheter utanför storstadsområdena. Det gäller främst detaljhandelsfastigheter, där avkastningskraven är relativt höga. Samtidigt upplever detaljhandeln en ökad konkurrens från e-handeln, som begränsar möjligheterna för hyrestillväxt på detaljhandelsfastigheter.

Byggnad av kommersiella fastigheter har inte ökat i samma utsträckning som bostadsfastigheter. Antalet beviljade bygglov steg i början av 2017, men har därefter gått ner till sitt historiska genomsnitt under första kvartalet 2018 (se diagram 58). Enligt fastighets- och byggföretagen kommer en något högre volym kontorsyta i nyproducerade fastigheter i storstäderna att färdigställas under 2018 och 2019.

#### Ökad utlåning i en kapitalintensiv sektor

Kommersiella fastighetsbolag behöver i allmänhet låna för att finansiera sin verksamhet. De har generellt högre skulder än andra icke-finansiella företag. De börsnoterade kommersiella fastighetsbolagens skulder i rela-

### 58. BEVILJADE BYGGLOV FÖR KOMMERSIELLA FASTIGHETER (tusental kvm)

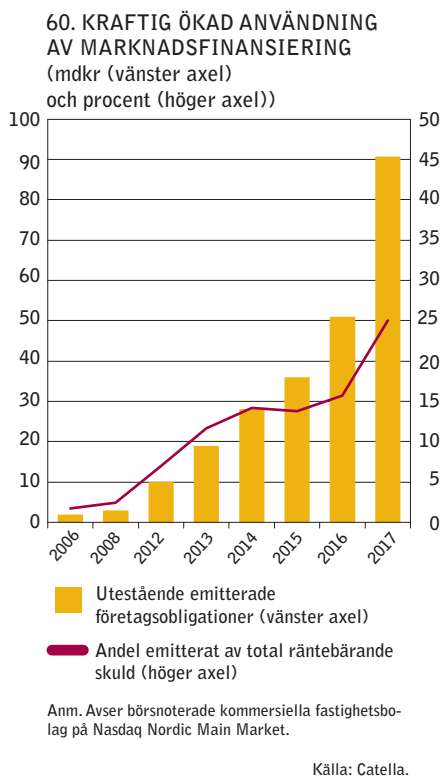
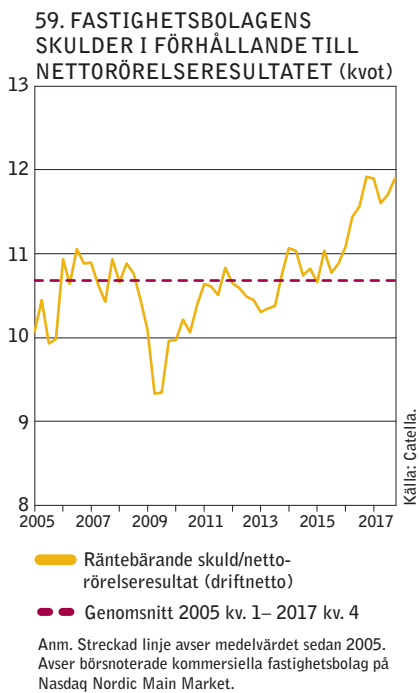


Anm. Bygglov, bruttoarea tusental kvm. Glidande summa fyra kvartal.

44 Finansiella intäkter avser intäkter från andelar, placeringar och räntor.

45 Direktavkastningskrav avser här det lägsta krav en investerare har på direktavkastningsnivån för en fastighet.

46 Direktavkastning avser alla fastighetstyper i hela Sverige och definieras som hyresintäkter minus drift- och underhållningskostnader genom fastighetsvärdet i början av året inklusive kapitalutgifter.



tion till driftnettot har stigit de senaste två åren och ligger på höga nivåer (se diagram 59). De stora skulderna hos fastighetsbolagen innebär att de är mer räntekänsliga nu än tidigare. De svenska bankerna har en betydande utlåning och därmed exponering mot den kommersiella fastighetsmarknaden. Men de kommersiella fastighetsbolagens användning av banklån har minskat den senaste tiden. I stället har finansiering genom obligationer och certifikat blivit allt vanligare. För 2017 uppgick de börsnoterade kommersiella fastighetsbolagens emissionsvolym till ungefär 90,7 miljarder kronor (se diagram 60).<sup>47</sup> Det är en ökning med 79 procent jämfört med 2016. Obligationerna har ofta en löptid på tre till fem år. Den senaste tidens volymökning innebär att en stor andel befintliga obligationer förfaller under 2018 och 2019. Det innebär en refinansieringsrisk för sektorn.

Trots att skulderna har ökat har den genomsnittliga belåningsgraden hos börsnoterade kommersiella fastighetsbolag sjunkit. De är nu relativt låga sett ur ett historiskt perspektiv. Anledningen är att marknadsvärdena på fastigheterna har ökat snabbt. Om förutsättningarna förändras och fastighetspriserna faller kan belåningsgraderna snabbt komma att stiga.

### KOMMERSIELLA FASTIGHETSBOLAG ÄR MER RÄNTEKÄNSLIGA

Överlag har priserna på kommersiella fastigheter stigit snabbt och är höga sett i ett historiskt perspektiv. Men den kommersiella fastighetssektorn är heterogen och inkluderar flera olika fastighetstyper. Medan marknaden för kontorsfastigheter går starkt, har efterfrågan för detaljhandelsfastigheter, främst utanför storstadsområdena, dämpats.

De ekonomiska förutsättningarna för den kommersiella fastighetsmarknaden är gynnsamma och de kommersiella fastighetsbolagens intjäning och betalningsförmåga är god. Men deras kassaflöden är volatila och det finns en refinansieringsrisk. Därtill innebär stora skulder i kombination med relativt kort räntebindningstid att bolagen är känsliga för stigande räntor. Förutsättningarna för de kommersiella fastighetsbolagen kan snabbt förändras och negativa utfall kan sprida sig till stora delar av det finansiella systemet. De kommersiella fastighetsbolagen kan komma att pressas hårt av en kombination av fallande hyresintäkter, minskad tillgång till kapital och högre räntekostnader. Sådana problem kan sprida sig till det finansiella systemet. Bolagen kan då få svårt att uppfylla sina åtaganden och orsaka kreditförluster för kreditgivarna. Det kan leda till en mer restriktiv utlåning, även till andra sektorer, och påverka den makroekonomiska utvecklingen.

Sammantaget bedömer FI att det finns risker på den kommersiella fastighetsmarknaden och kommer därför att fortsätta bevaka utvecklingen.

<sup>47</sup> Avser kommersiella fastighetsbolag på Nasdaq Nordic Main Market. Finns även mindre publika fastighetsbolag på andra marknadsplatser som också har emitterat obligationer.



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

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