

Finansiell stabilitet

2022:2



Riksbankens rapport Finansiell stabilitet

Riksbankens rapport Finansiell stabilitet publiceras två gånger om året. I rapporten presenterar Riksbanken sin samlade bedömning av riskerna i och hoten mot det finansiella systemet och värderar systemets motståndskraft mot dessa. Arbetet med stabilitetsanalysen är därmed direkt kopplat till Riksbankens uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Genom att offentliggöra resultaten av sin analys vill Riksbanken uppmärksamma och varna för risker och händelser som kan innebära hot mot det finansiella systemet, samt bidra till debatten i ämnet.

Riksbankens direktion har behandlat rapporten vid två tillfällen – den 26 oktober och den 8 november 2022. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 1 november 2022, men inkluderar även de senaste räntebesluten från Federal Reserve samt Bank of England.

Riksbanken och finansiell stabilitet

En förutsättning för att ekonomin ska fungera och växa är att det finansiella systemet är stabilt och fungerar väl.¹ Men systemet är känsligt eftersom dess centrala delar är sårbara. Exempelvis finansierar bankerna sin verksamhet på kort löptid men lånar ut på längre löptider, vilket gör dem beroende av allmänhetens och marknadens förtroende. Om detta går förlorat kan allvarliga problem snabbt uppstå. Aktörerna i det finansiella systemet är dessutom sammanlänkade med varandra. Handeln mellan banker och andra marknadsaktörer är till exempel omfattande. Därtill har exempelvis banker likartad verksamhet. Problem som uppstår hos en aktör, på en marknad eller i ett system, kan därför snabbt sprida sig i systemet, såväl direkt som via farhågor om att liknande aktörer också ska ha problem.

En kris i det finansiella systemet riskerar att leda till omfattande ekonomiska och sociala kostnader. Det finansiella systemets betydelse i kombination med dess sårbarhet gör att staten har ett särskilt intresse av att förebygga hot mot den finansiella stabiliteten. Banker och andra marknadsaktörer har nämligen inte själva incitament att fullt ut ta hänsyn till de stabilitetsrisker som de kan ge upphov till. Om en kris inträffar kan staten också behöva ingripa. Samtidigt bör detta ske till en så låg kostnad som möjligt.

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.² Detta innebär att Riksbanken har ett ansvar för att främja finansiell stabilitet. Riksbanken har definierat detta som att det finansiella systemet ska kunna förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och hantera risker. Dessutom ska systemet ha motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner.

Riksbanken kan ge likviditetsstöd till enskilda institut om det skulle uppstå problem som hotar den finansiella stabiliteten. Det innebär att Riksbanken behöver ha en god beredskap i form av en välfungerande krisorganisation med bra informationskanaler och analysverktyg samt ett väl utvecklat samarbete med andra myndigheter.

Därför analyserar Riksbanken löpande stabiliteten i det finansiella systemet för att tidigt upptäcka och påtala förändringar och sårbarheter som kan försämra systemets sätt att fungera.³ I vissa fall rekommenderar Riksbanken specifika åtgärder för att motverka risker och öka motståndskraften. Rekommendationerna kan riktas såväl till banker och andra marknadsaktörer som till lagstiftare och andra myndigheter.

Riksbanken delar ansvaret för att främja finansiell stabilitet med Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksgälden. Samspelet mellan myndigheterna är viktigt både i det förebyggande arbetet och vid en eventuell krishantering. Detta gäller även internationellt eftersom de finansiella företagen ofta är gränsöverskridande.

¹ Det finansiella systemet avser banker och andra finansiella aktörer, samt finansiella marknader och den infrastruktur i form av tekniska system som krävs för att göra betalningar och utbyta värdepapper. Till systemet räknas även det finansiella regelverket i form av lagstiftning, regleringar och andra normer.

² Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

³ I fokus för analysen står de fem storbankerna i Sverige, Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank, samt de marknader och den infrastruktur som är viktiga för deras finansiering och riskhantering.

Innehållsförteckning

1	Sammanfattande stabilitetsbedömning	6
2	Sårbarheter och risker i det finansiella systemet	14
2.1	Omvärlden	15
2.2	Företagssektorn	23
2.3	Hushållssektorn	31
2.4	Banksystemet	40
2.5	Andra finansiella aktörer	51
2.6	Den finansiella infrastrukturen	56
	FÖRDJUPNING – Den finansiella sektorns sammanlänkning med den kommersiella fastighetssektorn	60
	Ordlista	69

I KORTHET – Riksbankens stabilitetsbedömning



Såväl det svenska som det globala finansiella systemet står inför betydande utmaningar. Rysslands invasion av Ukraina har skapat allvarliga störningar på energimarknaden i Europa, och elpriserna är mycket volatila och periodvis på väldigt höga nivåer. Inflationen är hög och centralbankerna har därför stramat åt penningpolitiken snabbt. I flera länder har de finansiella förhållandena stramats åt väsentligt. Kombinationen av hög inflation och högre räntor har bidragit till att tillväxtutsikterna i omvärlden har försämrats.



Riskerna för den finansiella stabiliteten i Sverige har ökat. Efter många år med låg inflation och mycket låga räntor, stigande tillgångspriser och allt högre skuldsättning är det osäkert hur ekonomins aktörer kan hantera en snabb uppgång i inflation och räntor. Detta gäller inte minst i ljuset av de sårbarheter som under lång tid har byggts upp i det svenska finansiella systemet. Det handlar i första hand om bankernas exponering mot de högt skuldsatta kommersiella fastighetsföretagen, men även om den höga skuldsättningen bland hushållen.



Utvecklingen innebär en ökad risk för att de svenska storbankerna ska drabbas av stora kreditförluster. För att de ska kunna hantera eventuella förluster och ha fortsatt goda möjligheter att förse ekonomin med krediter är det viktigt att motståndskraften i banksektorn är god. Riksbanken anser att bankerna bör vara återhållsamma med stora utdelningar och aktieåterköp för att möjliggöra ett större finansiellt handlingsutrymme.



Det nuvarande ekonomiska och geopolitiska läget innebär att både svenska och utländska stabilitetsvårdande myndigheter måste vara vaksamma på utvecklingen och stå redo att vidta åtgärder, om situationen skulle kräva det. Riksbanken har till exempel möjlighet att tillhandahålla likviditet vid behov. Det är dock viktigt att marknadsaktörer inser att de inte alltid kan räkna med stödåtgärder, då det inte är Riksbankens uppgift att underlätta för enskilda aktörer som har tagit för stora risker.



Riksbanken anser att de makrotillsynsåtgärder som Finansinspektionen har infört bör behållas. Även om de ekonomiska utsikterna har försämrats är det dessutom viktigt att vidta de strukturella åtgärder som krävs för att skapa en långsiktigt hållbar skuldutveckling och en bättre fungerande bostadsmarknad.



Cyberhotet har ökat under senare tid och det är därför viktigt att skyndsamt stärka förmågan att förebygga, upptäcka och hantera cyberhot. Riksbanken konstaterar att arbetet går framåt, men ambitionen och takten bör höjas. Riksbanken anser även att de svenska bankerna redan nu bör redovisa sina exponeringar mot klimatrisker enligt Task Force on Climate-related Financial Disclosures rekommendationer.



Företagsobligationsmarknaden behöver bli mer robust, transparent och likvid. Riksbanken uppmanar även marknadsaktörer att använda fullt ut transaktionsbaserade referensräntor, som Swestr, i finansiella kontrakt för att inte ligga efter omvärlden i användningen av sådana räntor. För att främja en sådan övergång har Riksbanken inrättat ett forum för marknadens aktörer.

1 Sammanfattande stabilitetsbedömning

Rysslands invasion av Ukraina, hög inflation och stigande räntor leder till försämrade tillväxtutsikter

Världsekonomin präglas för närvarande av att inflationen har stigit till nivåer som inte setts på decennier. Flera faktorer har bidragit till detta. Under pandemin uppstod globala obalanser mellan utbud och efterfrågan vilket ledde till att priserna på flera viktiga rå- och insatsvaror steg kraftigt.⁴ Därtill har Rysslands invasion av Ukraina drivit upp priserna än mer på exempelvis livsmedel och skapat allvarliga störningar på energimarknaden i Europa, vilket fått elpriserna att periodvis stiga till mycket höga nivåer.

För att motverka den höga inflationen har många centralbanker stramat åt penningpolitiken snabbt och kommunicerat att fortsatta åtstramningar är nödvändiga. Om penningpolitiken inte agerar för att få ner inflationen nu riskerar denna att bita sig fast och tvinga centralbankerna till ännu större räntehöjningar längre fram. Parallellt med att styrräntorna höjts har priser på olika reala och finansiella tillgångar fallit, renteskillnader mellan mer riskfyllda tillgångar och statsobligationer ökat och volatiliteten på flera marknader stigit. De internationella finansiella förhållandena har således blivit väsentligt stramare under året.

Kombinationen av hög inflation och högre räntor har bidragit till att tillväxtutsikterna i omvärlden försämrats tydligt. I Kina påverkas den ekonomiska utvecklingen av nolltoleransstrategin mot covid-19, och tillväxten har bromsat in under de senaste kvartalen. Flera fastighetsföretag i landet har också haft betydande finansiella problem och osäkerheten i sektorn är stor.

Riskerna för den finansiella stabiliteten har ökat

Att inflationen är hög och räntorna fortsätter att stiga, samtidigt som tillväxtutsikterna försämrats, innebär utmaningar för stabiliteten i det globala finansiella systemet. Det råder en stor osäkerhet kring hur mycket centralbankerna behöver höja styrräntorna för att tämja den höga inflationen. Efter många år med låg inflation och mycket låga räntor, stigande tillgångspriser och allt högre skuldsättning är det också osäkert hur ekonomins aktörer kan hantera en snabb uppgång i inflation och räntor. Till exempel ökar risken för att hushåll och företag inte kan betala på sina lån. Stigande räntor kan även medföra problem i länder med höga statsskulder. Dessutom har räntehöjningarna från den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, medfört att den amerikanska dollarn stärkts kraftigt mot andra valutor, vilket medför problem för utvecklingsekonomier med stora lån i dollar eftersom deras skulder i inhemsk valuta då växer.

⁴ Se *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

I Sverige har det över tid byggts upp stora sårbarheter i det finansiella systemet, vilket kan leda till problem för den finansiella stabiliteten. Det handlar i första hand om bankernas exponering mot de högt skuldsatta kommersiella fastighetsföretagen men även om den höga skuldsättningen bland hushållen. Påfrestningarna på många aktörer är därtill tydliga och riskerna för den finansiella stabiliteten har ökat. Hushåll och företag påverkas kraftigt av det högre kostnadsläget, inte minst av de höga elpriserna. Bostadspriserna fortsätter att falla. Det har också blivit påtagligt dyrare för fastighetsföretagen att emittera nya obligationer och certifikat.

Fastighetsföretag och hushåll pressas från flera olika håll

Bankernas utlåning till icke-finansiella företag har ökat kraftigt det senaste året. Fastighetsföretagen står för en betydande andel av bankernas utlåning till företagssektorn, och deras lån har under de senaste åren vuxit snabbt. Det har gjort dem allt mer räntekänsliga. På senare år har även fastighetsföretagens upplåning via kapitalmarknaden ökat betydligt. Sämre tillgång till marknadsfinansiering och högre finansieringskostnader kan, i kombination med en svagare konjunktur och dämpade hyresintäkter, leda till ett kraftigt fall i fastighetspriserna. Detta kan få stora konsekvenser för både enskilda fastighetsföretag och långivare, och i förlängningen för den finansiella stabiliteten. Riksbanken har under lång tid uppmärksammat de stabilitetsrisker som är förknippade med den kommersiella fastighetssektorn.

Riksbanken har också länge påtalat att hushållens höga skuldsättning gör svensk ekonomi sårbar. Högre levnadskostnader till följd av breda prisuppgångar och högre räntor tvingar många låntagare till betydande anpassningar. De allra flesta bolånetagare bedöms kunna fullfölja sina skuldbetalningar, men vissa hushåll kan få svårt att betala på sina lån.⁵ Det gäller särskilt hushåll med konsumtionslån eftersom de överlag har sämre betalningsförmåga än bolånetagare, vilket i sin tur kan leda till ökade kreditförluster, i synnerhet för konsumtionskreditföretag. Det finns en risk att hushållen minskar sin konsumtion i en sådan omfattning att lönsamheten i företagssektorn börjar svikta. Detta kan medföra en stor ökning i antalet konkurser och därmed öka bankernas kreditförluster på företagsutlåningen. Ett stort problem är att det saknas aktuella mikrodata över hushållens tillgångar, skulder, sparande och konsumtion. Det gör det svårt att bedöma hur hushållen kan komma att anpassa sin konsumtion och sitt sparande till de nya förutsättningarna. Det är angeläget att utredningen om statistik över hushållens tillgångar och skulder, som nyligen överlämnats till regeringen, leder till att bristen på data åtgärdas.⁶

Myndigheter behöver vara vaksamma på utvecklingen

De ekonomisk-politiska ramverk som infördes efter 1990-talskrisen samt förstärkningarna av de finansiella regelverken som skedde efter den globala finanskrisen 2008-2009 bidrar till att svensk ekonomi i flera avseenden har relativt goda förutsättningar

⁵ Här antas samma ränteutveckling under kommande år som i den penningpolitiska rapporten i september.

⁶ Se *En ny statistik över hushållens tillgångar och skulder*, oktober 2022, SOU 2022:51.

att klara av påfrestningar. Det nuvarande ekonomiska och geopolitiska läget, i kombination med de sårbarheter som byggts upp i det svenska finansiella systemet, innebär dock att utmaningarna framöver kan komma att bli betydande. Det är svårt att förutse var och när problem i det finansiella systemet kan dyka upp. Erfarenheter från Storbritannien, där ett ofinansierat budgetförslag i oktober ledde till turbulens på landets finansmarknader, visar att den finansiella stabiliteten snabbt kan påverkas negativt.

Stabilitetsvårdande myndigheter, såväl i Sverige som i omvärlden, måste därför vara mycket vaksamma på utvecklingen och stå redo att vidta åtgärder, om situationen skulle kräva det. Det är dock viktigt att marknadsaktörer inser att de inte alltid kan räkna med stödåtgärder. De exceptionella åtgärder som sattes in av centralbankerna under pandemin syftade till att i en mycket speciell situation undvika en finanskris, inte till att stötta enskilda branscher eller aktörer. Situationen idag är annorlunda. Även om Riksbanken till exempel har möjlighet att vid behov tillhandahålla likviditet, är Riksbankens uppgift inte att underlätta för enskilda aktörer som har tagit för stora risker.

Viktigt med god motståndskraft i banksektorn

Den ekonomiska utvecklingen innebär en ökad risk för att de svenska storbankerna ska drabbas av stora kreditförluster. För att de ska kunna hantera eventuella förluster och ha fortsatt goda möjligheter att förse ekonomin med krediter även i ett stressat läge är det viktigt att motståndskraften i banksektorn är god. Detta gäller inte minst eftersom det svenska banksystemet är stort, sammanlänkat, koncentrerat, och i hög grad beroende av förtroende från insättare och investerare samt av välfungerande internationella kapitalmarknader.

Riksbankens nya stresstester av bankernas exponeringar mot svenska icke-finansiella företag indikerar att kreditförlusterna på företagsutlåningen i ett allvarligt scenario skulle kunna bli betydande.⁷ De svenska storbankernas kapitalsituation och förväntade rörelseresultat bidrar dock till att de bedöms kunna hantera förlusterna i scenariot. Stresstestet täcker dock inte bankernas totala låneportföljer, och kreditförlusterna kan bli större än vad som framgår av resultaten. I ett läge där den makroekonomiska utvecklingen försämras i linje med scenariot i stresstestet är det möjligt att bankernas förmåga att ge ut nya krediter försämras.

Eftersom riskerna i det svenska finansiella systemet är stora anser Riksbanken att bankerna bör vara återhållsamma med stora utdelningar och aktieåterköp för att möjliggöra ett större finansiellt handlingsutrymme. Riksbanken anser därtill att det är angeläget att Finansinspektionen fortsätter att höja det kontracykliska buffertvärdet från 2 till 2,5 procent. Detta bör ske så snart som möjligt i och med att det tar 12 månader

⁷ Scenariot motsvarar en utveckling som är betydligt värre än Riksbankens prognos i *Penningpolitisk rapport* från september 2022.

innan beslutet kan implementeras. Eftersom bankerna för närvarande har god marginal ner till kapitalkraven, bedöms en höjning av den kontracykliska kapitalbufferten inte påverka bankernas möjligheter att ge ut nya krediter.

Det är även viktigt att minska risken för störningar och öka motståndskraften i banksystemet i EU. I oktober 2021 presenterade EU-kommissionen ett förslag på hur de sista delarna av Basel III ska implementeras i EU ("Bankpaketet 2021") vilket nu är utgångspunkten för förhandlingar i EU-parlamentet och rådet.⁸ Riksbanken förordar att man inom EU implementerar Basel III fullt ut, i tid och på ett konsekvent sätt. Harmoniserade globala regleringar gynnar samhällsekonomin och den finansiella stabiliteten i de berörda länderna.

Strukturella åtgärder krävs för att hantera riskerna med hushållens skuldsättning

För att förbättra bostadsmarknadens funktionssätt och hantera riskerna med hushållens skuldsättning krävs det breda reformer inom bostads- och skattepolitiken, exempelvis en översyn av ränteavdragen, fastighetsskatten och regelverket kring nyproduktion av bostäder. Om sådana reformer hade genomförts tidigare hade det kunnat bidra till att bromsa skulduppbyggnaden och minska riskerna i det finansiella systemet. Nu kvarstår i stället behovet av reformer. Även om de ekonomiska utsikterna har försämrats är det viktigt att vidta de strukturella åtgärder som krävs för att skapa en långsiktigt hållbar skuldutveckling och en bättre fungerande bostadsmarknad.

Frånvaron av reformer har bidragit till att det funnits ett behov av att vidta makrotillsynsåtgärder. De åtgärder som Finansinspektionen vidtagit, såsom amorteringskraven och bolånetaket, har bidragit till att hushåll amorterat mer och tagit mindre lån än vad som annars hade varit fallet. Allt annat lika innebär detta att deras räntekänslighet minskat.⁹ Riksbanken anser att dessa åtgärder bör behållas, och att de inte bör förändras vid en konjunkturedgång eller allmänt användas för att kompensera hushåll för olika kostnadsökningar. Riksbanken delar också Finansinspektionens bedömning att det vore olämpligt att införa ett generellt undantag i amorteringskraven i nuvarande läge.

Svenska hushåll har överlag korta räntebindingstider på sina bolån. En lägre kostnad för förtidsinlösen skulle ge hushållen större incitament att välja lån med en längre räntebindingstid, och bidra till att hushållssektorn i sin helhet blir mindre räntekänslig. Finansinspektionen inkom under 2022 med en hemställan till regeringen om en förändrad reglering av ränteskillnadsersättningen, och Riksbanken har tillsammans med

⁸ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordning (EU) nr 575/2013 vad gäller krav avseende kreditrisk, kreditvärdighetsjusteringsrisk, operativ risk, marknadsrisk och kapitalgolv, COM/2021/664 final, oktober 2021.

⁹ För en mer omfattande genomgång, se *Låntagarbaserade åtgärder vid hög inflation och stigande räntor*, oktober 2022, Finansinspektionen.

Riksgälden stöttat förslaget.¹⁰ Det är viktigt att den utredning som regeringen nu har tillsatt i frågan verkligen leder fram till en förändring.

Riksbanken anser att ett centralt bostadsrättsregister bör införas, då det skulle göra bostadsrätten till ett säkrare pantobjekt.¹¹ På så sätt skulle bostadsmarknadens funktionalitet och transparens förbättras. Riksbanken stöder även de initiativ som har tagits för att utreda behovet av ett nationellt skuldregister. Ordentligt genomförda kreditprovningar kan förhindra att enskilda individer hamnar i skuldfällor. Det är därför problematiskt att det saknas ett system som visar låntagares alla skulder, eftersom långivare därför baserar kreditprovningen på ett otillräckligt informationsunderlag.

Företagsobligationsmarknaden behöver bli mer robust, transparent och likvid

Många företag, särskilt fastighetsföretag, har under de senaste åren till stor del finansierat sig via kapitalmarknaden (se fördjupningen ”Den finansiella sektorns sammanlänkning med den kommersiella fastighetssektorn”). Svenska och utländska fonder är stora investerare i dessa värdepapper. När finansieringskällorna blir fler kan det bli lättare för det finansiella systemet att hantera eventuella förluster, men det förutsätter också att de aktörer som tillhandahåller kapital har kapacitet att bära förluster. Eftersom många investerare agerar på en global kapitalmarknad behöver arbetet med att stärka motståndskraften bedrivas på internationell nivå och genom internationella standarder, exempelvis vid Bank for International Settlements (BIS) och Financial Stability Board (FSB).

Det är också viktigt att på nationell nivå fortsätta arbetet för att minska sårbarheterna hos svenska företagsobligationsfonder. Det handlar exempelvis om likviditetsrisker i de fonder som i stor utsträckning investerar i relativt illikvida tillgångar. Ett flertal fonder fick stänga tillfälligt för handel i mars 2020, men fondbolagen har inte ökat sina kassor nämnvärt sedan dess och inte heller ändrat uttagsvillkoren. Möjligheterna för fondandelsägarna att göra dagliga uttag från fonderna behöver därför begränsas, så att de bättre motsvarar likviditeten i fondens tillgångar. Fonderna måste dessutom göra det tydligt för andelsägarna att innehaven inte är likvida i alla marknadslägen och att det därmed inte alltid går att göra omedelbara uttag. Riksbanken stöder Finansinspektionens förslag till ändringar i fondlagstiftningen för att underlätta tillgängliggörandet av likviditetsverktyg, göra det möjligt att erbjuda lägre frekvens på uttag än vad som nu är fallet samt tillåta uppsägningstider i svenska fonder.¹²

Riksbanken har länge uppmärksammat att företagsobligationsmarknaden behöver bli mer transparent och likvid. Det är därför viktigt att svenska företag, och de banker som stödjer företagen vid emissionerna, åtar sig att emittera obligationer i enlighet med den svenska benchmarkstandarden.¹³ Emittenterna bör även bidra genom att i

¹⁰ Se *Hemställan om ändring av reglerna om ränteskillnadsersättning*, februari 2022, Finansinspektionen.

¹¹ Se Riksbankens yttrande över remiss om *Ett register för alla bostadsrätter*, oktober 2022.

¹² Se *Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder*, juni 2021, Finansinspektionen.

¹³ Se debattinlägg av E. Thedéen, S. Ingves och H. Lindblad (2022), 28 januari, [Debatt: Dags för en svensk benchmarkstandard för företagsobligationer \(di.se\)](https://di.se/debatt/dags-for-en-svensk-benchmarkstandard-for-foretagsobligationer).

större utsträckning använda kreditbetyg. De brister som präglat företagsobligationsmarknaden understryker även vikten av att emittenterna har andra finansieringsalternativ tillgängliga, inte minst under mer oroliga tider.

Motståndskraften behöver stärkas även i andra delar av det finansiella systemet

Den senaste tidens extrema prisutveckling på de europeiska elmarknaderna har fått implikationer för aktörer som är aktiva på marknaden för elderivat. Aktörerna har, i enlighet med de krav som finns, behövt ställa betydande belopp i säkerhet i samband med att dessa kontrakt clearas i en CCP. Syftet med säkerhetskraven är att skydda CCP:n om aktörerna inte kan fullgöra sina åtaganden enligt derivatkontraktet. De ökade säkerhetskraven ledde till att vissa marknadsaktörer, som inte hade tillräckligt mycket tillgänglig likviditet, riskerade att inte kunna fullgöra sina åtaganden, med potentiellt allvarliga följder för CCP:n och därmed för den finansiella stabiliteten. Riksdagen tog därför i september beslut om en statsgaranti för banklån till elproducenter aktiva vid Nasdaq Clearing. Situationen på elderivatmarknaden har därefter lugnat ned sig och garantin har än så länge inte utnyttjats.

EU-kommissionen har nyligen lagt fram förslag på vissa åtgärder för att underlätta för marknadsaktörer att ställa säkerheter. Riksbanken anser att standardiserade derivatkontrakt bör CCP-clearas i så stor utsträckning som möjligt, att det är viktigt att eventuella åtgärder inte försämrar CCP:ers riskhantering och att marknadsaktörerna tar höjd i sin likviditetsplanering för de exponeringar man utsätter sig för. Givet att Kommissionen föreslår relativt begränsade och temporära åtgärder bedömer Riksbanken att förslagen inte nämnvärt skulle påverka CCP:ers riskhantering negativt.

En referensränta fungerar som ett riktmärke i prissättningen av finansiella kontrakt och utgör därför en viktig byggsten på finansiella marknader. För att stärka förtroendet för referensräntorna anser Riksbanken att dessa bör baseras på faktiska transaktioner, något som numera görs i stora delar av vår omvärld. Riksbanken har därför tagit fram en fullt ut transaktionsbaserad referensränta, Swestr. Sverige ligger dock fortfarande efter omvärlden i användningen av transaktionsbaserade räntor. Under hösten har Riksbanken därför inrättat ett forum för marknadens aktörer för att främja en övergång till fullt ut transaktionsbaserade referensräntor. Svenska Bankföreningen har också startat en arbetsgrupp som ska ta fram rekommendationer om hur och när marknaden kan övergå från den mest kortfristiga Stibor-räntan (Stibor T/N) till Swestr.

På senare tid har också marknaden börjat erbjuda clearade finansiella kontrakt som refererar till Swestr, och ett första avslut genomfördes i oktober.¹⁴ Att det har tagits steg mot en ökad användning av fullt ut transaktionsbaserade referensräntor är positivt, men arbetet behöver fortsätta. En sådan övergång är av betydelse, inte minst

¹⁴ Sedan oktober erbjuder marknaden clearing av kortfristiga ränteswappar (s.k. overnight index swaps, OIS) som refererar till Swestr. Dessa utgör ett alternativ till de kortfristiga ränteswappar som hittills har funnits och som refererar till Stibor (s.k. STINA-swappar).

mot bakgrund av att det på senare tid uppmärksammats att volatiliteten i Stibor ökat efter att metoden för att beräkna denna ränta ändrats.¹⁵

Globala utmaningar kräver samarbete och handlingskraft

Cyberhotet, som redan tidigare bedömdes vara ett av de största hoten mot den finansiella stabiliteten, har ökat i takt med den betydande försämring av det säkerhetspolitiska läget som har skett under 2022. Behovet av att skyndsamt stärka förmågan att förebygga, upptäcka och hantera cyberrisker har därmed ökat ytterligare. Vissa framsteg har förvisso gjorts. Det nationella cybersäkerhetscentret har exempelvis påbörjat en pilotverksamhet för privat och offentlig samverkan i syfte att öka cybersäkerheten i finanssektorn. Utöver detta är det dock viktigt att det nationella cybersäkerhetscentret skyndsamt fortsätter arbetet med att tydliggöra sin egen roll och uppgifter inom finansiell sektor.

Tillsammans med Finansinspektionen och Riksgälden arbetar Riksbanken med att stärka cybersäkerheten inom sektorn. Som en del i detta har det inom ramen för det finansiella stabilitetsrådets arbete tagits fram en gemensam handlingsplan för cybersäkerhet i den finansiella sektorn. Riksbankens arbete med TIBER-SE är också ett viktigt bidrag till de finansiella aktörernas arbete med att stärka sin motståndskraft mot cyberhot. Sammantaget konstaterar Riksbanken att arbetet med cybersäkerhet går framåt. Det försämrade säkerhetspolitiska läget och det ökade behovet av att stärka beredskapen medför dock att ambitionen och takten i arbetet behöver höjas.

I och med att den geopolitiska osäkerheten är hög är det också viktigt att ha en väl fungerande kontantförsörjningskedja. Bankerna behöver ha beredskap att möta en större efterfrågan på kontanter och att hantera störningar i systemet. För att inte riskera att försämma förtroendet för det finansiella systemet är det också viktigt att bankerna har planer för hur de ska ta hand om kunder som i en kris- eller en liknande situation behöver få manuell service.

Behovet av att skyndsamt minska användningen av fossila bränslen har blivit än tydligare under året, dels för att den globala uppvärmningen går fortare än tidigare beräknat, dels för att den ryska invasionen av Ukraina tydliggjort riskerna med att vara beroende av fossila bränslen från länder som kan tänkas minska leveranserna i geopolitiska syften. Den senaste tidens extremväder är också en illustration av de ökade finansiella risker som institut som lånar ut pengar mot fysiska säkerheter i exempelvis fastigheter löper. Finansiella institut behöver därför bidra till den gröna omställningen genom att fördela kapital till verksamheter som bidrar till en hållbar ekonomisk utveckling. Som en del i detta bör instituten väga in risker förknippade med klimatförändringarna i sina analyser samt i sin interna styrning och rapportering för att se till att institutets förmåga att fullgöra sina förpliktelser inte äventyras. Detta förutsätter

¹⁵ Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF) som administrerar och beräknar Stibor har genomfört en reformering av metodologin för att bättre återspegla marknaden och anpassa den till kraven i Benchmarkfordordningen (BMR).

att det finns rättvisande och jämförbar klimatrelaterad information. Det är därför positivt att en global standard för hållbarhetsredovisning nu tas fram, och att det införs krav på ökad transparens i och med en ny EU-reglering.¹⁶ Riksbanken anser att de svenska bankerna redan nu bör redovisa sina exponeringar mot klimatrisker enligt Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) rekommendationer.¹⁷

Marknaden för kryptotillgångar står i dagsläget för en relativt liten risk i det svenska finansiella systemet.¹⁸ Men marknaden har växt fort och det finansiella regleringsarbetet behöver därför påskyndas. EU-förordningen Markets in Crypto Assets (MiCA) är ett steg på vägen och bör därför införas så snart som möjligt.¹⁹ Det är även viktigt med fortsatt internationellt samarbete och koordinering för att skapa en gemensam syn på hur utgivare av kryptotillgångar ska klassificeras och hur riskerna de ger upphov till ska hanteras. Till följd av den rådande energikrisen har EU-kommissionen uppmanat medlemsländer att vidta riktade åtgärder för att minska den elanvändning som är förknippad med utvinningen av kryptotillgångar.²⁰ Riksbanken anser likt Finansinspektionen och Naturvårdsverket att Sverige, i avvaktan på ett eventuellt förbud på EU-nivå, ska motverka en bred etablering av utvinning med "proof of work"-metoden.²¹

¹⁶ Europaparlamentet och rådet har nått en preliminär politisk överenskommelse för ett nytt direktiv om företags hållbarhetsredovisning (Corporate Sustainability Reporting Directive CSRD) som innebär att nuvarande regler revideras och skärps.

¹⁷ Se Final Report Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, juni 2017, Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

¹⁸ Se *Finansiell stabilitet*, 2022:1, Sveriges riksbank.

¹⁹ Se förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om marknader för kryptotillgångar och om ändring av direktiv (EU) 2019/1937, COM/2020/593 final, september 2020.

²⁰ EU-kommissionen har förtydligat EU:s handlingsplan för digitalisering av energisystemet i ett meddelande till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén.

²¹ Se debattinlägg av E. Thedéen och B. Risinger (2021), 5 november, Finansinspektionen och Naturvårdsverket. [Kryptotillgångar hotar klimatomställningen – energikrävande utvinning bör förbjudas | Finansinspektionen.](#)

2 Sårbarheter och risker i det finansiella systemet

I detta kapitel redogör Riksbanken för utvecklingen i det finansiella systemet och analyserar de risker och sårbarheter som skulle kunna hota den finansiella stabiliteten. Kapitlet är indelat i sex avsnitt och underbygger den samlade stabilitetsbedömningen i kapitel 1.



Sverige är en liten och öppen ekonomi med stor utrikeshandel och annan gränsöverskridande verksamhet. Svenska banker och företag finansierar sig även på globala finansiella marknader. Utvecklingen i **omvärlden** är därför av stor betydelse för realekonomin och den finansiella stabiliteten i Sverige. Även globala företeelser som cyberhot och klimatförändringar medför risker.



Om lönsamheten minskar i **företagssektorn** och företagens finansiering försvåras eller blir dyrare kan den finansiella stabiliteten påverkas, bland annat genom att bankernas kreditförluster ökar. Det understryks av att svenska banker är särskilt exponerade mot fastighetsföretag som är känsliga för både fallande intäkter och stigande räntor.



Bankernas största låntagargrupp är **hushållen** och deras skuldsättning har ökat parallellt med att bostadspriserna stigit under lång tid. Utvecklingen i hushållssektorn och på bostadsmarknaden är därmed betydelsefull för både realekonomin och den finansiella stabiliteten.



Det svenska **banksystemet** är stort, koncentrerat, sammanlänkat, gränsöverskridande och använder globala finansiella marknader för sin finansiering. Det gör det känsligt för störningar. Det har dessutom en avgörande betydelse för kreditförsörjningen och andra viktiga funktioner i det finansiella systemet.



Andra finansiella aktörer, som fonder och försäkringsföretag, förvaltar nästan lika stora tillgångar som hela den svenska banksektorn. Deras agerande kan bidra till att förstärka marknadsrörelser och sprida risker till andra tillgångsslag och aktörer.



Den finansiella infrastrukturen avser de system där betalningar och transaktioner med finansiella instrument genomförs. Att systemen är stabila och tillgängliga är en förutsättning för att man ska kunna genomföra betalningar på ett säkert och effektivt sätt.

2.1 Sårbarheter och risker kopplade till omvärlden



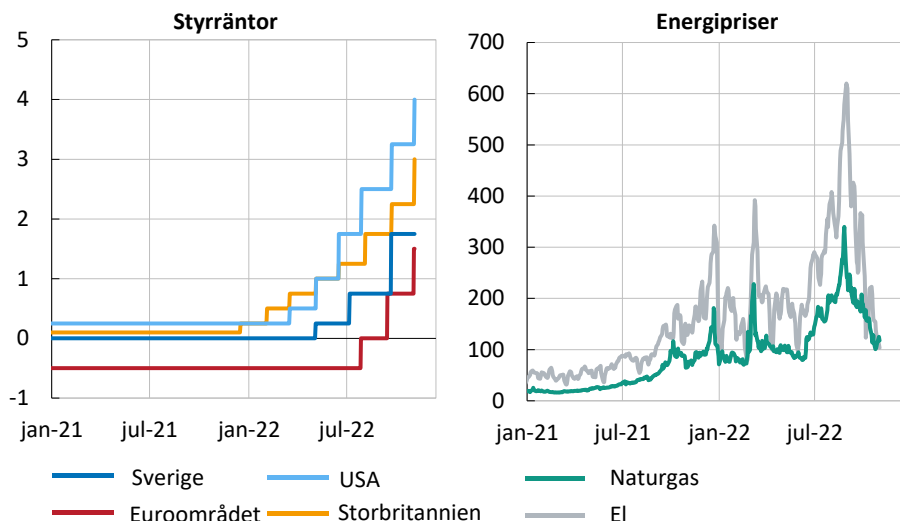
Inflationen har stigit snabbt och är hög i både Sverige och omvärlden. Inte minst el- och gaspriser har ökat kraftigt i Europa. Flera centralbanker har behövt strama åt penningpolitiken snabbt, vilket även har bidragit till stora rörelser på finansiella marknader. Räntor på statsobligationer har stigit snabbt, vilket kan medföra påfrestningar för länder med höga statsskulder. Därtill innebär de höga energipriserna utmaningar på kort sikt för samhällets omställning för att klara klimatförändringar. Det geo- och säkerhetspolitiska läget medför att även cyberriskerna är förhöjda.

Stigande inflation och räntor

Inflationen har stigit snabbt och är hög i flera länder. Det beror delvis på de utbudsstörningar som präglar världsekonomin efter pandemin, men också på Rysslands invasion av Ukraina, som bland annat medfört högre livsmedels- och energipriser. Rysslands begränsade export av naturgas i kombination med minskad produktion av tysk kolkraft och fransk kärnkraft till följd av extremväder har medfört att energipriserna ökat kraftigt i Europa, även om priserna gått ner något sedan sommaren. För att stävja inflationen har flera centralbanker höjt sina styrräntor både mer och snabbare än vad som väntades under våren (se diagram 1).

Diagram 1. Styrräntor och energipriser

Procent (vänster bild), euro per MWh (höger bild)



Anm. För euroområdet visas ECB:s inläningsränta. El- och naturgaspris för Tyskland. För elpriset avses spotpris, 5-dagars glidande medelvärde. För naturgas avses terminspris för nästkommande månad.

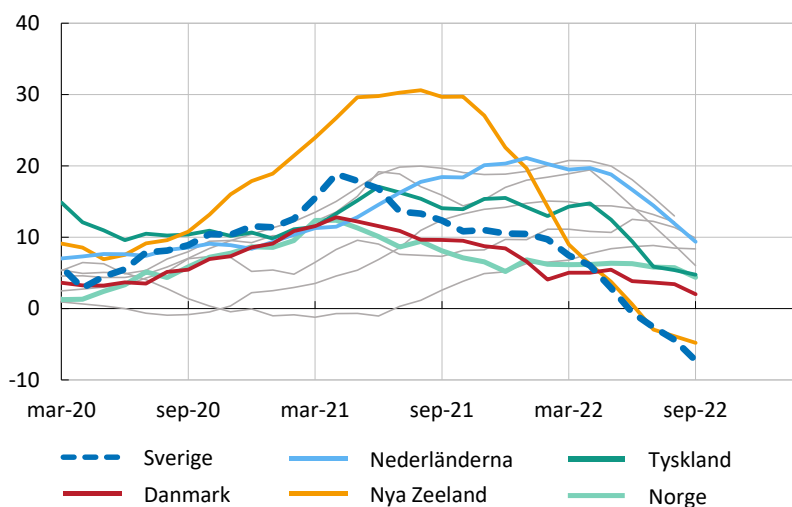
Källa: Macrobond.

De snabbt stigande priserna och de högre räntorna urholkar hushållens köpkraft över stora delar av världen, inte minst ser högre uppvärmningskostnader ut att påverka de

europiska hushållens ekonomi kraftigt under vintern. Att huspriser har börjat mattas av, och i vissa länder falla, innebär också att hushållens reala tillgångar minskar i värde (se diagram 2). Även företagssektorns motståndskraft sätts på prov när efterfrågan minskar samtidigt som kostnaderna ökar. De europeiska företagens lönsamhet har hållits uppe under sommaren, bland annat efter lättade pandemirelaterade restriktioner. Men höga energipriser och osäkerhet kring energiförsörjningen har inneburit att industriproduktionen i den gas- och elintensiva industrin i Europa minskat. Den mindre energiintensiva tjänstesektorn påverkas också, eftersom stigande priser överlag dämpar efterfrågan hos hushåll och företag.

Diagram 2. Bostadsprisernas ökningstakt i Sverige och andra länder

Årlig procentuell förändring



Anm. Bostadspriserna avser priser för både villor och bostadsrätter. Övriga grå linjer i diagrammet representerar ett urval av andra länder i Europa och övriga världen.

Källa: Macrobond.

I kombination med ökade räntekostnader har sannolikheten för recession i euroområdet ökat på sistone.²² I USA har energipriserna dämpats något de senaste månaderna, men den underliggande inflationen är fortsatt hög. Räntehöjningarna från Federal Reserve har därför varit kraftiga, vilket har fått bedömare att se en amerikansk recession framöver som mer sannolik än i våras.

Länder med hög skuldsättning kan få problem när räntorna stiger snabbt

Bankernas kreditkvalitet förväntas påverkas negativt när påfrestningarna ökar för företag och hushåll. Banker med exponeringar mot sektorer som redan tidigare var sårbara till följd av pandemin är särskilt utsatta. Andelen problemlån hos europeiska banker har förvisso minskat under året, men andelen problemlån som är föremål för statliga garantier har ökat. Garantierna är koncentrerade till Frankrike, Spanien och Italien

²² I den penningpolitiska rapporten från september förutses en recession i euroområdet som sträcker sig från fjärde kvartalet 2022 till och med första kvartalet 2023.

och uppgår i dessa länder totalt till 328 miljarder euro, och i respektive land till mellan 4 och 8 procent av BNP.²³

Garantierna är ett exempel på statliga policyåtgärder som i kombination med en stramare penningpolitik kan medföra problem för många länders offentliga finanser framöver. Men även policymisstag som en alltför expansiv finanspolitik skulle kunna skapa problem, vilket exempelvis inträffade i Storbritannien i oktober. Efter att landets regering presenterat förslag på omfattande ofinansierade skattesänkningar i en situation med stigande inflation steg räntorna på landets statsobligationer kraftigt, samtidigt som handeln i obligationerna minskade markant. Detta gjorde att brittiska tjänstepensionsföretag drabbades av likviditetsstress. För att stabilisera marknaden beslutade Bank of England att tillfälligt köpa statsobligationer och flytta fram datumet för när banken skulle börja minska sitt innehav av statsobligationer (se även avsnittet 2.5 "Sårbarheter och risker bland andra finansiella aktörer"). Flera förslag togs tillbaka av regeringen och sedermera avgick premiärministern. Marknadsturbulensen har därefter dämpats och Bank of England har påbörjat försäljningar av statsobligationer i tillgångsportföljen för att strama åt penningpolitiken, om än senare än ursprungligen planerat.

Statsobligationsräntorna har överlag stigit snabbt till följd av centralbankernas stramare penningpolitik.²⁴ Till detta ska läggas utgifter för stödåtgärder avsedda att minska konsekvenserna av höga energipriser för hushåll och företag (se diagram 3). I förhållande till BNP är utgifterna för dessa åtgärder stora i flera europeiska länder men de kan delvis finansieras med hjälp av ökade skatter på vinster från energibolag efter att EU kommit överens om en "windfall tax".²⁵ Om kreditförlusterna hos bankerna dessutom ökar finns det en risk för att statsobligationsräntorna stiger ytterligare, framför allt i de länder där banker har använt sig av statliga garantier i stor skala, eftersom staterna då behöver bära delar av förlusterna kopplade till bankernas utlåning.

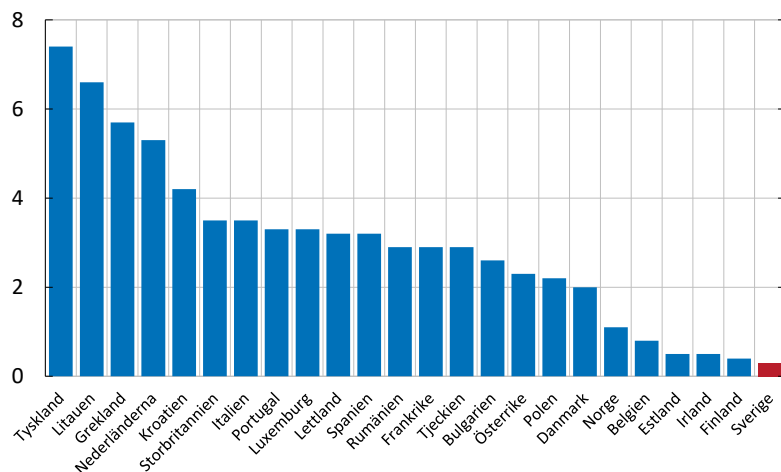
²³ Dessa tre länder står tillsammans för 90 procent av lån som är föremål för statliga garantier. Se Risk Dashboard, kvartal 2 2022, EBA.

²⁴ Se diagram A.1 i Diagramappendix.

²⁵ "Windfall tax" utgör en engångsbeskattning på företag i syfte att beskatta vinster som uppstått till följd av omständigheter som företaget inte kan anses ansvariga för, i detta fall till följd av ökade energipriser som orsakats på grund av Rysslands invasion av Ukraina. Se pressmeddelandet "Rådet enas om krisåtgärder för att sänka energipriserna", september 2022, Europeiska unionens råd. Senast uppdaterad 30 september 2022. Hämtad 28 oktober 2022, [Rådet enas om krisåtgärder för att sänka energipriserna](#).

Diagram 3. Statliga stödåtgärder för att skydda hushåll och företag från höga energipriser

Procent av BNP



Anm. Avser statligt stöd under perioden september 2021 till oktober 2022. Inkluderar även åtgärder som presenterats av stater men som ännu inte trätt ikraft. Sveriges regering har presenterat förslag på högkostnadsskydd för höga elpriser men förslaget ingår inte i diagrammet eftersom detaljerna inte fanns tillgängliga i tid för publicering av denna rapport.

Källa: Bruegel.

Den statsfinansiella situationen kan bli ansträngd även i andra delar av världen. Det högre ränteläget i USA har även medfört att den amerikanska dollarn stärkts kraftigt mot andra valutor, vilket särskilt har påverkat utvecklingsekonomier som har lån i dollar och därmed fått se sin skuld växa i inhemsk valuta.

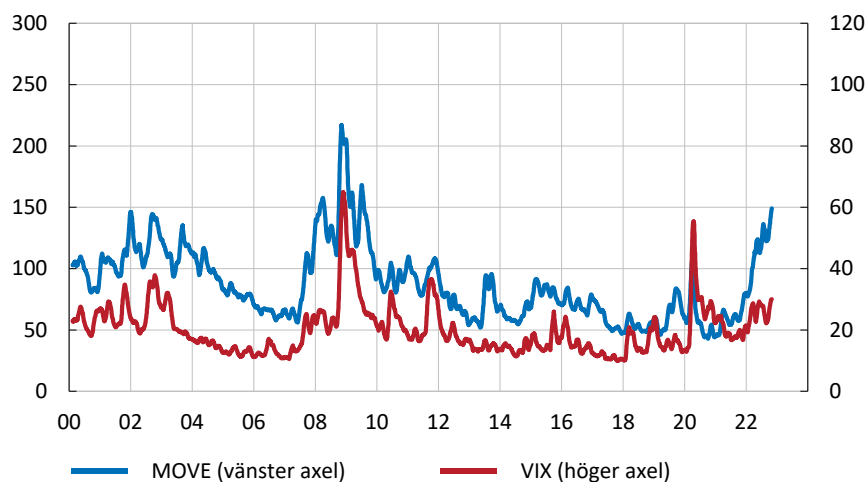
I Kina har ekonomin de senaste kvartalen vuxit i en lägre takt än landets officiella tillväxtmål till följd av omfattande pandemirelaterade nedstängningar och att osäkerheten i fastighetssektorn är fortsatt stor. Efterfrågan har minskat och flera fastighetsföretag har stora finansiella problem, vilket har fått staten att vidta stödåtgärder för att stabilisera fastighetssektorn som stått för en betydande del av landets ekonomiska tillväxt de senaste åren. Om problemen i fastighetssektorn fortsätter kan de sprida sig till banksektorn och orsaka stora ekonomiska svårigheter.

Volatila marknader och minskad efterfrågan på riskfyllda tillgångar

Osäkerheten kring framtidsutsikterna märks också på de finansiella marknaderna där priserna har fluktuerat kraftigt, inte minst på räntemarknaden. Det så kallade MOVE-indexet, som speglar förväntad volatilitet på statsobligationsmarknaden i USA, ligger på tydligt förhöjda nivåer i ett historiskt perspektiv (se diagram 4). Även på valuta-marknaden har volatiliteten varit förhöjd under senare tid.

Diagram 4. Volatilitet på amerikanska aktie- och statsobligationsmarknaden

Index



Anm. VIX och MOVE är index som visar den förväntade volatiliteten på USA:s aktie- respektive statsobligationsmarknader. De beräknas utifrån optionsprissättning för respektive tillgångsslag. Avser 30 dagars glidande medelvärde.

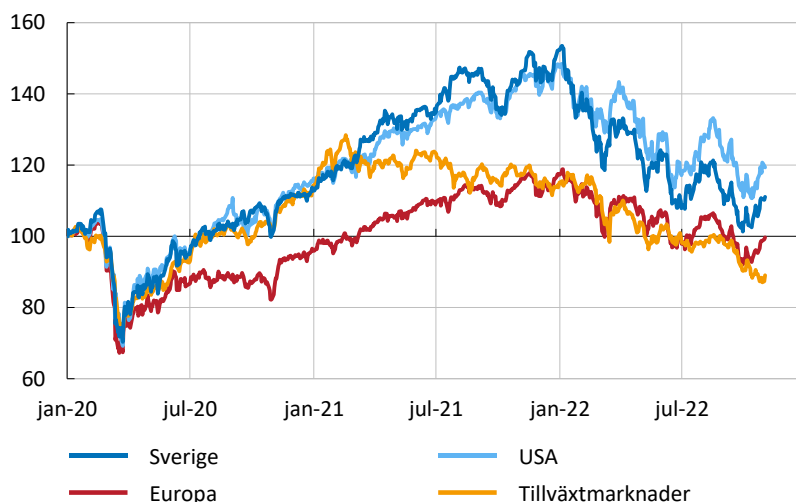
Källa: Macrobond.

Det aktuella läget har också påverkat efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Det har exempelvis medfört att riskpremier för europeiska och amerikanska företagsobligationer stigit.²⁶ Aktiepriser har på många håll fortsatt att sjunka (se diagram 5). Att aktiepriser sjunker behöver inte nödvändigtvis utgöra problem för den finansiella stabiliteten, men det kan leda till betydande förluster för vissa aktörer. När avkastningen på räntemarknaden ökar påverkar det också hur investerare allokerar sina tillgångar, eftersom räntebärande tillgångar kan bli mer attraktiva. I takt med att investerare förändrar sin tillgångsallokering finns en risk att det kan bli fortsatt turbulent framöver med ytterligare fall i tillgångspriserna som följd, framför allt för mer riskfyllda tillgångar.

²⁶ Se diagram A.2 i Diagramappendix.

Diagram 5. Aktieprisutveckling i några utvalda länder och regioner

Index, 1 januari 2020 = 100



Anm. Breda aktieindex i lokala valutor.

Källa: Macrobond.

Marknaden för kryptotillgångar är en särskilt tydlig illustration av det volatila läget.²⁷ Efter att värdet på TerraUSD i princip utraderades i maj har marknaden för kryptotillgångar karaktäriserats av breda prisfall.²⁸ Därtill har flera aktörer med verksamhet kopplad till kryptotillgångar, till exempel vissa fonder, drabbats negativt och i några fall ansökt om konkurs. Än så länge har problemen dock inte spridit sig till det traditionella finansiella systemet i någon större utsträckning. Kryptotillgångar bedöms i dagsläget inte utgöra en risk för finansiell stabilitet och marknaden är fortfarande relativt liten i förhållande till det övriga finansiella systemet.²⁹ Det pågår mycket arbete med regleringar och olika slags internationella standarder för att säkerställa att kryptotillgångar inte heller i framtiden ska utgöra någon stabilitetsrisk.³⁰

Högre räntor tillsammans med osäkra ekonomiska utsikter har påverkat fintech-företagen. MSCI Fintech Innovation Index, som är ett globalt aktieindex för noterade fintechföretag, har till exempel gått ned med nästan 40 procent sedan årsskiftet. Som en jämförelse har det bredare, globala indexet MSCI World gått ned med cirka 20 procent under motsvarande period.

²⁷ Se diagram A.3 i Diagramappendix.

²⁸ TerraUSD var en så kallad stablecoin vars marknadsvärde som mest var omkring 185 miljarder kronor.

²⁹ Se till exempel ESMA (2022), "Crypto-assets and their risks for financial stability", oktober 2022, European Securities and Markets Authority.

³⁰ Se bland annat FSB (2022), "Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets: Consultative Report", oktober 2022, Financial Stability Board, FSB (2022), "Review of the FSB High-level Recommendations of the Regulation, Supervision and Oversight of 'Global Stablecoin' Arrangements: Consultative Report", oktober 2022, Financial Stability Board och CPMI-IOSCO (2022), "Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements", juli 2022, Bank for International Settlements och International Organization of Securities Commissions.

Ökat cyberhot i ett försämrat säkerhetspolitiskt läge

Cyberhotet anses globalt av många bedömare vara ett av de största hoten mot finansiell stabilitet. Även Riksbanken har pekat på att cyberattacker kan utgöra ett betydande hot mot den finansiella stabiliteten.³¹ I Europa har det säkerhetspolitiska läget under 2022 allvarligt försämrats. Säkerhetspolisen har under hösten lyft att detta i sin tur kan öka risken för angrepp mot kritisk infrastruktur som ett lands elförsörjning, kommunikationer eller betalningssystem. Sådana angrepp kan vara i form av cyberattacker, riktade både mot länder i vår omvärld och mot Sverige.³²

En cyberattack riktas ofta mot någon eller några få aktörer, antingen finansiella aktörer eller tredjepartsleverantörer till den finansiella sektorn. Den sammanlänkning som finns mellan olika aktörer och marknader medför dock att effekterna av en attack kan sprida sig i det finansiella systemet. I slutändan kan effekten bli så stor att den finansiella stabiliteten påverkas, såväl nationellt som internationellt.

Bland olika typer av cyberattacker bedöms utpressningsvirus och överbelastningsattacker (DDoS-attacker) fortsatt vara vanliga.³³ Under året har det dock skett en ökning av olika typer av raderingsattacker (wiper attack) mot ukrainska aktörer. Syftet med dessa attacker är oftast inte att utpressa offret på pengar utan snarare att orsaka skada genom att radera data.³⁴ Det är dock svårt att utifrån tillgänglig statistik få en helhetsbild av hur stort cyberhotet egentligen är, bland annat eftersom många incidenter inte rapporteras och eftersom kvalificerade intrång i många fall kan vara svåra att upptäcka.

Extremväder och energikrisen visar att behovet av en ordnad grön omställning är brådskande

Klimatförändringarnas effekter och risker blir allt mer komplexa och svåra att hantera. Det blir särskilt tydligt när effekterna av klimatförändringarna sammanfaller med att andra risker materialiseras. Ett exempel är extremväder, som i år sammanföll med Rysslands invasion av Ukraina. Sommarens extrema värmebölja i Europa innebar att efterfrågan på energi ökade samtidigt som produktionen minskade för normalt sett pålitliga energikällor som kol- och kärnkraft. I Tyskland påverkade det låga vattenståndet i floden Rhen möjligheterna att transportera kol till kolkraftverken och i Frankrike har kärnkraftverk tvingats minska sin produktion efter att vattendrag som används för att kyla reaktorerna blivit för varma. Detta, tillsammans med Rysslands minskade export av naturgas, har lett till att energiutbudet har minskat, med stora prisökningar

³¹ Se S. Doerr, L. Gambacorta, T. Leach, B. Legros och D. Whyte (2022), No 1039 "Cyber risk in central banking", och FEDS Notes, maj 2022, [The Fed - Implications of Cyber Risk for Financial Stability \(federalreserve.gov\)](#) och L. Elestedt, U. Nilsson och C-J. Rosenvinge (2021), "En cyberattack kan påverka den finansiella stabiliteten", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

³² Se Säkerhetspolisen 2022. Hämtad 4 oktober 2022, [Följer allvarligt omvärldsläge - Säkerhetspolisen \(sakerhetspolisen.se\)](#) och Säkerhetspolisen 2022. Hämtad 4 oktober 2022, [Det breddade hotet - Säkerhetspolisen \(sakerhetspolisen.se\)](#) och Nyheten "Ökad risk för sabotage mot elnätet", senast uppdaterad 11 oktober 2022, [Säpo varnar: Ökad risk för sabotage mot elnätet | SVT Nyheter](#).

³³ Se ENISA Threat Landscape for Ransomware attacks, July 2022 och "Cybersecurity and Financial System Resilience Report", juli 2022, Board of Governors of the Federal Reserve System.

³⁴ Se AT&T Cybersecurity, senast uppdaterad 2 maj 2022, [Analysis on recent wiper attacks: examples and how wiper malware works | AT&T Alien Labs](#).

som följd (se avsnittet ”Sårbarheter och risker i den finansiella infrastrukturen” för en beskrivning av konsekvenserna för clearing på råvarumarknader).

Extremväder i sig har också blivit allt vanligare på grund av klimatförändringarna.³⁵ Det visar på att det finns ökade finansiella risker för aktörer som lånar ut pengar mot fysiska säkerheter. Exempelvis kan värdet på fastigheter, som utgör en stor del av bankers säkerhetsmassa, påverkas negativt om de drabbas av översvämningar. De finansiella riskerna är dock inte begränsade till effekter av klimatförändringar. Bankerna är även exponerade mot omställningsrisker eftersom de lånar ut pengar till aktörer som släpper ut stora volymer av koldioxid, och utmaningen för dessa företag att ställa om kan vara betydande. Detta kan i sin tur leda till svårigheter för företagen att betala på sina lån.³⁶ Genom att både företag och banker förbättrar sin hållbarhetsrapportering kan dessa risker bättre analyseras och därmed skapa förutsättningar för att de ska hanteras på ett bättre sätt.

Förutsättningarna för en ordnad grön samhällsomställning har dock påverkats av att Ryssland kraftigt minskat sin export av naturgas. På kort sikt är tillgången till hållbara substitut för den ryska gasen begränsad, vilket har medfört att flera länder beslutat om att återstarta nedlagda kolkraftverk, eller skjutit på planer att stänga ned sådana, för att tillgodose energibehovet. Samtidigt har myndigheter, hushåll och företag i flera europeiska länder tvingats att minska sin elkonsumtion, vilket i stället underlättar omställningen. På längre sikt kan dessutom höga energipriser innebära en möjlighet att påskynda samhällsomställningen eftersom avkastningen på förnybar energi är avsevärt högre nu än när energipriserna är lägre. Sammantaget är det svårt att avgöra hur förutsättningarna för omställningen har påverkats men situationen har visat på att behovet av en ordnad grön omställning är brådskande.

³⁵ Se ”Summary for Policymakers of IPCC Report AR6 Climate Change 2022: Impacts, Adaptations and Vulnerability”, februari 2022, IPCC.

³⁶ Se C. Cella (2020), ”Banking and climate-related risks, implications for financial stability in Sweden”, *Staff memo*, Sveriges riksbank.

2.2 Sårbarheter och risker i företagssektorn



Hög inflation, stigande räntor och svagare tillväxtutsikter har gjort läget sämre för många företag och försämrat deras förmåga att betala räntor och amorteringar. Det har också blivit svårare, framför allt för fastighetsföretag, att finansiera sin verksamhet. De högt skuldsatta fastighetsföretagen är särskilt känsliga för stigande räntor, då det leder till lägre fastighetsvärden och sämre kassaflöden. Sannolikheten har ökat för att vissa företag i den kommersiella fastighetssektorn inte kan fullgöra sina finansiella åtaganden.

Kreditriskerna ökar till följd av svagare konjunktur och hög inflation

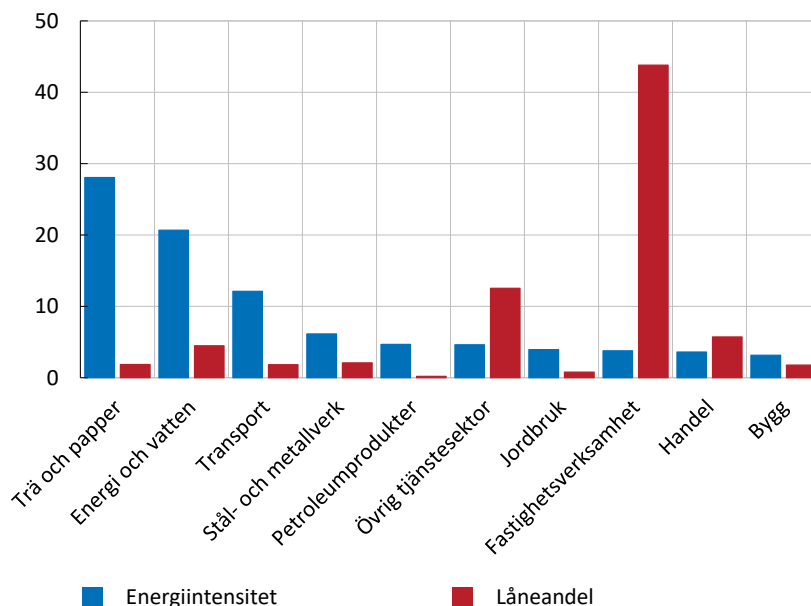
Svensk ekonomi utvecklades starkt under första halvåret 2022 och den höga efterfrågan bidrog till att företagens lönsamhet steg. Under tredje kvartalet har vissa företags lönsamhet börjat minska något i och med det högre kostnadsläget. Framöver väntas företagens lönsamhet minska i en allt större omfattning när också efterfrågan i såväl Sverige som omvärlden minskar. Tidigare stora pandemirelaterade störningar i ekonomin har visserligen minskat, men i stället har andra faktorer som hämmar produktionen uppstått eller blivit mer kännbara. Exempelvis är priser för vissa insatsvaror fortsatt höga. Därutöver har bland annat Rysslands invasion av Ukraina ökat kostnaden för drivmedel och andra energislag. Till detta kommer att de finansiella förhållandena har blivit stramare, särskilt på obligationsmarknaden. Sammantaget har utvecklingen lett till att förtroendeindikatorer för företagen fallit de senaste månaderna.

Höga priser på el och drivmedel kommer att påverka de flesta företag negativt. Men företag inom de mest energiintensiva branscherna, exempelvis industri och transport, påverkas mest (se diagram 6).³⁷ Även andra företag inom exempelvis handeln och tjänstesektorn kommer att möta stora utmaningar till följd av höga elpriser och minskad efterfrågan, särskilt om lönsamheten redan i utgångsläget är låg. Eftersom företag i industrin ofta är specialiserade och därmed mindre utsatta för konkurrens än företag i hushållsnära branscher, har de lättare att kompensera sig för högre kostnader. En dämpad global efterfrågan försämrar dock den möjligheten. Byggsektorn har redan påverkats negativt av det högre kostnadsläget och en del byggföretag har därför minskat antalet planerade och påbörjade byggprojekt. Det gäller särskilt för bostadsutvecklare för vilka fallande bostadspriser också gör det svårare att överföra högre kostnader till priset på nyproduktion. Detta kommer att påverka bostadsutvecklares finansiella situation negativt och kan i värsta fall leda till konkurser.

³⁷ Elintensiva företag använder elderivat som på kort sikt i viss utsträckning minskar effekten av högre elpriser på deras kassaflöden. Flera elintensiva företag ligger dessutom i de nordliga elområdena där elpriserna är förhållandevis låga. Dessa företag kan gynnas av att internationella konkurrenter påverkas ännu mer av de stigande energipriserna.

Diagram 6. Olika branschers energiintensitet och andel av totala lån

Procent



Anm. Energiintensitet mäts som andel energi- och bränsleförbrukning i ett urval av branscher med icke-finansiella företag. Låneandel avser respektive bransch andel av totala lån från svenska monetära finansinstitut (MFI) samt kapitalmarknadsfinansiering. Då det avser ett urval av branscher summerar inte staplarna till 100 procent. Energi- och bränsleförbrukning avser 2019. "Övrig tjänstesektor" avser SNI 69-98 (exkl. 84), till exempel företag inom IT och telekommunikation.

Källa: SCB.

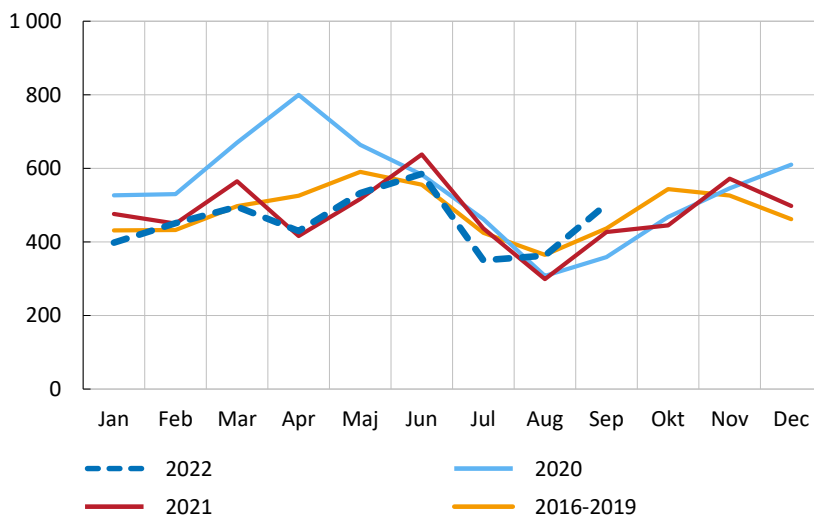
Företagskonkurserna väntas öka

Antalet aktiebolag som gick i konkurs var fler i september i år jämfört med de senaste åren (se diagram 7). Statistik från UC, som även täcker in andra företagsformer, visar att konkurserna fortsatte att öka under oktober. Framöver kommer det högre kostnadsläget och den svagare efterfrågan att innebära att många företag behöver göra anpassningar genom att exempelvis minska sina investeringar och sin efterfrågan på arbetskraft. Dessutom kommer företagens finansiella förutsättningar att påverkas negativt. Vissa företag kommer därmed få det svårt att uppfylla sina åtaganden gentemot långivare, leverantörer och hyresvärdar. Detta kommer sannolikt leda till att konkurserna fortsätter att öka framöver.

Eftersom inte alla företag har lån, och vissa företag har relativt små lån, behöver fler konkurser inte nödvändigtvis leda till omfattande kreditförluster hos bankerna. I stället är det främst om det uppstår problem bland större låntagare, så som fastighetsföretag, som det kan leda till komplikationer för den finansiella stabiliteten. Däremot kommer fler konkurser att leda till en ökad arbetslöshet och intäktsförluster för andra företag.

Diagram 7. Utveckling av konkurser i Sverige

Antal



Anm. Avser konkurser för aktiebolag. 2016-2019 avser ett genomsnitt.

Källa: SCB.

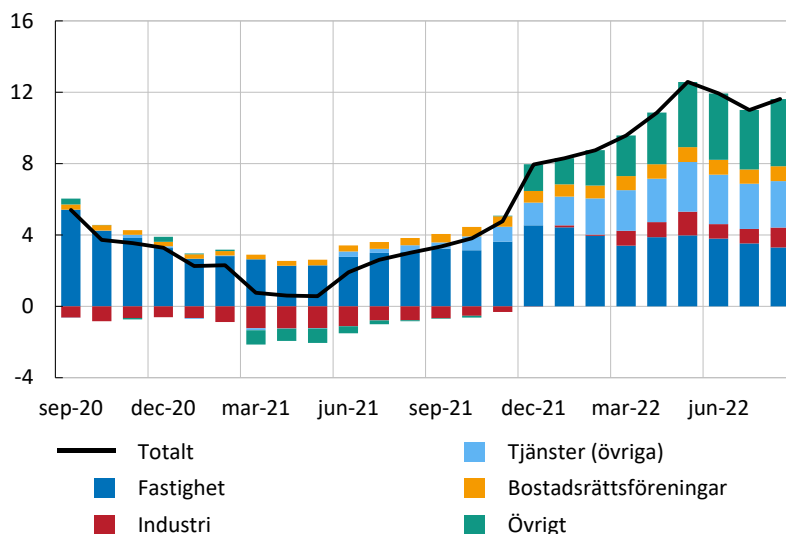
Högre obligationsräntor leder till ökad efterfrågan på banklån

Företagens banklån och upplåning via kapitalmarknaden har sammantaget ökat i snabb takt det senaste halvåret, och växte med 11,6 procent i årstakt i augusti. Det är framför allt banklånen som har ökat. I augusti växte de med 14,8 procent i årstakt, vilket är den högsta tillväxttakten sedan inledningen av 2008. Fastighetsföretag, tjänstesektorn och handeln står för störst andel av den totala upplåningen (se diagram 8).

Att företagen har ökat sina banklån beror delvis på att de ökat sina investeringar och företagsförvärv. Men det beror också på att det blivit både svårare och dyrare att finansiera sig på kapitalmarknaden. Förutsättningarna för att emittera nya obligationer varierar dock mellan olika företag. Det illustreras tydligt av att riskpremierna för företag med låga kreditbetyg har ökat betydligt mer än för företag med höga kreditbetyg. Det skiljer sig även mellan sektorer. Exempelvis fortsätter vissa företag inom industrin att relativt smidigt kunna emittera obligationer medan det blivit svårare för fastighetsföretagen.

Diagram 8. Tillväxt i företagens lån uppdelat på bransch

Årlig procentuell förändring och procentenheter



Anm. Linjen avser årlig procentuell förändring av företagens totala lån (lån från svenska monetära finansinstitut (MFI) och emitterade företagscertifikat och företagsobligationer). Staplarna avser respektive branschbidrag i procentenheter till den totala skuldutvecklingen. "Övrigt" är branscherna transport, hotell, restaurang, handel, bygg och energi. Definitionerna av branscher är hämtade från Krita-databasen.

Källa: SCB (KRITA och SVDB).

Fastighetsföretagen har ökat sin bankupplåning dels genom att använda redan befintliga kreditfaciliteter, dels genom nya banklån. Räntorna för dessa lån är lägre än nuvarande obligationsräntor. Det hänger delvis samman med att kreditfaciliteter ofta har avtalats sedan lång tid tillbaka när räntorna var lägre. Därtill har banklån till skillnad från obligationslån oftare en kortare löptid och är säkerställda med pant i en eller flera fastigheter, vilket begränsar bankernas förlustrisker. Att låneförfall i större utsträckning refinansieras med banklån innebär att kreditrisken i större utsträckning koncentreras hos bankerna. För fastighetsföretagen innebär den ökade andelen säkerställda lån att deras kreditbetyg kan försämrast.

På kort sikt kan de fastighetsföretag som har likviditets- och kreditfaciliteter fortsätta att refinansiera certifikat- och obligationsförfall hos bankerna. Totalt uppgick dessa faciliteter till ungefär 190 miljarder kronor i slutet av första kvartalet 2022.³⁸ De kommande 12 månaderna behöver fastighetsföretagen refinansiera drygt 20 procent av sina utestående certifikat och obligationer, vilket motsvarar ungefär 140 miljarder kronor. Om inte fastighetsföretagen kan eller vill börja emittera nya obligationer riskerar alltså bankernas koncentrationsrisk mot fastighetsföretagen snabbt att bli betydligt större. Men det är osäkert hur mycket av fastighetsföretagens obligationsförfall bankerna vill eller kan ta över utöver redan avtalade kreditfaciliteter. Vissa obligationslån kan därför behöva refinansieras på andra sätt än med banklån, exempelvis kan

³⁸ Dessa faciliteter avser alla fastighetsföretag sammantaget och därmed inte nödvändigtvis enbart de fastighetsföretag som har utestående certifikat och obligationer.

fastighetsföretag behöva sälja fastigheter eller göra nyemissioner. Några fastighetsföretag har redan sålt enskilda fastigheter för att stärka sin balansräkning.

De flesta fastighetsföretag kan betala högre räntor

Högre marknadsräntor reflekteras inte omedelbart i fastighetsföretagens kassaflöden, eftersom de använder räntederivat och delar av deras lån har fast ränta. De större fastighetsföretagens genomsnittliga finansieringskostnad för räntebärande lån var därför i slutet av tredje kvartalet 2022 fortfarande låg, ungefär 2 procent.³⁹ I genomsnitt har större fastighetsföretag en räntebindningstid på drygt tre år, men drygt 40 procent av deras lån har en kort räntebindningstid och påverkas av högre räntor inom ett år.⁴⁰

De flesta fastighetsföretagen kan i nuläget klara av att betala högre räntor. För större fastighetsföretag behöver deras genomsnittliga finansieringskostnad stiga till nästan 8 procent innan räntekostnaderna överstiger deras nuvarande driftnetto.⁴¹ Men det finns skillnader mellan företagen. Vissa klarar endast en finansieringskostnad på 5 procent medan andra klarar upp till 18 procent.

Räntorna på fastighetsföretagens utestående obligationer har stigit under året och för vissa har uppgången varit särskilt snabb (se diagram 9). Det är räntenivåer som fastighetsföretagen kan behöva betala om de skulle emittera nya obligationer. En del fastighetsföretag kan alltså hamna i problem om räntenivåerna på obligationsmarknaden består eller om bankernas utlåningsräntor fortsätter att stiga snabbt och de inte kan öka sin lönsamhet eller justera sin kapitalstruktur.

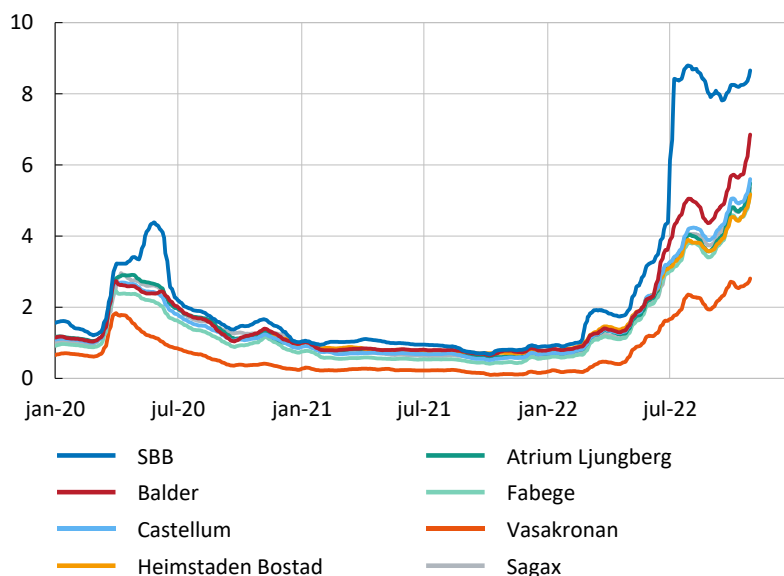
³⁹ Räntebärande lån avser exempelvis banklån, certifikat, obligationer och direktlån.

⁴⁰ Uppgifter baseras på ett urval av större fastighetsföretags volymviktade ränte- och kapitalbindningstider från deras årsredovisningar där de också tar hänsyn till sina räntederivat och avtalade kreditfaciliteter.

⁴¹ Beräkningen avser driftnetto (med hänsyn taget till centrala administrationskostnader och ränteavdrag) i förhållande till nettoskulder (räntebärande lån minus likvida medel).

Diagram 9. Räntor på några fastighetsföretags obligationer

Procent



Anm. Avser räntor (yield to maturity) för några fastighetsföretags utestående obligationer med rörlig ränta, 7-dagars glidande medelvärde. Löptiden är fem år för alla obligationer förutom Sagaxs och SBBs obligation som är fyra respektive sex år.

Källor: Bloomberg och Riksbanken.

Stigande räntor leder till fallande fastighetsvärden

Vid stigande räntor kan det dock uppstå andra svårigheter för fastighetsföretagen – och för det finansiella systemet – långt innan räntekostnaderna överstiger deras nuvarande driftnetto. Det kan exempelvis handla om att värdet på företagens fastigheter minskar och att deras kreditbetyg sänks, vilket skulle göra det ännu svårare för dem att få nya lån. Ett högre ränteläge innebär att köpare kommer kräva en högre avkastning för sin fastighetsinvestering, vilket allt annat lika innebär ett lägre fastighetsvärde. Eftersom fastighetsföretag ska redovisa sina fastigheter i balansräkningen till rådande marknadsvärde, påverkar de senaste fastighetsförsäljningarna det redovisade värdet för alla fastighetsföretags liknande fastigheter.

Vilket genomslag högre räntor har på avkastningskraven varierar beroende på fastighetssegment och geografiskt läge. Men fastighetsföretagens egna känslighetsanalyser indikerar att en procentenhets högre avkastningskrav, allt annat lika, leder till att värdet på deras samlade fastighetsportfölj minskar med drygt 20 procent.⁴² Även fastigheternas nuvarande och framtida intjäningsförmåga påverkar fastighetsvärdet. Därmed kan högre hyresintäkter eller minskade förvaltningskostnader mildra räntornas effekt på fastighetsvärdena. I flera fastighetssegment skrivs hyresnivåerna årligen upp

⁴² Urvalet här består av 22 större fastighetsföretag. Eftersom dessa fastighetsföretag har olika fastigheter och därmed olika genomsnittliga avkastningskrav för sina fastighetsportföljer skiljer sig effekten av högre avkastningskrav mellan dem.

med utvecklingen i konsumentprisindex (KPI).⁴³ Dessutom påverkas hyresnivåerna också av löpande omförhandlingar av hyresavtalen som kan innebära ytterligare hyresökningar. Givet den räntemiljö som marknadsaktörer ser framför sig skulle de genomsnittliga hyresnivåerna behöva öka relativt mycket de kommande åren för att kompensera för högre avkastningskrav.⁴⁴

Nuvarande konjunkturutsikter indikerar dock att det kan bli svårt för fastighetsföretagen att öka sina kassaflöden i den utsträckning som krävs för att bibehålla nuvarande fastighetsvärderingar. Eftersom lönsamheten i många hyresgästers verksamhet sannolikt kommer att minska framöver kan det bli svårt för vissa att klara av större hyresökningar. Om arbetslösheten dessutom ökar och konkurserna blir fler kan det leda till en lägre efterfrågan på lokaler. Fastighetsföretagen kan, för att behålla sina hyresgäster, i stället behöva gå med på lägre hyresökningar än vad de har rätt till enligt KPI-indexeringen i hyresavtalet.

Fallande fastighetsvärden kan påverka den finansiella stabiliteten

Riksbanken har under lång tid uppmärksammat att de högt skuldsatta fastighetsföretagen kan få problem i ett läge där räntorna stiger, och att det i förlängningen kan påverka det finansiella systemet negativt. När räntorna nu stiger påverkas fastighetsföretagens kostnader för och möjligheter att ta nya lån. Framöver väntas även värdet på deras fastigheter minska. Än så länge är det endast ett fåtal fastighetsföretag som har justerat ned värdet på sina fastigheter, och justeringarna har då varit små. Det beror delvis på att det skett förhållandevis få fastighetsförsäljningar, vilket gjort det svårt att omvärdera fastigheterna. Men i takt med att fler försäljningar görs väntas fler fastighetsföretag justera ned fastighetsvärdena. Störst värdeminskning kommer troligtvis ske inom de fastighetssegment där avkastningskraven vid inledningen av 2022 var som lägst – exempelvis kontors- och bostadsfastigheter. Större fastighetsföretag äger också fastigheter utomlands som delvis är finansierade med utländska lån.⁴⁵ Värdet för dessa fastigheter kommer sannolikt också att påverkas i och med det högre ränteläget. Fallande fastighetsvärden för svenska fastighetsföretag kan därmed påverka långgivare i såväl Sverige som utlandet.

Enkla beräkningar indikerar att om fastighetsvärdena faller med 20 procent samtidigt som fastighetsföretagens lån består, kommer deras belåningsgrad öka från 54 till 69 procent.⁴⁶ En sådan försämring av de finansiella nyckeltalen kan leda till att vissa

⁴³ Inom segmenten kontor, handel och logistik är i princip alla hyreskontrakt med en ursprunglig löptid över tre år indexerade med KPI. Hyresförändringar i bostadsfastigheter baseras inte på indexering utan på förhandlingar mellan fastighetsägare och Hyresgästföreningen. Historiskt har hyrorna för bostadsfastigheter ökat med ett genomsnitt av KPI över flera år.

⁴⁴ Förenklade beräkningar indikerar att fastighetsföretagens driftnetton i genomsnitt behöver öka med ungefär 25 procent för att bibehålla nuvarande fastighetsvärden om avkastningskraven skulle stiga med 1 procentenhet.

⁴⁵ Svenska fastighetsföretag äger exempelvis kommersiella fastigheter i våra nordiska grannländer och Tyskland. De utgör ungefär 30 procent av deras samlade fastighetsinnehav.

⁴⁶ Avser volymviktad belåningsgrad och är beräknad som fastighetsföretagens lån genom samlade fastighetstillgångar. Utgångspunkten kan skilja sig från de belåningsgrader som fastighetsföretagen presenterar eftersom de brukar baseras på totala tillgångar i stället för fastighetstillgångar.

företag bryter mot de finansiella villkor som finns i kreditavtalen.⁴⁷ Långivare har då rätt att omförhandla villkoren eller kräva återbetalning i förtid. Långivare kan i ett sådant läge även begära in ytterligare säkerheter. Detta kan snabbt skapa en negativ spiral driven av fastighetsföretagens oförmåga att refinansiera sina lån. Följden kan bli omfattande försäljningar av fastigheter, ännu högre riskpremier på lån och högre avkastningskrav, vilket bidrar till att fastighetsvärdena faller ytterligare. Ett sådant händelseförlopp kan innebära att långivarna gör betydande kreditförluster. Eftersom bankerna har stora exponeringar mot sektorn och den är nära sammankopplad med många andra finansiella aktörer, finns det en betydande risk att problemen snabbt kan sprida sig inom det finansiella systemet (se fördjupningsruta ”Den finansiella sektorns sammanlänkning med den kommersiella fastighetssektorn”). I värsta fall kan en sådan utveckling hota den finansiella stabiliteten.

⁴⁷ Sämre finansiella nyckeltal kan även leda till lägre kreditbetyg, vilket kan försämra förutsättningarna att refinansiera lån på obligationsmarknaden betydligt.

2.3 Sårbarheter och risker i hushållssektorn



Stämningsläget i hushållssektorn är dystert. Hushållens köpkraft har minskat, ränteutgifterna har stigit och bostadspri- serna har fortsatt att falla. Hushållen pressas av att priser på bland annat el, drivmedel och livsmedel har stigit snabbt under året. Hushållen behöver därför anpassa sin konsumtion för att parera det försämrade ekonomiska läget. Det påverkar såväl företag som svensk ekonomi i stort. Om kostnadsläget förblir högt under en längre tid kommer hushållens motståndskraft och betalningsförmåga att försämrast. Eftersom hushållen är högt skuldsatta riskerar den finansiella stabiliteten då att på- verkas negativt.

Hushållen pressas från flera olika håll

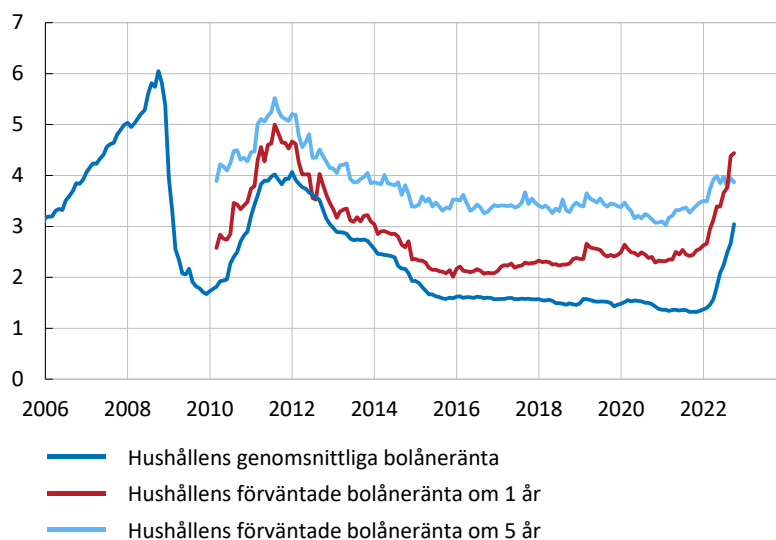
Svensk ekonomi väntas nu gå in i en period där efterfrågan dämpas, och hushållen väntas minska sin konsumtion under det andra halvåret. Även om arbetsmarknaden är fortsatt stark visar konfidsensindikatorer att hushållen har blivit allt mer pessimistiska kring sin framtida ekonomiska situation.⁴⁸ Flera faktorer bidrar till detta. Den höga inflationen minskar hushållens köpkraft och bidrar till en svag utveckling av reala disponibla inkomster. Dessutom möter hushållen högre räntor på bolån. De har även reviderat upp sina förväntningar om räntenivån på längre sikt (se diagram 10). Värdet på hushållens finansiella och reala tillgångar har därtill fallit under hösten.

Konjunkturinstitutets barometerundersökning visar att det är villaägare som har blivit mest pessimistiska kring sin ekonomiska situation. Detta kan bero på att många villaä- gare idag lägger en större del av inkomsten på boendet än tidigare och att de påver- kas kraftigt av de stigande elpriserna. För att mildra effekterna av de höga elpriserna har finanspolitiska åtgärder presenterats för att kompensera hushållen i södra Sve- rige. Formerna och tidpunkten för när stöden kommer att betalas ut är dock fortsatt oklara.

⁴⁸ Se *Konjunkturbarometern*, september 2022, Konjunkturinstitutet och faktarutan "Perspektiv på det låga konsumentförtroendet", *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

Diagram 10. Räntor och ränteförväntningar på bolån

Procent



Anm. Genomsnittlig bolåneränta avser nya och omförhandlade avtal. Förväntad bolåneränta avser rörlig ränta. Sista observationen avser september 2022.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Bostadspriserna fortsätter att falla

Högre bolåneräntor och levnadskostnader har också bidragit till att dämpa hushållens efterfrågan på bostäder. Bostadspriserna har fortsatt att falla under sommaren och hösten – sammantaget har de fallit med nästan 10 procent från toppen i februari till september i år.⁴⁹ Prisutvecklingen har varit svag även i andra länder (se diagram 2).

De fallande bostadspriserna, i kombination med högre byggkostnader och ökade finansieringskostnader för byggföretagen, påverkar även bostadsinvesteringarna. När bostadspriserna faller kan fler hushåll välja att avvakta med att teckna förhandsavtal på nyproducerade bostäder, framför allt på bostadsrätter där tillträdesdatum ligger långt fram i tiden. Det gör det svårare för bostadsutvecklare att finansiera nya byggprojekt. Antalet påbörjade bostäder har de senaste åren legat på höga nivåer, men byggandet och bostadsinvesteringarna väntas nu minska snabbt de kommande åren. Detta förväntas påverka bostadsutvecklarens finansiella situation negativt.⁵⁰

När bostadspriserna faller kan det även påverka hushåll som har tecknat ett bindande förhandsavtal på en nyproducerad bostad. Det är inte säkert att det lånelöfte som banken gav i samband med förhandsavtalet gäller när hushållet väl ska teckna upplåtelseavtal med bostadsrättsföreningen. Om förutsättningarna då har förändrats är det således inte säkert att banken beviljar lånet i enlighet med lånelöftet. Risker är särskilt stora för hushåll som redan äger en annan belånad bostad i väntan på att tillträda den nya bostaden, eftersom hushållet är exponerat mot risken för fallande bostads-

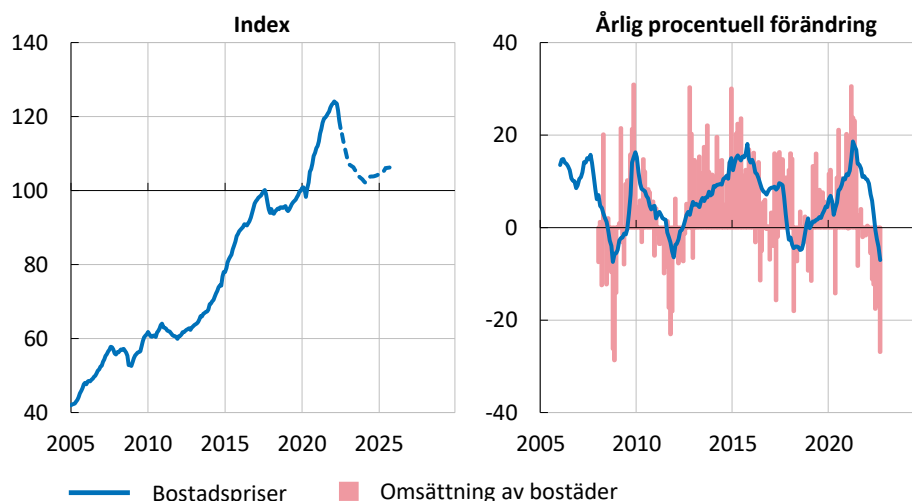
⁴⁹ Avser säsongsjusterad prisutveckling enligt prisindex Valueguard HOX Sverige.

⁵⁰ Se "Nyproduktion av bostäder och finansiell stabilitet", fördjupning i *Finansiell stabilitet* 2018:2, Sveriges riksbank.

priser genom både den nya och den gamla bostaden under den tid som byggandet pågår. Eftersom möjligheten för ett hushåll att frånträda ett förhandsavtal är begränsad, riskerar hushållet att bli skyldigt att ersätta bostadsrättsföreningen eller bostadsutvecklaren för den ekonomiska skada det innebär om hushållet inte kan fullfölja avtalet.

Riksbanken bedömer att bostadspriserna kommer att falla även under nästa år (se diagram 11). Hur priserna utvecklas framöver är dock svårt att säga och det finns en risk att bostadspriserna faller mer och snabbare än väntat. Det kan exempelvis ske om hushållen väntar sig ännu högre räntor eller väljer att parera ett högre kostnadsläge genom att efterfråga mindre och billigare bostäder.⁵¹ Om bostadspriserna faller kraftigt medför det att många hushåll får en högre belåningsgrad och därmed i förlängningen ett minskat låneutrymme. Det kan i sin tur dämpa hushållens konsumtion ytterligare, men också leda till att hushåll kan behöva betala en restskuld vid eventuell försäljning av bostaden.

Diagram 11. Bostadsprisernas utveckling och omsättningen av bostäder i Sverige
Index, 2019 kvartal 4 = 100 (vänster bild) och procent (höger bild)



Anm. Säsongsjusterade priser. Bostadspriser avser prisindex HOX Sverige för bostadsrätter och villor. Den streckade linjen avser Riksbankens prognos av bostadspriserna från Penningpolitisk rapport, september 2022. Omsättningen är beräknad som den procentuella skillnaden mellan antalet transaktioner per månad på årsbasis för bostäder i Sverige.

Källor: Svensk Mäklarstatistik, Valueguard och Riksbanken.

Hushållens skulder är höga, men växer i långsammare takt

I och med att bolåneräntorna har stigit och att utvecklingen på bostadsmarknaden har blivit mer dämpad har också hushållens skulder vuxit i långsammare takt. Tillväxttakten uppgick i september till 5,1 procent, vilket är knappt 1,5 procentenheter lägre än under samma månad i fjol.⁵² Hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst

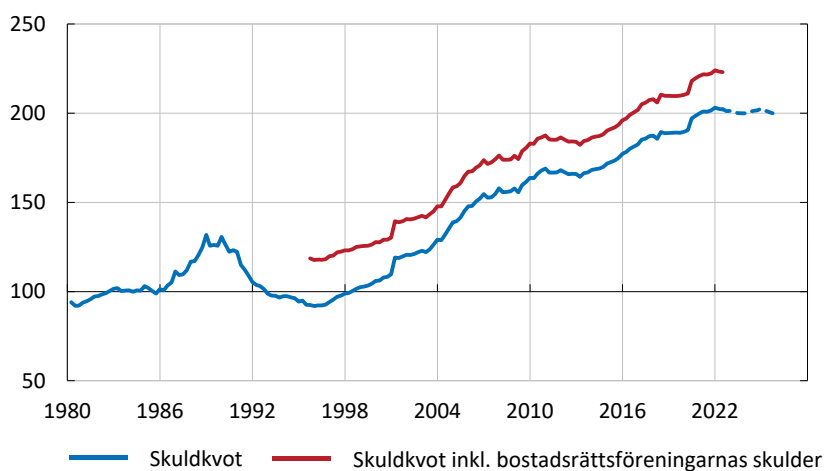
⁵¹ För en diskussion om sambandet mellan ränteförväntningar och bostadspriser se J. Almenberg, M. Ankarhem, K. Blom och T. Jansson (2022), "Bostadspriser och ränteförväntningar", *Ekonomiska kommentarer* nr 10, Sveriges riksbank.

⁵² Se diagram A.4 i Diagramappendix.

(skuldkvoten) är dock hög och i nuläget uppgår skuldkvoten till drygt 200 procent, vilket även är mycket högt vid en internationell jämförelse. Bakom den sammanlagda skuldkvoten döljer sig stora skillnader mellan olika hushåll, till exempel beroende på var i landet de bor och om de äger sin bostad eller inte. Hushåll som bor i bostadsrätt har därtill ofta också indirekta skulder via deras bostadsrättsförening. Om man adderar dessa skulder uppgår den aggregerade skuldkvoten till ungefär 223 procent (se diagram 12).

Diagram 12. Hushållens skulder i Sverige

Procent



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen. Före september 2010 har bostadsrättsföreningarnas skulder skattats utifrån lån från endast bostadsinstitut. Den streckade linjen avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

När räntorna stiger snabbt innebär det alltså inte bara att ränteutgifterna på bostadsrättsinnehavarens eget banklån ökar, utan även att bostadsrättsföreningen kan tvingas höja sin avgift gentemot bostadsrättsinnehavaren. I högt skuldsatta föreningar som inte har tagit höjd för stigande räntor kan det innebära betydande avgiftshöjningar. Det är främst de nybildade föreningarna som har höga skulder per kvadratmeter bostadsyta och de kan därför vara mer räntekänsliga.⁵³ Därutöver kan bostadsrättsföreningar behöva höja avgiften för fastighetens driftskostnader till följd av exempelvis högre elpriser eller på grund av att tomträttsavgälden räknats upp.

Ökad risk att hushåll med konsumtionslån får betalningsproblem

Ungefär 80 procent av bankernas utlåning till hushåll utgörs av bolån – den resterande delen utgörs av så kallade konsumtionslån (lån med annan säkerhet än bostad och lån utan säkerhet, så kallade blancolån). Trots att konsumtionslånen utgör en för-

⁵³ Den genomsnittliga skulden för nyproducerade bostadsrätter i nybildade föreningar uppgår till nästan 12 000 kronor per kvadratmeter, vilket är ungefär dubbelt så mycket som den genomsnittliga skulden för befintliga föreningar. Nybildade föreningar har dock typiskt sett ett mindre investeringsbehov, vilket gör att räntekostnaderna kan utgöra en större andel av de löpande utgifterna för dessa föreningar.

hållandevis liten del av hushållens totala lån står de för en relativt stor andel av hushållens totala skuldbetalningar sett till räntekostnader och amorteringar.⁵⁴ Detta beror på att amorteringstiden är kort och att räntorna ofta är avsevärt högre på konsumtionslån än på bolån, vilket speglar att kreditrisken med konsumtionslån är högre.⁵⁵

Det förändrade ekonomiska läget medför att det nu är större risk för att hushåll med konsumtionslån kan få betalningsproblem. Statistik från Kronofogden visar också att antalet krav på obetalda räkningar, så kallade ansökningar om betalningsföreläggande, har ökat något under första halvåret 2022 jämfört med samma period i fjol. Dessa ansökningar riskerar att bli fler allt eftersom hushållen möter ökade levnads-kostnader.

Ordentligt genomförda kreditprövningar kan förhindra att enskilda individer hamnar i skuldfällor. Det är därför problematiskt att det saknas ett system som visar låntagares alla skulder, eftersom långgivare då baserar kreditprövningen på ett otillräckligt informationsunderlag. Vid många mindre lån görs det därtill ofta inte någon större kreditprövning.⁵⁶ Flera initiativ har dock tagits på senare tid för att ge kreditgivarna ett bättre underlag för kreditprövning, och regeringen har tillsatt en utredning för att bland annat utreda frågan om ett mer heltäckande skuldregister.⁵⁷

Hushållen är räntekänsliga

Bolåneräntorna har stigit tydligt under året och väntas stiga ytterligare. Eftersom hushållens skulder har vuxit snabbare än inkomsterna under lång tid har hushållen blivit allt mer räntekänsliga. Att en stor andel av bolånestocken är knuten till en ränta som omförhandlas var tredje månad (rörlig ränta) innebär att stigande räntor får ett snabbt genomslag på hushållens ränteutgifter och därmed på deras konsumtionsutrymme efter att de bostadsrelaterade utgifterna är hanterade.⁵⁸ Om styrräntan stiger i enlighet med Riksbankens prognos kommer hushållens räntekvot (ränteutgifter i förhållande till disponibel inkomst) snabbt närma sig nivåerna i mitten av 1990-talet, då styrräntan var över 8 procent (se diagram 13).

Andelen lån till rörlig ränta minskade under en period när räntorna på lån med längre bindningstid föll tydligt. Nu tycks hushållen i högre utsträckning välja rörlig ränta igen. I dagsläget är nära 80 procent av de nya och omförhandlade bolånen tagna till rörlig ränta (se diagram 13). En anledning till detta kan vara att räntorna för längre räntebindingstider har stigit både snabbt och procentuellt sett mer än den rörliga räntan under det senaste halvåret.⁵⁹

⁵⁴ Se rapporten *Svenska konsumtionslån*, november 2021, Finansinspektionen.

⁵⁵ Se diagram A.5 i Diagramappendix.

⁵⁶ Se till exempel "Hemställen om utredning av förutsättningarna för ett system med uppgifter om konsumenters totala skuldsituation", 26 oktober 2021, Finansinspektionen och Konsumentverket.

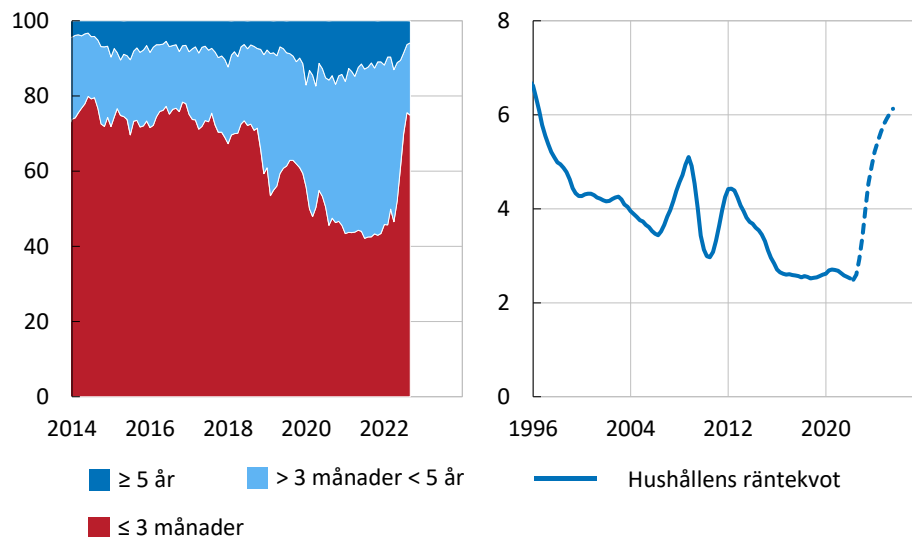
⁵⁷ Se SOU Fi 2021:08 "Motverka riskfylld kreditgivning och överskuldssättning".

⁵⁸ Se även "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

⁵⁹ Exempelvis uppgick den genomsnittliga räntan på nya och omförhandlade bolån med räntebindingstider på tre till fem år till omkring 3,7 procent i september medan den rörliga räntan uppgick till 2,8 procent (se

Diagram 13. Räntebindningstider för nya och omförhandlade bolån och hushållens räntekvot

Procent



Anm. Volymviktade andelar. Räntebindningstider på upp till 3 månader räknas som rörliga i Sverige. Räntekvoten är beräknad som hushållens ränteutgifter som andel av deras disponibla inkomst och utgår från att alla kan nyttja 30 procents ränteavdrag. De disponibla inkomsterna är uttryckta som fyra kvartals glidande summa. Streckad linje avser Riksbankens prognos i Penningpolitisk rapport, september 2022.

Källor: SCB och Riksbanken.

Högre räntor och levnadskostnader leder till minskade marginaler för många hushåll

Hur olika hushåll påverkas av stigande räntor och övriga levnadskostnader varierar och beror på flera faktorer. För hushåll med lån har storleken på lånet och räntebindningstiden betydelse för hur mycket och hur snabbt högre räntor påverkar kassaflödet. Olika hushåll har också olika konsumtionsmönster. Till exempel har ett familjehushåll andra konsumtionsbehov än ett ensamhushåll gällande exempelvis livsmedel och de kan också vara mer beroende av att ha bil. Ett hushåll med två vuxna har dock oftast en högre disponibel inkomst än ett ensamhushåll. Kostnaden för el skiljer sig också. Familjehushåll bor i allmänhet större vilket ökar elförbrukningen. Även boendeformen och vilket system man har för sin uppvärmning spelar roll för elförbrukningen. Exempelvis är förbrukningen högre för ett hushåll som bor i småhus med direktverkande el än för ett hushåll som har berg- eller fjärrvärme.⁶⁰ Elpriset är dessutom olika i olika delar av Sverige, vilket innebär att elräkningen inte bara beror på hur mycket el

diagram A.6 i Diagramappendix). Ser man till motsvarande räntenivåer under samma period i fjol var den bundna räntan under en längre period till och med lägre än den rörliga.

⁶⁰ Cirka 30 procent av småhusen i Sverige använder el för uppvärmning av bostaden, cirka en fjärdedel av dessa endast el utan värmepump eller trivseleldning, resten i kombination med någon form av värmepump (exklusive bergvärmepump) som effektiviserar elanvändningen, se tabell T2.6 i Energistatistik för småhus 2021. Ett sådant eluppvärmt småhus använder årligen i genomsnitt 117,7 kWh per kvadratmeter uppvärmd area inklusive hushållsel (se tabell T3.7 i Energistatistik för småhus 2021).

som konsumeras utan även var bostaden ligger.⁶¹ Därtill har ungefär 50 procent av hushållen rörliga elavtal, vilket innebär att många hushåll påverkas direkt av prisförändringar.

För att illustrera vilken effekt de högre levnadskostnaderna skulle kunna få på hushållens kassaflöde kan man utgå från några enkla räkneexempel.⁶² Beräkningarna utgår dels från exempelhushåll som inte har några lån, dels från exempelhushåll med olika stora lån i förhållande till bostadens värde (se tabell 1).⁶³

Tabell 1. Antaganden om exempelhushåll i beräkningarna

Ensamhushåll i bostadsrätt	Stockholm		Malmö		Övriga landet	
Belåningsgrad (LTV)	50 %	85 %	50 %	85 %	50 %	85 %
Marknadsvärde (msek)	4,35	4,35	2,76	2,76	2,51	2,51
Lånestorlek (msek)	2,18	3,70	1,38	2,35	1,26	2,13
Familjehushåll i villa	Stockholm		Malmö		Övriga landet	
Belåningsgrad (LTV)	50 %	85 %	50 %	85 %	50 %	85 %
Marknadsvärde (msek)	6,85	6,85	4,89	4,89	3,95	3,95
Lånestorlek (msek)	3,43	5,82	2,45	4,16	1,98	3,36

Anm. Avser genomsnittliga marknadsvärden för bostäder som nya bolånetagare (stickprov) köpte under 2021, se Finansinspektionens bolåneundersökning (2022), tabell 2. Kategorin "Övriga landet" i tabellen motsvarar kategorin "Övriga stora städer" i bolåneundersökningen.

Källor: Finansinspektionen och Riksbanken.

Dessa räkneexempel visar att kostnaderna kopplade till högre priser på drivmedel, el, livsmedel och räntor för ett hushåll bestående av två vuxna och två barn, boendes i en eluppvärmd villa i Stockholm och med en belåningsgrad på 50 procent skulle kunna öka med drygt 60 procent under 2023 jämfört med 2021 (se diagram 14). Det beror framför allt på att kostnaderna för el och räntor är högre. Effekten är nästan lika stor för ett hushåll som bor i Malmö trots att storleken på lånet är mindre. Det beror på att elpriset har varit och väntas vara högre där än i Stockholm. Är hushållet i Malmö därtill väldigt högt belånat med en belåningsgrad på 85 procent kan de totala årliga kostnaderna öka med drygt 150 000 kronor, eller cirka 60 procent jämfört med 2021. Om samma hushåll å andra sidan inte har något bolån skulle de årliga kostnaderna i stället öka med drygt 80 000 kronor, eller 43 procent, jämfört med 2021, varav två tredjedelar av kostnadsökningen kommer från de högre elpriserna.

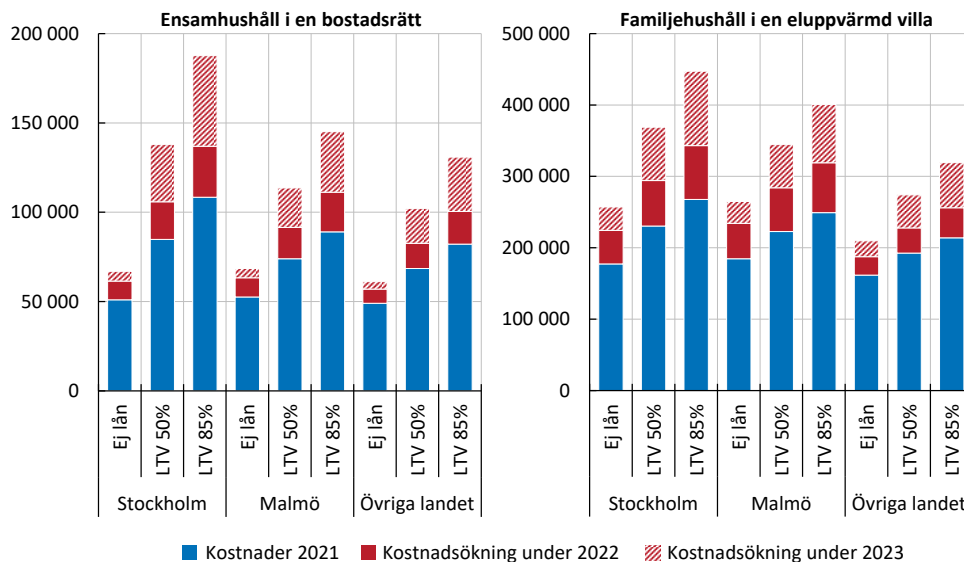
⁶¹ Se även "Vilken effekt kan åtgärder för att dämpa elpriset få på inflationen?", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

⁶² Se anmärkning till diagram 14 för antaganden som ligger till grund för räkneexemplen.

⁶³ Enligt Finansinspektionens bolåneundersökning (2022) var den genomsnittliga volymviktade belåningsgraden 53 procent bland hushåll med bolån 2021. Bland nya bolånetagare var motsvarande belåningsgrad 68 procent.

Diagram 14. Uppskattningar av kostnader för drivmedel, el, livsmedel och räntor för exempelhushåll i olika delar av landet med olika belåningsgrad under åren 2021-2023

Kronor (årlig kostnad)



Anm. LTV står för "loan-to-value" vilket på svenska motsvarar hushållets belåningsgrad (lånet i förhållande till bostadens värde). Räntekostnaderna baseras på den genomsnittliga rörliga räntan på bolån, ränteavdrag är inte medräknat. Hushållens eventuella konsumtionslån beaktas inte i beräkningarna. Amorteringar är inte inkluderade, men motsvarar en summa på ungefär 100 000 kronor per år för ett högt belånat familjehushåll i Stockholm som amorterar 2 procent per år. Drivmedelskostnader baseras på priset på bensin där körsträckan antas vara 1 000 mil/år för ett ensamhushåll och 2 000 mil/år för ett familjehushåll, bilen drar 0,7l/mil. Elkostnader uppskattas utifrån en förbrukning på 25 000 kWh/år för en eluppvärmd villa där månaderna oktober till mars antas ha högst elförbrukning. För en bostadsrätt används en förbrukning på 3 000 kWh/år med samma månadsfördelning av förbrukningen som för ett småhus. El-kostnaden utgörs av kostnaden för el (rörligt spotpris) och nätavgiften i elområde 1-4 samt skatt och moms. Kategorin "Övriga landet" är ett genomsnitt av kostnaderna i elområde 1 och 2. Elområde 3 representeras av Stockholm och elområde 4 av Malmö. Livsmedelskostnader följer Konsumentverkets riktlinjer för matkostnader. Uppskattningen för resterande månader under 2022 och helåret 2023 baseras på Riksbankens prognoser i Penningpolitisk rapport, september 2022.

Källor: Konsumentverket, Macrobond, SCB och Riksbanken.

Räkneexemplen visar att det behövs förhållandevis stora anpassningar i hushållens privatekonomi till följd av det högre kostnadsläget, men att olika hushåll påverkas olika mycket. Till exempel kan hushåll med höga skulder eller hög elförbrukning behöva minska sin konsumtion eller sitt sparande betydligt. Högt skuldsatta hushålls beteende kan också i hög grad påverka prisutvecklingen på bostadsmarknaden då de ofta utgör marginalköparen vid bostadsaffärer.

Hur hushållen väljer att anpassa sin konsumtion och sitt sparande kan variera beroende på hushållets förutsättningar och möjligheter. Hushåll med högre skulder har typiskt sett högre inkomster. Det saknas dock mikrodata över hushållens faktiska konsumtionsutgifter samt över hur tillgångar, besparingar och skulder är fördelade inom hushållssektorn. Det är därför svårt att få en fullgod bild av motståndskraften hos enskilda hushåll. Även om hushållssektorns sparande är högt och tillgångarna stora,

finns det indikationer på att högt skuldsatta hushåll kan ha ont om likvida tillgångar.⁶⁴ Dessa tillgångar kan vara av stor betydelse eftersom de utgör en buffert för hushållen i stressade perioder.⁶⁵

Tidigare ”kvar-att-leva-på”-kalkyler speglar inte det kostnadsläge som hushållen möter idag

I sin bolåneundersökning gör Finansinspektionen stresstester som liknar de ”kvar-att-leva-på”-kalkyler (KALP) som bankerna gör i samband med kreditprövningen. Stress-testerna ger en indikation på motståndskraften hos nya bolånetagare. I dessa utgår man från hushållets inkomst, den avtalade räntan och från schabloner för levnadskostnader som ska representera hushållens nödvändiga utgifter. Tidigare stresstester har indikerat att de flesta nya bolånetagare klarar av att fullfölja sina skuldbetalningar även om räntorna skulle stiga ordentligt, men att många högt skuldsatta hushåll skulle ha lite kvar av sin inkomst att använda för sparande och konsumtion.

Dessa stresstester tar dock inte hänsyn till de ökade levnadskostnader som bolånetagarna nu påverkas av. Inte heller de schabloner som bankerna och Finansinspektionen har använt speglar det kostnadsläge som hushållen nu möter. Det är dessutom osäkert hur rättvisande schablonerna för levnadskostnader är i förhållande till faktiska utgifter även under normala omständigheter. Marginalerna hos många låntagare vid ett högre ränteläge är sannolikt betydligt lägre än vad som framgår av exempelvis Finansinspektionens senaste bolåneundersökning.⁶⁶ Det finns därför en risk att ett bolån blir en större belastning för hushållet än vad KALP-kalkylen visar.

Hushållens motståndskraft provas

Sammantaget bidrar både högre levnadskostnader och räntor till att de flesta hushåll tvingas göra någon form av anpassning i sin privatekonomi. De allra flesta bolånetagare bedöms kunna fullfölja sina skuldbetalningar, men vissa hushåll kan få problem med att betala på sina lån. Det gäller särskilt hushåll med konsumtionslån, då dessa hushåll överlag har en sämre betalningsförmåga än bolånetagare. Ett hastigt anpassningsförlopp i hushållens konsumtion och sparande skulle skapa lönsamhetsproblem i företagssektorn. Detta kan medföra fler konkurser och öka bankernas kreditförluster på företagsutlåningen. Om riskerna materialiseras till fullo kan konsekvenserna bli både djupa och långvariga givet att sårbarheterna i hushållssektorn och det svenska finansiella systemet redan var på en hög nivå i utgångsläget.⁶⁷

⁶⁴ Se M. Andersson, och R. Vestman, ”Svenska hushålls likvida tillgångar”, *FI-analys* nr 28, januari 2021, Finansinspektionen. Se även diagram A.7 i Diagramappendix.

⁶⁵ Se J. Almenberg, M. Kilström, V. Thell och R. Vestman, ”Hushållens skulder och motståndskraft i kriser”, *FI-analys* nr 33, juni 2021, Finansinspektionen.

⁶⁶ Finansinspektionen har på uppdrag av regeringen utvärderat effekterna av bolånetaket och amorteringskraven med fokus på åtgärdernas konsekvenser i den nuvarande ekonomiska situationen. I utvärderingen publicerar de beräkningar på hur hushållens marginaler påverkas i ett scenario med högre priser och räntor. Beräkningarna visar att hushållens marginaler minskar, och i vissa fall minskar de så pass mycket att hushållet får ett underskott. Knappt 10 procent av samtliga hushåll som köpt bostad 2021 får underskott i ett scenario med högre priser och räntor. Motsvarande andel i Finansinspektionens senaste bolåneundersökning (d.v.s. bortsett från det stressade scenariot) ligger på knappt 1 procent.

⁶⁷ Se diagram A.8 i Diagramappendix.

2.4 Sårbarheter och risker i banksystemet



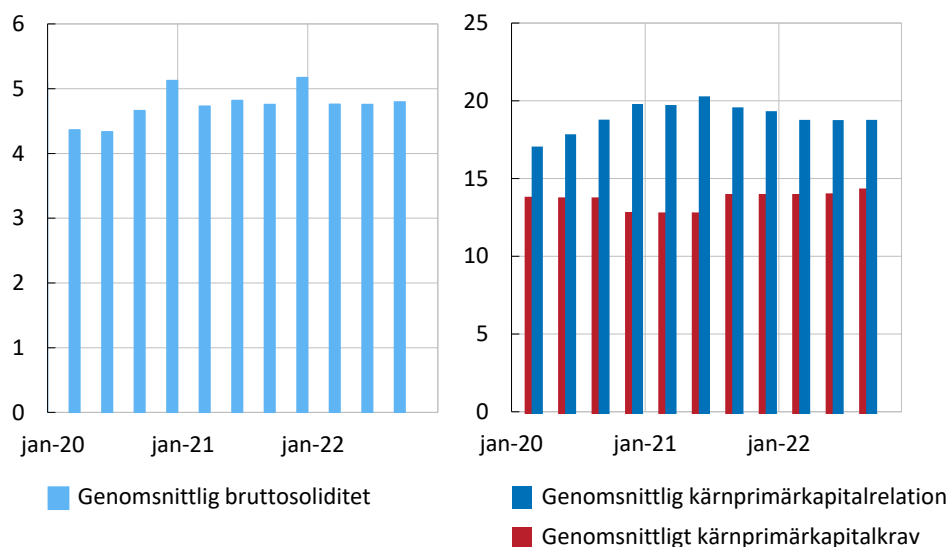
De svenska storbankerna har ett gynnsamt utgångsläge tack vare sin goda likviditet, sina förhållandevis stora kapitalbuffertar och sin relativt höga lönsamhet.⁶⁸ Men riskerna har ökat sedan i våras i och med att de ekonomiska utsikterna har försämrats så snabbt. När räntorna stiger brukar det normalt sett gynna bankernas intjäning. Men samtidigt innebär högre räntor och övriga levnadskostnader att låntagarna får svårare att betala sina lån, vilket kan få konsekvenser i form av stigande kreditförluster.

De svenska storbankerna har ett gynnsamt utgångsläge

De svenska storbankerna har i dagsläget god marginal ner till kapitalkraven samt till de krav som finns på likviditetsbuffertar (LCR) och stabil nettofinansiering (NSFR) (se diagram 15).⁶⁹ Deras bruttosoliditet har också varit stabil även om den är lägre än genomsnittet för europeiska banker.

Diagram 15. De svenska storbankernas genomsnittliga bruttosoliditet och kärnprimärkapitalrelation

Procent



Anm. Genomsnitt (ovägt) för de svenska storbankerna. Kapitalkravet inkluderar inte bankernas interna buffertar.

Källa: Bankernas kvartalsrapporter.

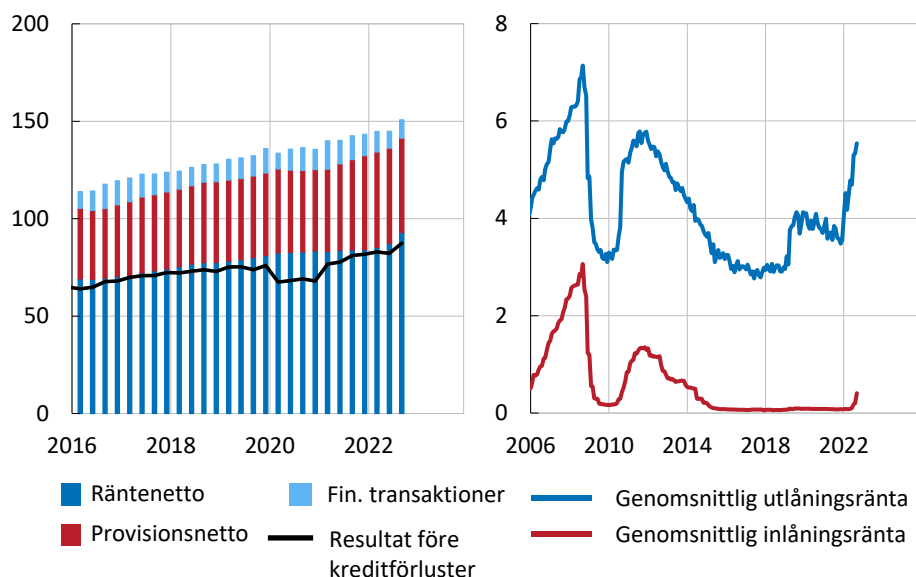
⁶⁸ Med "de svenska storbankerna" avses Handelsbanken, SEB och Swedbank.

⁶⁹ Dessa mått illustrerar bankernas förmåga att täcka sina stressade nettoutflöden i 30 dagar respektive hålla en viss nivå av stabil finansiering i förhållande till sina illikvida tillgångar på ett års sikt.

Bankerna uppvisar även en god lönsamhet. Under årets första nio månader uppnådde de svenska storbankerna en räntabilitet på eget kapital på strax under 13 procent, vilket är mycket i ett europeiskt perspektiv även om det var något mindre än för samma period 2021.⁷⁰ Den goda lönsamheten berodde framför allt på att räntenettet ökade och att kreditförlusterna var låga (se diagram 16 och diagram 18). Räntenettet gynnas av tillväxten i bankernas utlåning samt högre marginaler på inlåningen. Att marginalerna på inlåningen har ökat speglar att bankerna inte har höjt räntan på inlåningen i någon större utsträckning trots att räntorna generellt har gått upp (se diagram 16). Att kreditförlusterna blivit små beror främst på att det ekonomiska läget varit fördelaktigt.

Diagram 16. Utveckling av de svenska storbankernas huvudsakliga intäktskällor och utveckling av genomsnittliga ut- och inlåningsräntor

Miljarder kronor (vänster bild), procent (höger bild)



Anm. Vänster diagram avser Handelsbanken, SEB och Swedbank, rullande fyra kvartal. Höger diagram avser svenska bankers genomsnittliga utlåningsräntor för nya och omförhandlade avtal för samtliga lån till hushåll. Inlåningsräntor avser samtliga typer av konton för hushållens inlåning.

Källor: Bankernas kvartalsrapporter och SCB.

Men osäkerheten kring utvecklingen framåt är stor

De försämrade ekonomiska utsikterna påverkar bankerna negativt på flera sätt. Framförallt eftersom betalningsförmågan hos deras låntagare försämras och kreditförlusterna riskerar att öka. På intäktsidan ser bankernas räntenetton ut att gynnas av stigande räntor samtidigt som provisions- och kapitalintäkterna ser ut att minska, dels på grund av utvecklingen på börsen, dels på grund av minskad konsumtion som slår mot inkomsterna från betalningstjänster såsom kreditkort. Till detta kommer inflationen som medför ett kostnadstryck.

⁷⁰ Bankernas kvartalsrapporter och *EBA Risk Dashboard*, kvartal 2 2022, European Banking Authority.

Riskerna kopplade till bankernas finansiering har också ökat, vilket har drivit upp bankernas CDS-premier. Förtroendet för bankerna skulle kunna påverkas negativt ifall det uppstår en ökad osäkerhet kring låntagarnas betalningsförmåga, vilket i förlängningen skulle kunna försvåra bankernas finansieringsmöjligheter.

Dyrare marknadsfinansiering ger högre räntor för låntagarna

De svenska storbankerna finansierar sin utlåning med ungefär lika delar inlåning från hushåll och företag respektive emissioner av värdepapper på kapitalmarknaderna. De senare sker till ungefär två tredjedelar i utländsk valuta. Det innebär att bankerna är beroende både av förtroende från insättare och investerare samt av välfungerande inhemska och internationella kapitalmarknader.

Bankerna har fortsatt god tillgång till finansiering. Även om kostnaderna för marknadsfinansieringen har ökat betydligt har bankerna kunnat öka utlåningsräntorna för att möta detta.⁷¹ De stigande kostnaderna för marknadsfinansieringen påverkar svenska storbanker i större utsträckning än andra europeiska storbanker då de är mer beroende av marknadsfinansieringen. Kostnadsökningen beror på att räntorna generellt sett har stigit, men till viss del också på att investerare uppfattar kreditriskerna kopplade till bankernas låntagare som högre än tidigare. De svenska storbankernas viktigaste källa till marknadsfinansiering, säkerställda obligationer, har därtill en direkt koppling till bostadsmarknaden. Därmed skulle förtroendet för bankerna kunna minska om bostadspriserna sjunker mycket eller om bolånetagarna får svårt att betala på sina lån, och det skulle i förlängningen kunna leda till högre kostnader för finansieringen via säkerställda obligationer.

⁷¹ Se diagram A.9 i Diagramappendix.

FAKTA – Hur påverkar ett fall i bostadspriserna bankernas säkerställda finansiering?⁷²

Bankerna emitterar så kallade säkerställda obligationer för att finansiera sin utlåning för framför allt bostadsändamål. Enligt lagen om utgivning av säkerställda obligationer har den som investerar i en säkerställd obligation inte bara en fordran på den bank som emitterat obligationen, utan även en rätt till vissa öronmärkta tillgångar, den så kallade säkerhetsmassan, om banken skulle fallera.⁷³ Säkerhetsmassan består till största delen av lån för vilka bostaden har lämnats som säkerhet. Enligt lagen ska säkerhetsmassan hålla god kvalitet. Exempelvis får endast den del av ett bolån som understiger 80 procent av bostadens marknadsvärde inkluderas.⁷⁴ Det finns således en koppling mellan utvecklingen på bostadsmarknaden och den säkerställda obligationen.

Om bostadspriserna faller generellt ökar belåningsgraden för bolån. I den mån belåningsgraden för enskilda lån därmed skulle överstiga 80 procent minskar det värdet på säkerhetsmassan. För att klara av minskningar i värdet på bostäder håller emittenterna ett så kallat övervärde i säkerhetsmassan. Det utgörs av skillnaden i värde mellan säkerhetsmassan och summan av de emitterade säkerställda obligationerna. Enligt regelverket måste säkerhetsmassan motsvara minst 102 procent av volymen av säkerställda obligationer. För närvarande uppfyller emittenterna detta krav med marginal.⁷⁵ I ett läge där bostadspriserna faller och övervärdet sjunker ökar dock investerarnas risk.

Ratingbolagen utvärderar återkommande svenska emittenters program för utgivning av säkerställda obligationer. I deras scenarier, som inkluderar prisfall på 40 till 50 procent, det vill säga mer än prisfallet under 1990-talskrisen, skulle ratingen för svenska emittenters program för utgivning av säkerställda obligationer inte påverkas.⁷⁶ Allt annat lika skulle de fortfarande ha kvar högsta möjliga rating. Sannolikt skulle dock ett sådant scenario få stora negativa effekter på såväl bankerna som ekonomin i stort. Bolånetagarnas ekonomi skulle sannolikt påverkas kraftigt och därmed också deras betalningsförmåga. Vid ett prisfall kan därför investerarnas förtroende för emittenterna undermineras. Det skulle troligen påverka prissättningen av och tillgången till bankernas finansiering, såväl genom säkerställda obligationer som andra finansieringskällor.

⁷² För de tolv utgivarna av säkerställda obligationer i Sverige står kommersiella fastigheter för runt en procent av säkerhetsmassan. Fokus i analysen ligger därför på bostadsmarknaden.

⁷³ Lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer t.o.m. SFS 2022:803.

⁷⁴ Säkerhetsmassans kvalitet kontrolleras regelbundet av en oberoende granskare som Finansinspektionen utser.

⁷⁵ Vid utgången av det tredje kvartalet 2022 hade de största svenska emittenterna övervärden på mellan 11 och 183 procent. Den stora variationen beror på att emittenterna tillämpar olika strategier gällande hur mycket övervärde de vill hålla, där vissa föredrar att hålla stora övervärden medan andra föredrar mindre men mer dynamiska övervärden.

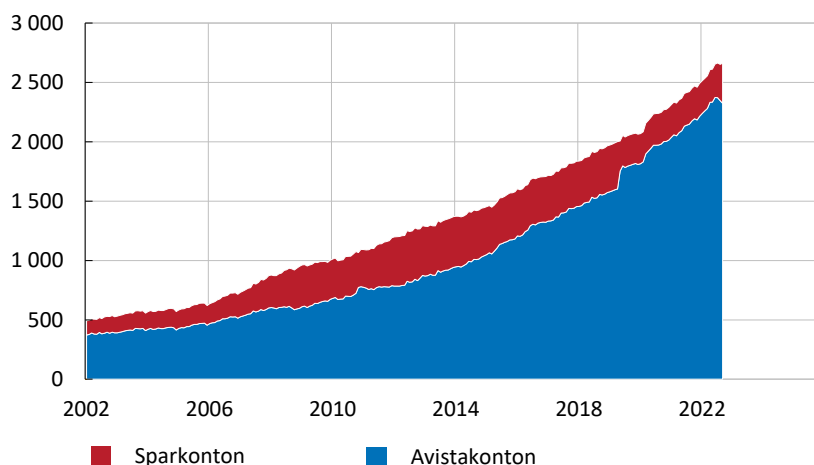
⁷⁶ Se exempelvis *Swedish Covered Bond Market Insights 2022*, september 2022, S&P Global Ratings.

De senaste årens tillväxt i bankernas inlåning har börjat mattas av något även om den fortsatt är relativt hög. Den här utvecklingen beror bland annat på att centralbankerna minskar sina obligationsinnehav.⁷⁷ Dessutom minskar hushållens och företagens utrymme för sparande i takt med att deras finansiella situation blir alltmer pressad. Hushållen sparade till exempel cirka 18 procent mindre under det andra kvartalet i år jämfört med samma kvartal året innan.⁷⁸

Mindre banker är mer beroende av inlåning för sin finansiering än storbankerna och påverkas därmed i större utsträckning av att inlåningstillväxten minskar. De är därför också mer villiga att höja inlåningsräntorna än storbankerna, och har hittills i år höjt sina inlåningsräntor både snabbare och mer. Storbankerna har på senare tid börjat höja sina inlåningsräntor, men ökningarna står inte i paritet med vare sig de mindre bankernas höjningar av inlåningsräntorna eller storbankernas egna höjningar av utlåningsräntorna. I dagsläget ligger enbart en mindre del av det svenska banksystemets totala inlåning på sparkonton med bunden ränta eller uttagsrestriktioner. Merparten av inlåningen ligger i stället på avistakonton som typiskt sett ger en lägre ränta (se diagram 17). Inlåningen på avistakonton omfattas inte av uttagsrestriktioner och kan därför enkelt flyttas till en annan bank. Det är därmed inte osannolikt att de svenska storbankernas inlåningsvolymerna påverkas framöver.

Diagram 17. Inlåning på spar- och avistakonton

Miljarder kronor



Anm. Sparkonton avser inlåning som är bunden och/eller förknippad med vissa uttagsrestriktioner. Avistakonton avser inlåning utan överenskommen löptid, uppsägningstid eller betydningsfulla restriktioner i uttagsvillkoren. Detta inkluderar exempelvis lönekonton och sparkonton med fria uttag. Data till och med september 2022.

Källa: SCB.

⁷⁷ Se H. Armelius, C. Claussen och D. Vestin (2020), "Pengar och penningpolitik i kristider", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, Sveriges riksbank.

⁷⁸ Se SCB:s *Sparbarometer*, augusti 2022, SCB. Inkluderar inlåning, premiepensioner, tjänstepensioner, privat försäkringssparande, fondandelar, direktägda aktier och obligationer.

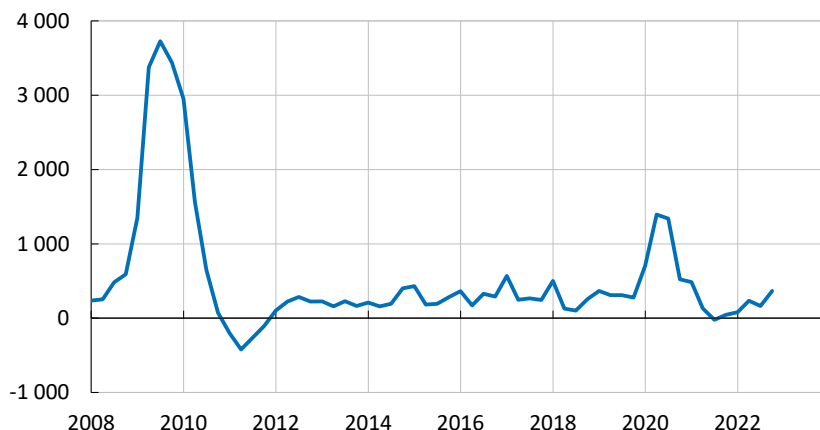
Kreditförlusterna är låga

Högre inflation och räntor kombinerat med försämrade konjunkturutsikter ökar risken för att kunderna inte ska klara av sina lånebetalningar. Av särskild betydelse är utvecklingen i fastighetssektorn, eftersom bankerna har stora exponeringar mot denna sektor. Bankerna har även stora exponeringar mot tjänstesektorn och handeln.⁷⁹

De svenska storbankernas kreditförluster är i dagsläget låga (se diagram 18). Men processen från det att ett företag riskerar att gå i konkurs till faktisk konkurs tar tid, och bankerna behöver reservera för kommande förluster redan när riskerna bland kunderna börjar öka. Hittills i år har bankerna börjat ta höjd för en försämrad makroekonomisk utveckling genom att öka sina reserveringar för kreditförluster. Det syns dock inte i de totala reserveringarna eftersom de samtidigt gjort återföringar från de pandemirelaterade reserveringar som inte har materialiserats. Bankerna ökade under årets första nio månader sina reserveringar för sektorer som bygg, jordbruk och skogsbruk samt tillverkning jämfört med samma period 2021.

Diagram 18. Utveckling av de svenska storbankernas kreditförluster

Miljoner kronor



Anm. Genomsnitt (ovägt) för Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Källa: Bankernas kvartalsrapporter.

Riksbankens nya stresstest pekar på större förluster på företagsutlåningen i ett stressat scenario

För att uppskatta vilka kreditförluster som skulle kunna uppstå i det svenska banksystemet i ett stressat scenario har Riksbanken utvecklat ett nytt stresstest baserat på mikrodata för svenska icke-finansiella företag (se faktaruta "Stresstest av bankernas utlåning till icke-finansiella företag baserat på mikrodata"). Utlåningen till dessa representerar bara en del av bankernas totala utlåning. Men den här låntagargruppen är särskilt intressant eftersom den historiskt har stått för merparten av de svenska storbankernas kreditförluster, tillsammans med förluster från utländska icke-finansiella företag.⁸⁰ Fördelen med att använda en modell baserad på mikrodata, jämfört

⁷⁹ Se avsnitt "Sårbarheter och risker i företagssektorn".

⁸⁰ Dessutom finns det i dagsläget endast mikrodata på utlåningen till denna sektor.

med en aggregerad modell som Riksbanken tidigare har använt för att uppskatta bankernas kreditförluster, är att det möjliggör att ta hänsyn till den företagsspecifika kreditrisken i bankernas utlåning samt bättre fånga hur exponeringarna förändras över tid. Men samtidigt innebär bristen på annan mikrodata att det nya stresstestet bara fångar kreditförlusterna som kan uppstå i en del av bankernas utlåning.

I det stressade scenariot redovisar metoden samlade kreditförluster på 50 miljarder kronor över en tidshorisont på tre år för det svenska banksystemet.⁸¹ Det motsvarar ett genomsnitt på runt 16 miljarder kronor per år för bankerna i stresstestet, vilket kan jämföras med ett faktiskt genomsnitt på runt 5,5 miljarder kronor per år för hela banksektorns utlåning för åren 1996-2020.⁸² Uttryckt som andel av den totala utlåningen till svenska icke-finansiella företag motsvarar kreditförlusterna i stresstestet knappt tre procent. De skattade kreditförlusterna kan också jämföras med det samlade rörelseresultatet, som för hela banksektorn uppgick till omkring 255 miljarder kronor under åren 2019-2021.⁸³

De svenska storbankerna har som intern målsättning att deras kapitalnivåer ska överstiga de formella kapitalkraven från Finansinspektionen med en till tre procentenheter. I dagsläget överstiger bankernas kapitalnivåer deras interna målintervall. På sikt ser däremot kapitalet ut att sjunka ned till bankernas målintervall i och med att det kontracykliska buffertvärdet höjs till två procent nästa år. Men även i detta läge skulle de svenska storbankerna kunna hantera högre kreditförluster utan att bryta mot kapitalkraven.⁸⁴ Mot bakgrund av deras förhållandevis stora kapitalbuffertar bedömer Riksbanken därmed att de förefaller klara av att hantera kreditförlusterna från stresstestet.

Resultatet från stresstestet är dock ingen prognos och ska tolkas med försiktighet. Dels täcker stresstestet inte bankernas totala låneportföljer, dels bygger modellen på flera antaganden. Om vissa antaganden i modellen justeras ökar förlusterna betydligt, från 50 miljarder kronor till 80-130 miljarder kronor. Det finns därmed en stor felmarginal beroende på hur väl antagandena fångar vad som faktiskt skulle hända i ett stressat scenario.

Som en konsekvens av det scenario som används skulle bankerna också kunna höja utlåningsräntorna för att kompensera sig när kreditrisken ökar, vilket skulle påverka kreditutbudet negativt. Därutöver finns risken att de inte vill ge nya lån, särskilt inte till sektorer där de redan realiserat eller förväntar sig att realisera stora kreditförluster. Dessutom är det troligt att bankernas tillgång till marknadsfinansiering skulle påverkas om kreditförlusterna skulle stiga kraftigt. Utöver detta innebär det stressade scenariot en situation med svag tillväxt, ökad arbetslöshet och ökad inflation, vilket i sig skulle påverka bankernas intjäning negativt.

⁸¹ De banker och institut som ingår i stresstestet står för cirka 95 procent av svenska monetära finansinstituts utlåning som inte är utlåning till hushåll.

⁸² Det historiska snittet är baserat på SCB:s data på bankernas totala kreditförluster, netto.

⁸³ Baserat på SCB:s data på bankernas rörelseresultat.

⁸⁴ I en situation där bankernas kreditförluster skulle öka kraftigt är det också sannolikt att Finansinspektionen skulle lätta på den kontracykliska bufferten, vilket skulle kunna bidra till att marginalen ner till kapitalkraven ökar ytterligare.

FAKTA – Stresstest av bankernas utlåning till icke-finansiella företag baserat på mikrodata

Riksbanken har under många år genomfört olika typer av stresstest som en del i analysen av den finansiella stabiliteten, och arbetar kontinuerligt med att vidareutveckla stresstesten. Stresstestet i denna stabilitetsrapport är baserat på en metod som bygger på mikrodata över bankernas utlåning till svenska icke-finansiella företag.⁸⁵

Metoden skattar konkurssannolikheter

Det första steget i denna metod är att på företagsnivå skatta sambandet mellan företagskonkurser och en uppsättning makroekonomiska och företagsspecifika variabler. Därefter beräknas konkursrisken för varje företag i ett givet hypotetiskt makrosenario. Skattningen kan liknas vid en sannolikhet för fallissemang (eng: probability of default, PD) och tillsammans med uppgifter om lånens storlek och en antagen förlustandel (eng: loss given default, LGD) kan en förväntad förlust för vart och ett av lånen beräknas.

De makroekonomiska variabler som används för att skatta konkurssannolikheten är förändring i arbetslöshet, sexmånaders statslåneränta, skillnaden (spread) mellan ett företags låneränta och statsräntan samt förändringen i bostadspriserna. I modellen ingår även företagsspecifika variabler, såsom indikatorer för företagets ålder och skuldsättning samt storlek. Historiskt sett är det vanligare att unga företag går i konkurs än att äldre gör det, och det är även vanligare att små företag går i konkurs än att stora gör det. Utöver detta multipliceras var och en av makrovariablerna med indikatorn för hög skuldsättning. Anledningen till detta är att makroekonomiska förändringar kan förväntas påverka företagets konkurssannolikhet på olika sätt beroende på hur skuldsatta de är.

De mikrodata som används i den här metoden är dels data som beskriver de icke-finansiella företagens ekonomiska situation, dels data som beskriver banksektorns företagsutlåning lån för lån. Företagsdata täcker alla aktiebolag i Sverige från tidigt 90-tal fram till idag och bankdata täcker omkring 95 procent av banksektorns utlåning till icke-finansiella företag. Totalt täcker dessa data cirka 20 procent av den svenska banksektorns totala utlåning.⁸⁶ Det är alltså inte ett stresstest för bankernas totala utlåning och kreditförlusterna kan således bli betydligt större än vad denna metod indikerar.

Det stressade scenariot visar en situation med fallande BNP och stigande räntor

Ett stresstest utgår ofta ifrån ett scenario med en hypotetisk framtida ekonomisk utveckling som beskriver en finansiell kris eller en kraftig recession, eller båda. Scenariot i detta stresstest täcker tre år och beskriver en situation där det råder stagflation, det

⁸⁵ Se N. Amberg, J. Li och J. Winstrand (2022). "En mikrodatabaserad ansats för stresstester av bankers kreditförluster på företagsutlåning", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

⁸⁶ De tre svenska storbankernas totala utlåning till icke-finansiella företag i utlandet uppgår till ungefär lika stor andel av den totala utlåningen som utlåningen till svenska icke-finansiella företag.

vill säga en kombination av svag tillväxt, ökad arbetslöshet, ökad inflation och högre räntor (se tabell 2).

Tabell 2. Den ekonomiska utvecklingen per år i scenariot

Procent och procentenheter

	År 1	År 2	År 3
BNP	-2,8	-4,4	1,8
Bostadspriser	-19,1	-16,3	8,2
Arbetslöshet	9,3	12,5	12,6
Statsskuldsväxel 6 M	2,5	3,7	3,1
Företagsspread	2,0	2,9	2,6

Anm. BNP och bostadspriser anges som årlig procentuell förändring, arbetslöshet anges i procentandel, statsskuldsväxel 6 M anges i procent och företagsspread anges i procentenheter.

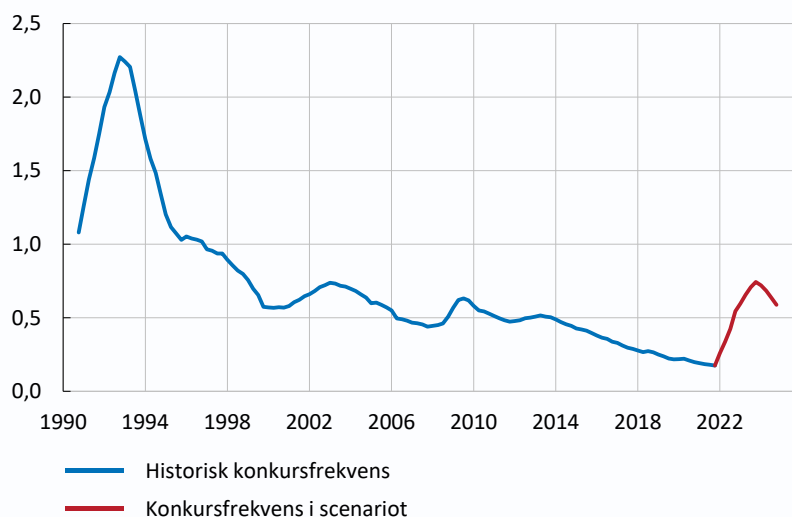
Källa: Riksbanken.

Betydande förluster i det stressade scenariot

I det stressade scenariot ökar konkurssannolikheten och de uppskattade förväntade kreditförlusterna uppgår till 50 miljarder kronor över de tre åren (se diagram 19). Detta motsvarar knappt tre procent av utlåningen till icke-finansiella företag.

Diagram 19. Konkursfrekvensen ökar i scenariot

Procent per kvartal



Anm. Rullande medelvärde av fyra kvartal.

Källa: Riksbanken.

Som alltid vid stresstester finns det en osäkerhet i resultaten. Dels finns det en så kallad statistisk osäkerhet, det vill säga en osäkerhet i de parametrar man skattar i modellen för konkurssannolikhet, dels finns det en osäkerhet i de olika antaganden som görs i beräkningen av förväntade kreditförluster.

Ett sätt att beskriva den statistiska osäkerheten är att beräkna ett konfidensintervall för resultatet. I detta fall ger ett 90-procentigt konfidensintervall förluster på 23 till 78 miljarder kronor, vilket ungefär kan tolkas som att resultatet nio gånger av tio kommer att hamna inom detta intervall, om ett likadant scenario skulle användas.

För att beskriva resultatets känslighet för de olika antaganden som görs kan man göra om beräkningarna med andra antaganden. I den ursprungliga skattningen antogs till exempel en förlustandel (LGD) på 45 procent. Beroende på vilken typ av företag och vilken typ av lån det är kan detta vara ett optimistiskt antagande. I ett dåligt scenario kan det till exempel vara så att säkerheterna för fallerade lån är svåra att sälja och att värdet därmed sjunker kraftigt. Om förlustandelen i stället antas ligga på 70 procent stiger de förväntade förlusterna från 50 miljarder kronor till drygt 78 miljarder kronor.

Modellens resultat beror även på hur skuldsatta företagen är när scenariot börjar. Skuldsättningen definieras här som skulder genom tillgångar, och antas vara oförändrad under scenariots förlopp. Det är emellertid inte orimligt att tänka sig att värdet på företagens tillgångar faller i vårt scenario och att skuldsättningen därmed stiger. Om vi antar att företagens skuldsättning ökar med 50 procent stiger de förväntade förlusterna till 85 miljarder kronor. Om vi dessutom antar att förlustandelen är 70 procent ökar de förväntade förlusterna till 132 miljarder kronor.

Riksbanken har även metoder för stresstest som baseras på aggregerad data som generellt sett ger mycket större förluster än den metod som använts här. Detta beror till stor del på att den aggregerade metoden inkluderar samtliga exponeringar.⁸⁷ Stresstestet som används här baseras på mikrodata för svenska icke-finansiella företag. Denna sektor utgör ungefär 20 procent av bankernas totala utlåning och i dagsläget finns det inte mikrodata som täcker de resterande 80 procenten. Tar man hänsyn till bankernas utlåning i andra länder och till andra sektorer kan alltså deras totala förväntade kreditförluster bli betydligt större i en situation som liknar den i scenariot.

Förluster kan uppstå i andra delar av banksystemet

Som nämnts ovan bedömer Riksbanken att de svenska storbankerna förefaller klara av att hantera kreditförlusterna från stresstestet. Samtidigt inkluderar det inte utlåningen till hushåll eller utländska företag, och bankerna skulle kunna drabbas av ökade kreditförluster även inom dessa låntagargrupper. Dessutom finns det stora skillnader mellan olika bankers exponeringar mot olika risksegment, till exempel konsumtionslån. Det gäller både mellan bankerna som ingår i stresstestet, och mellan bankerna i stresstestet och de övriga bankerna på den svenska marknaden. Medan de svenska storbankerna till exempel har en relativt diversifierad utlåning är vissa mindre bankers utlåning väldigt koncentrerad till specifika segment. De skulle därmed påverkas mer om det skulle bli problem med lånen i just dessa segment.

Konsumtionslånen har vuxit relativt kraftigt under de senaste åren, även om de fortfarande står för en jämförelsevis liten del av hushållens totala lån, 18 procent i augusti

⁸⁷ Se D. Buncic, J. Li, P. van Santen, P. Wallin och J. Winstrand (2019). "Riksbankens metod för stresstest av bankers kapital", *Staff memo*, maj, Sveriges riksbank.

2022.⁸⁸ Samtidigt är kreditprövningen för konsumtionslånen inte lika omfattande som när bankerna beviljar bolån. Dessutom representerar konsumtionslånen en större andel av problemlånen än sin andel av utlåningen totalt sett.⁸⁹ För de svenska storbankerna utgör till exempel konsumtionslånen runt två procent av deras totala utlåning, men runt 13 procent av deras problemlån.⁹⁰

Det är mindre banker som står för de största riskerna från konsumtionslån. Skälet är dels att de har tagit marknadsandelar från storbankerna under de senaste tio åren och stod vid slutet av juni för 42 procent av den här typen av utlåning, dels att vissa av dem är mycket koncentrerade mot konsumtionslån.⁹¹ För så kallade konsumtionskreditföretag går ofta över 70 procent av deras utlåning till konsumtionslån.⁹² Därmed är de särskilt utsatta när det nu är större risk för att hushåll med konsumtionslån får problem med att betala sina lån.

Förhöjda risker i närtid medan strukturella sårbarheter kvarstår

Riksbanken bedömer att de svenska storbankerna har ett gynnsamt utgångsläge. Det finns dock en betydande risk att bankerna behöver göra större reserveringar för kreditförluster framöver vilket kan påverka såväl deras kostnad för marknadsfinansiering som deras förmåga att upprätthålla kreditförsörjningen. Dessutom kvarstår de strukturella sårbarheterna i det svenska banksystemet. Det svenska banksystemet är stort, sammanlänkat och i högre grad än i andra länder beroende av förtroende från både svenska och utländska investerare och av välfungerande kapitalmarknader.

⁸⁸ SCB:s Finansmarknadsstatistik. Konsumtionslån som andel av monetära finansinstituts totala utlåning till hushåll.

⁸⁹ Definierat som andelen lån i steg 3, det vill säga lån där det föreligger en betydande ökning av kreditrisken och det skett en kredithändelse.

⁹⁰ Siffror baserade på bankernas kvartalsrapporter för det tredje kvartalet 2022.

⁹¹ Se *Sveriges ekonomi – Statistiskt perspektiv* nr 7, fördjupning "Höga räntebetalningar för konsumtionslån", SCB. Siffran avser vad SCB kallar för "nischbanker", vilket de definierar som banker som ofta är specialiserade inom ett eller få områden, exempelvis billån eller liknande typer av konsumtionslån.

⁹² Definieras av Finansinspektionen som företag med kärnverksamheten inriktad mot lån utan säkerhet och olika slags betaltjänster. Se deras Bankbarometer för ytterligare detaljer.

2.5 Sårbarheter och risker bland andra finansiella aktörer



Även andra finansiella aktörer än bankerna kan påverka den finansiella stabiliteten genom sitt agerande på de finansiella marknaderna, eftersom vissa av dem förvaltar stora tillgångar. Svenska fonder står för en stor andel av företagens marknadsbaserade finansiering. Samtidigt är svenska företagsobligationsfonder känsliga för stora uttag från andelsägarna och kan föra stress vidare till företagen. Även svenska försäkringsföretag förvaltar stora tillgångar. Deras stora exponering mot riskfyllda tillgångar medför att de är känsliga för stora prisfall.

Företagsobligationsfonder är sårbara i rådande marknadsläge

Sämre tillväxtutsikter och högre räntor påverkar efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Det berör exempelvis företagsobligationer och även de fonder som investerar i dessa. Som Riksbanken tidigare uppmärksammat är svenska företagsobligationsfonder känsliga för större utflöden eftersom de erbjuder andelsägarna dagliga uttagsmöjligheter samtidigt som de investerar i mindre likvida tillgångar. Detta är en form av likviditetstransformation.⁹³ Eftersom stora uttag kan göra att fonderna måste minska sina innehav av företagsobligationer kan detta i förlängningen påverka företagens möjligheter att finansiera sig.⁹⁴

De senaste månaderna har lite större utflöden än normalt varvats med små nettoinflöden för de svenska företagsobligationsfonderna, som diagram 20 illustrerar. Dessa fonder är känsliga för stora utflöden. Utöver att marknadsläget är fortsatt osäkert ligger företagsobligationsfondernas kassor kvar på förhållandevis låga nivåer sedan den senaste stabilitetsrapporten.⁹⁵ Fonderna har också stora innehav av fastighetsföretagens företagsobligationer. Fastighetsföretagen är en sektor som är särskilt känslig för störningar som förändrade finansieringsvillkor eller ett sämre konjunkturläge.⁹⁶ Försämrade utsikter för fastighetsföretagen kan därför leda till att andelsägarna gör större uttag från fonderna, vilket kan förstärka marknadsturbulens och försämra fastighetsföretagens och andra företags möjligheter att finansiera sig.

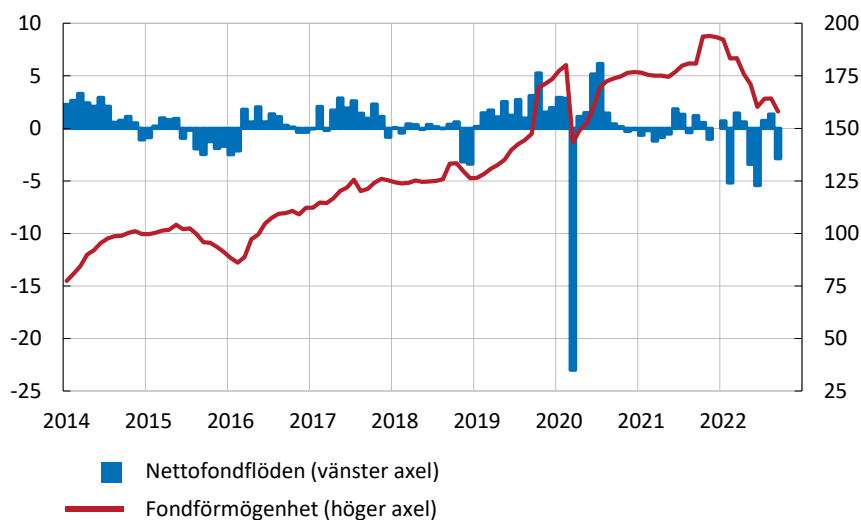
⁹³ Likviditetsrisker till följd av likviditetstransformation är inte något unikt för den svenska fondmarknaden, utan framhålls också av exempelvis Europeiska systemrisknämnden, ESRB, för vissa europeiska räntefonder. Se ESRB, *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022*, nr.7, juli 2022. Andra risker som nämns för fonderna är till exempel ökad kreditrisk och ökad risk för marknadskorrekationer till följd av förändrad riskapitet. Även Internationella valutafonden (IMF) framhåller likviditetstransformationen bland fonder som en stor risk i sin globala stabilitetsrapport. Se IMF, *Global Financial Stability Report 2022 – Navigating the High-Inflation Environment*, oktober 2022.

⁹⁴ Se *Finansiell stabilitet*, 2022:1, Sveriges riksbank, för ett utförligare resonemang om detta.

⁹⁵ Att hålla tillräckligt stor kassa är ett sätt för fonderna att öka sin motståndskraft mot stora uttag. För fondkategorin SEK Corporate bond ligger exempelvis andelen kassa i portföljerna fortsatt strax över sex procent. Källa: Morningstar.

⁹⁶ Se fördjupningsrutan ”Den finansiella sektorns sammanlänkning med den kommersiella fastighetssektorn”.

Diagram 20. Nettoflöden och fondförmögenhet i svenska företagsobligationsfonder
Miljarder kronor



Anm. Nettoflöden utgörs av skillnaden mellan insättningar och uttag från fonderna.

Källa: Macrobond.

Ränterisken i svenska räntefonder bedöms vara begränsad

När räntorna stiger kommer långa räntefonder att förlora i värde. Hur mycket värdet minskar beror på ränterisken i respektive fond, det vill säga hur känsligt värdet på fonden är för förändrade räntor. Fonder med höga ränterisker kan vara mer exponerade för risken att andelsägare gör större uttag från fonderna. Ränterisken för fonder kan mätas genom att beräkna den så kallade modifierade durationen. Med modifierad duration avses fondens procentuella värdeförändring vid en ökning med en procentenhet för statsobligationsräntor på alla löptider.

För ett urval av svenska räntefonder var den genomsnittliga modifierade durationen 2,3 procent under september 2022.⁹⁷ Som en jämförelse kommer Europeiska systemrisknämnden, ESRB, fram till en värderingsförlust om i genomsnitt fyra procent för ett urval av europeiska räntefonder.⁹⁸ Detta indikerar att ränterisken för svenska räntefonder är lägre än för de europeiska, vilket är en effekt av att löptiderna i de svenska fondernas innehav är kortare.

Försäkringsföretagen är fortsatt sårbara mot prisfall på deras tillgångar

Marknadsvärdet på försäkringsföretagens tillgångar har fallit sedan årsskiftet till följd av breda börsnedgångar och stigande räntor. Aktier och investeringsfonder utgör dock fortfarande en stor del av deras totala placeringstillgångar både i en historisk och

⁹⁷ I urvalet ingår de svenska räntefonder där det finns uppgifter om modifierad duration i databasen Morningstar. Det är drygt 50 fonder, men det exakta antalet varierar något från månad till månad.

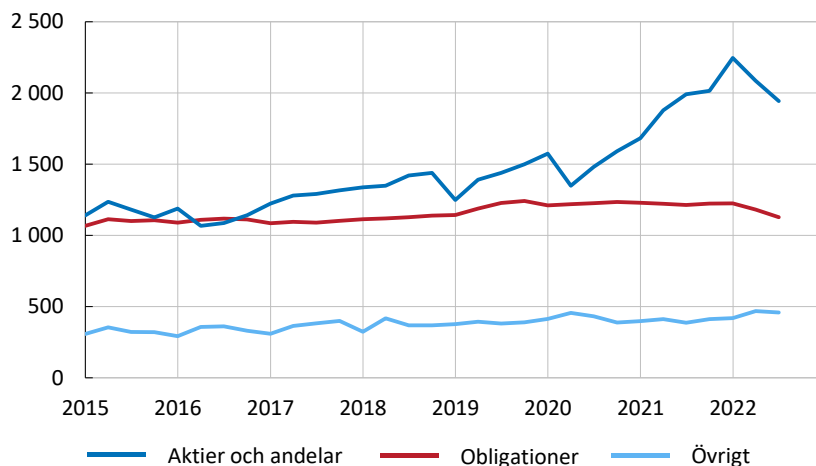
⁹⁸ Se *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022*, nr.7, juli 2022, ESRB. ESRB gör i rapporten ingen direkt värdering i om de anser att fyra procent är högt eller lågt, men historiskt är det inte ovanligt att räntefonder förlorar fyra procent av sitt värde till följd av utflöden och/eller ett ogynnsamt marknadsläge. Så har även skett aggregerat för svenska långa räntefonder vid vissa tillfällen under de senaste decennierna.

i en internationell jämförelse (se diagram 21).⁹⁹ För livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen som placerar med en lång tidshorisont och som har garanterade finansiella åtaganden gentemot sina försäkringstagare är avvägningen mellan risk och avkastning särskilt viktig. De låga räntorna har gjort att företagen har behövt öka andelen riskfyllda tillgångar, som aktier och investeringsfonder, i syfte att uppfylla dessa åtaganden, eftersom räntebärande tillgångar har genererat för låg avkastning.

Om priserna på riskfyllda tillgångar faller kan det därför innebära stora förluster för försäkringsföretagen och försämra deras finansiella ställning (solvens). Deras solvens är dock bättre än det europeiska genomsnittet och bedöms i sin helhet som fortsatt god.¹⁰⁰ Vid prisfall kan däremot försäkringstagarnas avkastning utöver den garanterade minska.

Diagram 21. Livsförsäkringsföretagens tillgångsallokering över tid

Miljarder kronor



Anm. Fond- och depåförsäkring där försäkringstagaren bär risken är exkluderade. Aktier och andelar syftar på noterade och onoterade aktier, investeringsfonder, teckningsoptioner och andra ägarandelar. Övrigt avser t.ex. kassa- och banktillgodohavanden, penningmarknadsinstrument, lån, byggnader och mark.

Källa: SCB.

⁹⁹ Se *Financial Stability Report*, juni 2022, Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten, för en översikt över de europeiska försäkringsföretagens allokeringar.

¹⁰⁰ Solvenskapitalkravet SCR, vilket är ett av två kapitalkrav under det europeiska Solvens II-direktivet, var något högre under det första kvartalet i år för de svenska försäkringsföretagen jämfört med deras europeiska motparter (se Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndighetens försäkringsstatistik [Insurance statistics | Eiopa \(europa.eu\)](#)). Se även *Stabiliteten i det finansiella systemet*, 2022:1, Finansinspektionen, för en bedömning av solvenssituationen för svenska livförsäkrings- och tjänstepensionsföretag.

Försäkringsföretagen valutasäkrar en stor del av sina placeringar i utländska tillgångar, framför allt utländska obligationer, genom att ingå valutaswappar för att matcha tillgångar och skulder i respektive valuta.¹⁰¹ De ingår oftast valutaswappar med kort löptid vilket ger dem mindre andrum i en period med finansiell stress eftersom de måste förnya sina valutasäkringar ofta. Försäkringsföretagen är därför beroende av att marknaden fungerar så att de kan förlänga sina valutaswappar. Exempelvis skulle dollarsäkringar för omkring 450 miljarder kronor förfalla om marknaden slutar fungera i en månad.¹⁰² Om det uppstår stora prisfall på deras valutasäkrade tillgångar kan det även leda till att den ursprungliga valutasäkringen blir för stor, vilket resulterar i ett stort behov av utländsk valuta för företagen.¹⁰³ Därtill kan prisfall på mer riskfyllda tillgångar medföra att marginalsäkerheter måste skjutas till på befintliga investeringar, till exempel derivatkontrakt, vilka ofta betalas med utländsk valuta.¹⁰⁴ Resultatet av kraftiga prisfall och en dåligt fungerande valutaswapmarknad kan därmed bli att försäkringsföretagen får ett behov av utländsk valuta som är stort i förhållande till de volymer som normalt omsätts på spotmarknaden.¹⁰⁵

Negativa effekter av prisfall dämpas på sikt när räntorna stiger

När räntorna stiger påverkar det å ena sidan försäkringsföretagen genom att det minskar nuvärdet av deras placeringstillgångar, vilket i sig är negativt. Å andra sidan sker detsamma med nuvärdet av deras finansiella åtaganden gentemot försäkringstagarna, vilket är positivt för försäkringsföretagen. Vad nettoeffekten blir för företagen avgörs av durationsgapet, det vill säga skillnaden i räntekänslighet på försäkringsföretagens tillgångar och åtaganden. De svenska livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen tenderar att ha ett negativt durationsgap, vilket betyder att deras åtaganden är mer räntekänsliga än deras tillgångar – när räntorna stiger minskar därför åtagandena mer än tillgångarna. Svenska försäkringsföretag gynnas därmed generellt av stigande räntor, vilket kan jämföras med att en del europeiska motsvarigheter gör det i mindre utsträckning eftersom de har ett mindre durationsgap.¹⁰⁶

Högre räntor kan på sikt leda till ett minskat risktagande för försäkringsföretagen eftersom de inte behöver ha en lika stor andel riskfyllda tillgångar för att möta sina åtaganden. Däremot uppstår det risker om räntorna stiger väldigt snabbt. Även om försäkringsföretagen till exempel kan återinvestera kupongutbetalningar från sina ränte-

¹⁰¹ De valutasäkrar typiskt sett endast en liten andel av sitt utländska aktieinnehav. Det beror på att aktiekursrisken generellt anses vara högre än valutakursrisken.

¹⁰² Se diagram A.10 i Diagramappendix. Inkluderar även AP-fonderna.

¹⁰³ Se *Finansiell stabilitet*, 2022:1, Sveriges riksbank, för ett mer utförligt resonemang kring detta.

¹⁰⁴ Det är till exempel vanligt för försäkringsföretagen att justera sin utländska aktieexponering genom att köpa eller sälja terminer som följer ett utländskt aktieindex. När priset på dessa terminer faller i takt med aktieindexet kan de behöva skjuta till ytterligare marginalsäkerheter.

¹⁰⁵ Utöver att växla kronor till utländsk valuta på spotmarknaden kan försäkringsföretagen också avyttra utländska placeringar men det kan innebära betydande realiserade förluster i tider av finansiell oro. Se fördjupningen "Sammanlänkningen mellan försäkringsföretag, AP-fonder och banker via valutamarknaden", i *Finansiell stabilitet*, 2020:1, Sveriges riksbank.

¹⁰⁶ Svenska skadeförsäkringsföretag har om något i stället ett svagt positivt durationsgap, det vill säga att tillgångarna är något mer räntekänsliga än skulderna. Därför missgynnas de i stället något när räntorna stiger.

bärande tillgångar till en högre ränta kan marknadsvärdet på deras placeringstillgångar initialt falla kraftigt vid snabba ränteuppgångar, vilket påverkar deras solvens negativt.

Snabbt stigande räntor kan öka marginalsäkerhetskraven på ränteswapmarknaden

För att inte fallande räntor ska leda till att livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagens åtaganden växer sig betydligt större än deras tillgångar väljer många att öka räntekänsligheten på tillgångssidan genom att ingå ränteswappar. De får då fast ränta av en motpart och betalar rörlig ränta tillbaka. Om räntorna stiger minskar marknadsvärdet på deras ränteswapkontrakt eftersom de får samma fasta ränta men måste betala en högre ränta. De kan då bli tvungna att skjuta till marginalsäkerheter för de kontrakt som clearas av en central motpart (se faktarutan "Vad innebär det att vara deltagare i en CCP?").

I september 2022 steg de brittiska statsobligationsräntorna så snabbt att flera brittiska förmånsbestämda tjänstepensionsföretag fick problem att möta de ökade kraven på marginalsäkerheter som uppstod på deras CCP-clearade ränteswappar.¹⁰⁷ De brittiska företagen lånefinansierar därtill en stor del av sitt statsobligationsinnehav genom att ingå repor med banker.¹⁰⁸ Syftet är att få en större exponering mot statsobligationer och därmed öka räntekänsligheten på tillgångssidan.¹⁰⁹ När räntorna steg minskade värdet på statsobligationerna och de blev tvungna att sälja delar av sitt innehav för att minska sin belåningsgrad. Det ledde till en självförstärkande negativ spiral eftersom räntorna steg ytterligare på grund av deras försäljningar. Det fick Bank of England att börja stödköpa statsobligationer för att återställa marknadens funktionsätt.

De svenska förmånsbestämda tjänstepensionsföretagen har emellertid mer tillgångar i relation till garanterade åtaganden än sina brittiska och europeiska motsvarigheter.¹¹⁰ De är därmed bättre kapitaliserade för att klara av perioder när låga räntor gör att åtagandena växer relativt tillgångarna. Sårbarheten mot snabbt stigande räntor kvarstår dock, och likviditetsrisken kopplat till CCP-clearade ränteswapkontrakt kan tänkas öka i framtiden. Det kan ske genom att försäkringsföretagen väljer att stänga mer av sitt negativa durationsgap genom att ingå fler ränteswappar, eller om andelen ränteswappar som clearas av en CCP ökar i framtiden.

¹⁰⁷ Förmånsbestämd innebär att storleken på pensionen är bestämd på förhand, exempelvis som en andel av slutlönen.

¹⁰⁸ De pantsätter sina befintliga statsobligationer genom repotransaktioner och får av banken likviditet de kan köpa ytterligare statsobligationer för.

¹⁰⁹ I Sverige begränsas belåningsgraden för försäkringsföretagen i försäkringsrörelselagen (2010:2043) och för tjänstepensionsföretagen i lag (2019:742) om tjänstepensionsföretag till att vara av ringa betydelse med hänsyn till kapitalbasens storlek. Vidare får derivat användas till att sänka den finansiella risken i företaget eller effektivisera förvaltningen.

¹¹⁰ I Sverige är ungefär hälften av tjänstepensionsföretagens åtaganden relaterat till förmånsbestämd pension (se *Financial Stability Report*, juni 2022, Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten). Se diagram A.11 i Diagramappendix. Svenska förmånsbestämda tjänstepensionsföretag har störst mängd tillgångar i relation till garanterade åtaganden inom EES.

2.6 Sårbarheter och risker i den finansiella infrastrukturen



Tillgängligheten i de finansiella infrastruktursystemen har hittills under året varit god. Det pågår dock alltså stora förändringar på betalnings- och värdepappersområdet. För att den finansiella stabiliteten inte ska påverkas behöver aktörerna genomföra förändringarna på ett sådant sätt att tillgänglighet och effektivitet bibehålls under arbetet. Volatiliteten på elmarknaden och det höga elpriset har påverkat många av Nasdaq Clearings deltagare som innehar elderivatkontrakt. Detta har gjort att vissa deltagare löper risk för likviditetsproblem. Om elpriserna återigen skulle öka skulle även risken för fallissemang kunna öka igen.

Stora förändringar på betal- och värdepappersmarknaden ökar de operativa riskerna

Tillgängligheten i de svenska finansiella infrastrukturerna har varit god under de tre första kvartalen i år.¹¹¹ Vissa av infrastruktursystemen har haft avbrott men betalningar och värdepapperstransaktioner har generellt sett ändå kunnat genomföras på ett säkert och effektivt sätt.

Det pågår stora förändringar på betalnings- och värdepappersområdet i både Sverige och övriga Europa. Det handlar bland annat om harmonisering av processer, inträde av nya aktörer och införande av ny teknik, utveckling av nya tjänster samt vidareutveckling av tekniska system. Förändringarna är nödvändiga bland annat för att på sikt bibehålla effektiviteten i de finansiella infrastruktursystemen. I vissa fall är de också motiverade av att viss vidareutveckling av systemen blivit eftersatt.

Förändringarna påverkar såväl infrastrukturföretagen själva som deras deltagare. Förändringsarbetet kan vara utmanande eftersom det handlar om att förnya verksamheten samtidigt som den befintliga verksamheten måste drivas vidare utan störningar. Det kräver bland annat tillgång till personal som kan hantera såväl nya som existerande system och rutiner. Eftersom den svenska finansmarknaden är relativt liten kan det vara en utmaning att finna sådan personal. Om det uppstår störningar i förändringsarbetet eller den löpande driften kan det påverka andra aktörer och i förlängningen få negativa konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Infrastrukturföretagen och deras deltagare måste därför planera noggrant och realistiskt så att funktionerna och tillgängligheten i de befintliga systemen bibehålls under förändringsarbetet.

¹¹¹ Se diagram A.12 i Diagramappendix.

FAKTA – Vad innebär det att vara deltagare i en CCP?

En CCP agerar mellanhand mellan köpare och säljare i en värdepapperstransaktion. Det ursprungliga kontraktet mellan köparen och säljaren ersätts med två kontrakt där CCP:n är motpart i båda. Med andra ord blir CCP:n köpare till varje säljare och säljare till varje köpare. Köparna och säljarna blir då CCP:ns deltagare. Deltagarna i en CCP har alltså inte någon motpartsrisk gentemot varandra, utan istället koncentreras risken hos CCP:n. Det innebär att CCP:n får kredit- och likviditetsrisker gentemot sina deltagare.

CCP:er ställer marginalsäkerhetskrav på sina deltagare för att minska sina riskexponeringar om någon skulle fallera. Kraven delas upp i så kallade initial margin (IM) respektive variation margin (VM). IM är de säkerheter som en deltagare ställer till CCP:n när ett kontrakt ingås, för att täcka de förluster som kan uppstå under den tid det tar för CCP:n att avveckla en deltagares positioner om denne fallerar. De syftar alltså till att täcka den riskexponering som CCP:n får då ett kontrakt clearas. IM-kraven justeras också kontinuerligt under kontraktets löptid. Till exempel ökar IM-kravet om de förväntade förlusterna vid ett fallissemang ökar, vilket bland annat kan bero på att marknadsvolatiliteten ökat. CCP:n behåller de säkerheter som deltagare lämnar till dess att positionen stängs. Då får deltagaren tillbaka sina säkerheter.

VM betalas vanligen på daglig basis och justeras kontinuerligt utifrån marknadsvärdet på en position. Om marknadsvärdet på en deltagares position till exempel har sjunkit innebär det att deltagaren måste betala ett belopp motsvarande förlusten till CCP:n. Till skillnad från IM så överför CCP:n säkerheterna i form av VM vidare till den andra parten i transaktionen, som alltså har gjort en vinst i förhållande till marknadsvärdet på sin position. VM-krav måste mötas med kontanta medel. IM-krav kan, utöver med kontanta medel, mötas med olika slags tillgångar som till exempel statsobligationer eller säkerställda obligationer. Dessa tillgångar måste dock vara mycket likvida för att accepteras som säkerheter.

Marknadsvolatilitet och hastigt ändrade priser kan leda till att marginalsäkerhetskraven, såväl IM som VM, ökar kraftigt, något som illustreras av den senaste tidens händelseutveckling på elderivatmarknaden. Vid stora marknadsförändringar kan därmed också risken för deltagarfallissemang öka, om deltagaren inte har tillräckligt med säkerheter och likvida resurser för att möta säkerhetskraven.

För att ytterligare minska risken för CCP:n om en deltagare fallerar finns det krav på deltagarna att bidra med resurser till en obeståndsfond.¹¹² Syftet med fonden är att täcka de förluster som kan uppstå när en deltagare fallerar om inte IM-säkerheterna skulle räcka till. Om deltagarens finansiella resurser inte är tillräckliga för att täcka kostnaderna för fallissemang används de säkerheter som deltagaren bidragit med till obeståndsfonden. Därefter används CCP:ns egna resurser och resurser som kvarvarande deltagare bidragit med till obeståndsfonden.

¹¹² För mer information om en CCP:s obeståndsfond, se *Finansiell infrastruktur*, 2016, Sveriges riksbank.

Ökade risker för aktörerna på elderivatmarknaden

Utvecklingen på de europeiska el- och energimarknaderna har sedan hösten 2021 präglats av höga och volatila priser.¹¹³ Detta har även återspeglats i el- och energipri- serna på den nordiska marknaden, eftersom de nordiska elnäten är sammankopplade med de europeiska. Det har ökat riskexponeringarna för den svenska CCP:n, Nasdaq Clearing, som bland annat clearar elderivatkontrakt inom ramen för sin råvaruclea- ring.

De elderivatkontrakt som framför allt clearas hos Nasdaq Clearing är en form av stan- dardiserade terminskontrakt som kallas för futures. Terminskontrakt innebär att man avtalar om att köpa eller sälja en tillgång vid ett specifikt tillfälle i framtiden till ett för- utbestämt pris. Förenklat så använder aktörerna på elmarknaden finansiella termins- kontrakt för att säkra priset på sin framtida produktion (elproducenter) eller framtida förbrukning (köpare).

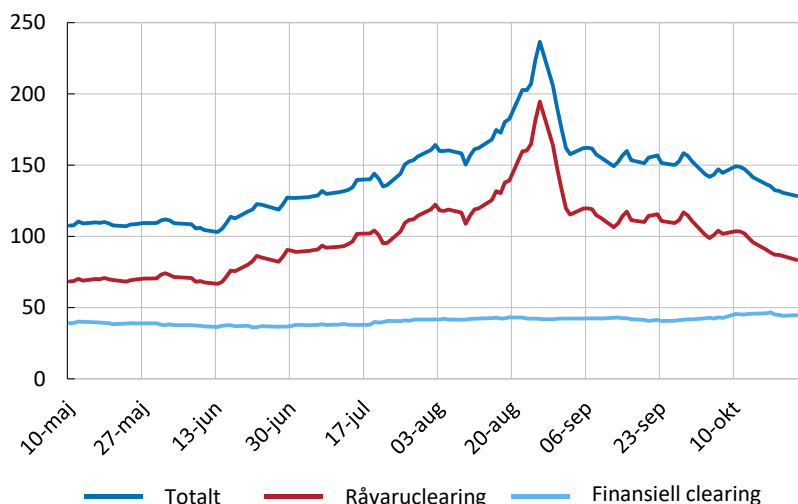
Från det att derivatkontraktet tecknas till dess att det löper ut har CCP:n en riskexpo- nering mot de deltagare som clearar dessa kontrakt. Under denna tid måste delta- garna därför ställa säkerheter för de risker de utsätter CCP:n för. För de elderivatkon- trakt i form av futures som clearas hos Nasdaq Clearing gör man en daglig avräkning av vinster och förluster i terminskontraktet, vilket ger upphov till marginalsäkerhets- krav i form av variation margin (se faktaruta "Vad innebär det att vara deltagare i en CCP?"). Terminskontrakten ger även upphov till initial margin-krav för motparterna då kontraktet ingås. Dessa justeras därefter kontinuerligt, bland annat baserat på mark- nadens prisnivå och volatilitet.

Effekten av höga och volatila elpriser på marginalsäkerhetskraven blev allt tydligare under sommaren (se diagram 22). I och med att marginalsäkerhetskraven ökade så snabbt och kraftigt fanns det en risk för att deltagarna inte skulle ha haft tillräckligt med likvida tillgångar för att möta kraven, inte minst eftersom många av deltagarna i råvaruclearingen är icke-finansiella företag som kan ha mindre likvida tillgångar än fi- nansiella företag. Om utvecklingen hade fortsatt hade det kunnat leda till att en eller flera deltagare fallerat till följd av sina likviditetsproblem, även om de inte nödvän- digtvis hade underliggande solvensproblem. Därför beslutade riksdagen i början av september att ge ett stöd i form av en statlig kreditgaranti till elproducenter för att förhindra att de får likviditetsproblem.¹¹⁴ Priserna på marknaden för elderivat sjönk dock snart efter att stödet beslutats, vilket innebar att marginalsäkerhetskraven, och behovet av stödet, minskade. Den statliga kreditgarantin har ännu inte utnyttjats.

¹¹³ Se diagram A.13 i Diagramappendix.

¹¹⁴ Se regeringsuppdrag "Uppdrag om statliga kreditgarantier för elproducenter", september 2022, Finans- departementet. Publicerad 6 september 2022. Hämtad 7 november 2022, [Uppdrag om statliga kreditgaran- tier för elproducenter - Regeringen.se](https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2022/09/uppdrag-om-statliga-kreditgarantier-for-elproducenter/).

Diagram 22. Aggregerade marginalsäkerhetskrav för Nasdaq Clearings deltagare
Miljarder kronor



Anm. De säkerheter en deltagare har ställt till CCP:n för att möta sitt marginalsäkerhetskrav syftar till att täcka eventuella förluster som kan uppstå om deltagaren fallerar. I diagrammet visas Nasdaq Clearings deltagares sammanlagda initial margin-krav på den finansiella clearingens respektive råvaruclearingen (inklusive fiskderivatclearingen), samt summan av dessa båda krav.

Källa: Nasdaq Clearing.

Om deltagarna inte hade haft tillräckligt med säkerheter och därmed hade fallerat hade CCP:n behövt ta över den fallerade deltagarens utestående kontrakt och stänga dennes positioner. Den CCP-clearade delen av elmarknaden har emellertid blivit mindre likvid. Därför hade det kunnat bli svårt för CCP:n att stänga den fallerade deltagarens positioner till ett marknadsmässigt pris. I värsta fall hade det kunnat skapa stora förluster för CCP:n och övriga deltagare på Nasdaq Clearings råvaruclearing som inte fallerade. Det beror på att alla deltagare deltar i hanteringen av förluster efter ett fallissemang. Stora förluster hade kunnat skapa finansiella problem för såväl deltagarna som Nasdaq Clearing.

Priserna på elderivatmarknaden har under den senaste tiden sjunkit och volatiliteten har också minskat. Men om priserna återigen skulle stiga, och särskilt om de skulle bli högre än tidigare, skulle risken för fallissemang återigen kunna öka. Därför är det viktigt att Nasdaq Clearings deltagare även fortsättningsvis har tillgång till tillräckliga likvida tillgångar som snabbt kan användas för att möta marginalsäkerhetskraven. Den statliga kreditgarantin kan vara en hjälpande faktor i detta sammanhang.

FÖRDJUPNING – Den finansiella sektorns sammanlänkning med den kommersiella fastighetssektorn

Fastighetsföretagen utgör bankernas största låntagargrupp bland de icke-finansiella företagen. De har dessutom ökat sin upplåning mest av alla företag i Sverige de senaste åren. En stor del av upplåningen kommer från det svenska banksystemet, men på senare år är det upplåningen via kapitalmarknaden som har vuxit snabbast. Det har lett till att kapitalförvaltare, som fonder i Sverige och utlandet samt försäkrings- och pensionsföretag, blivit mer exponerade mot fastighetssektorn. Denna utveckling innebär att fastighetsföretagen nu är mer sammanlänkade med hela den finansiella sektorn jämfört med tidigare.

De stora lånen gör fastighetsföretagen känsliga för störningar så som förändrade finansieringsvillkor eller ett sämre konjunkturläge. Nu när fastighetsföretagen måste hantera högre räntor och lägre ekonomisk tillväxt ökar sannolikheten för att de risker som har byggts upp i fastighetssektorn kommer att materialiseras.

Eftersom fastighetssektorn historiskt sett har skapat eller förstärkt finansiella kriser både i Sverige och i andra länder är det viktigt att förstå hur problem i fastighetssektorn kan sprida sig. Fokus i den här fördjupningen är hur problem kan sprida sig till den finansiella sektorn.

Riskerna i fastighetssektorn har ökat under lång tid

För att finansiera sin verksamhet använder sig fastighetsföretag av eget kapital och lån. De senaste tio årens starka ekonomiska tillväxt i kombination med låga och sjunkande räntor har inneburit att svenska fastighetsföretag ökat sin upplåning snabbt. Mellan 2012 och 2021 har deras lån vuxit från drygt 1 300 till 2 300 miljarder kronor, vilket idag motsvarar 42 procent av Sveriges BNP.¹¹⁵ Fastighetsföretagen utgör de största låntagarna bland samtliga icke-finansiella företag. Hos bankerna står fastighetsföretagen för 43 procent och på kapitalmarknaden för 42 procent av volymen lån till företag.¹¹⁶

¹¹⁵ Genomgående i denna fördjupning avses fastighetsföretag verksamma i den kommersiella fastighetssektorn, det vill säga företag som äger fastigheter med det främsta syftet att hyra ut dem. Fastigheter som ägs av företag vars främsta syfte exempelvis är tillverkning ingår således inte. Den kommersiella fastighetssektorn omfattar kontor, handelsfastigheter, hyresbostäder, hotell samt logistik- och industrifastigheter.

¹¹⁶ Kapitalmarknaden avser certifikat och obligationer som emitterats av svenska företag i samtliga valutor.

Trots att skulderna i fastighetsföretagen har ökat så har den genomsnittliga belåningsgraden minskat något och ligger nu omkring 50 procent. Det beror på att även fastighetsvärdena har stigit snabbt under denna period.¹¹⁷ Däremot har fastighetsföretagen ökat sina lån relativt sina rörelseresultat.

Riskerna kopplade till fastighetssektorns stora lån är något som både svenska myndigheter som Riksbanken och Finansinspektionen samt internationella organisationer som IMF, OECD och ESRB har uppmärksammat vid flera tillfällen.¹¹⁸ De stora lånen medför framför allt att fastighetsföretagen har blivit allt mer känsliga för förändrade ekonomiska förutsättningar, så som begränsade möjligheter att få lån, sämre finansieringsvillkor eller en svagare konjunktur.

Fastighetssektorns stora lån kan få följd effekter på den finansiella stabiliteten och för realekonomin. Om fastighetsföretagen får svårare att låna kan det innebära att de tvingas till anpassningar, som att minska sina investeringar i befintliga eller nya fastigheter. Det kan leda till att byggandet minskar och därmed också till lägre efterfrågan på arbetskraft, vilket kan förstärka en nedgång i ekonomin.¹¹⁹ Sämre tillgång på lån i kombination med sämre finansieringsvillkor, som högre lånekostnader, kan samtidigt tvinga fastighetsföretagen till stora nedskrivningar av fastighetsvärden och nödförsäljningar av fastigheter. Det kan påverka det finansiella systemet till exempel genom att bankerna gör stora kreditförlustreserveringar och att obligationsinnehavare drabbas av stora negativa värdeförändringar. I värsta fall kan högre lånekostnader leda till att fastighetsföretagen inte längre kan fullgöra sina betalningar. Det skulle resultera i än större kreditförlustreserveringar och värdeförändringar.

Fastighetsföretagen har lånat allt mer utanför banksystemet

Tidigare har fastighetsföretagen främst finansierat sig genom att ta lån från svenska storbanker, även om utländska banker också agerat långivare. Den globala finanskrisen 2008-2009 innebar att framför allt de utländska bankerna, men i viss mån också de svenska storbankerna, blev mer försiktiga i sin utlåning till bland annat fastighetsföretagen.

Det allmänt låga ränteläget bidrog till att öka efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar som exempelvis företagsobligationer, då investerare ville bibehålla avkastningen på sina räntebärande placeringar. Därutöver ledde finanskrisen till att kapitalkraven successivt höjdes för bankerna, vilket bidrog till att deras utlåningsräntor inte minskade i samma utsträckning som andra räntor. Sammantaget bidrog detta till att finansiering

¹¹⁷ Värdet på fastigheterna baseras på marknadens värdering medan skulderna är nominella och således, bortsett från amorteringar, kvarstår oavsett vad som händer med marknadsvärderingarna.

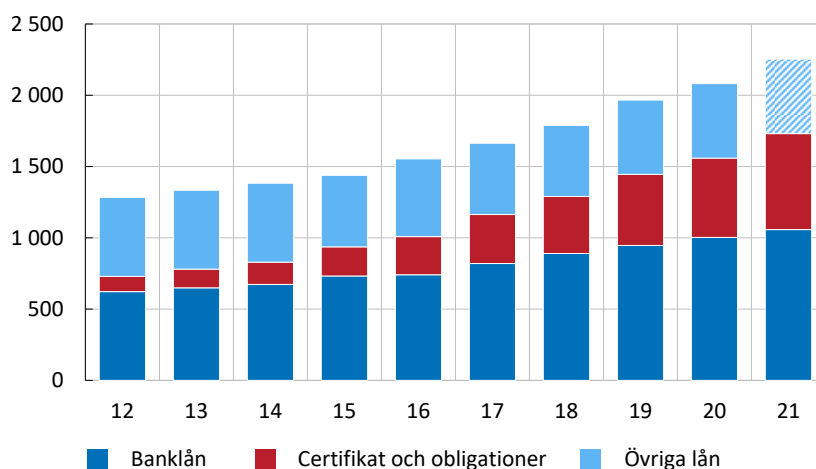
¹¹⁸ Se exempelvis fördjupningen "Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet" i *Finansiell stabilitet*, 2017:2, Sveriges riksbank, "Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet", 2019, Finansinspektionen, "Sweden: Article IV Consultation – Staff Report", 2021, IMF, "Report on vulnerabilities in the EU commercial real estate sector", 2018, ESRB och "The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights", 2022, OECD.

¹¹⁹ Under finansiella kriser tenderar dessutom högt skuldsatta företag att vara mer benägna att minska sina investeringar och sin efterfrågan på arbetskraft än mindre skuldsatta företag. Se exempelvis Myers (1977), Kiyotaki och Moore (1997) samt Brunnermeier och Krishnamurthy (2020).

via kapitalmarknaden blev relativt sett mer fördelaktig och att fastighetsföretagen i allt större utsträckning valde att finansiera sin verksamhet via kapitalmarknaden. Innan finanskrisen utgjorde finansiering via kapitalmarknaden knappt en procent av de börsnoterade fastighetsföretagens totala lån. Mellan 2012 och 2021 har den typen av finansiering ökat från 10 till 30 procent av fastighetsföretagens lån. Det motsvarar en ökning från knappt 100 miljarder kronor till nästan 700 miljarder kronor (se rött område i diagram 23).

Diagram 23. Fastighetsföretagens lånefinansiering

Miljarder kronor



Anm. Avser lån från svenska MFI, utestående certifikat och obligationer i alla valutor, nominellt belopp och övriga lån. Övriga lån omfattar lån på fastighetsföretagens balansräkning som inte kan hänföras till svenska banklån, certifikat eller obligationer, det vill säga exempelvis direktlån, ägarlån och lån från utländska banker. Övriga lån är beräknade utifrån SCB:s Företagens ekonomi som totala kort- och långfristiga skulder minus svenska banklån, certifikat, obligationer, koncerninterna lån, skatteskulder och leverantörsskulder. Övriga lån 2021 (den mönsttrade delen av stapeln), är en uppskattning eftersom data för det året inte fanns tillgängliga när denna rapport publicerades.

Källor: SCB (SVDB) och Riksbanken (KRITA).

Att fastighetsföretagen i större utsträckning finansierar sig via kapitalmarknaden kan bidra till att främja tillväxten i ekonomin i stort.¹²⁰ Det har också bidragit till att förlänga vissa fastighetsföretags kapitalbindningstid.¹²¹ Fler finansieringskällor innebär också att kreditrisken fördelar sig på fler långgivare, såväl svenska som utländska, som tillsammans kan ha bättre möjligheter att hantera kreditförluster än om alla lån hade funnits hos bankerna.

¹²⁰ Se L. Gambacorta, J. Yang och K. Tsatsaronis, *Financial structure and growth*, BIS Quarterly Review, mars 2014, pp. 21-35; S. Langfield och M. Pagano, *Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth*, Economic Policy, Vol. 31, No 85, januari 2016, pp. 51-106.

¹²¹ Längre kapitalbindningstider minskar refinansieringsrisken förutsatt att förfallen också är utspridda över tid. Den genomsnittliga (volymviktade) ursprungliga löptiden på banklån är drygt fyra år. För obligationer emitterade i svenska kronor respektive utländsk valuta är den genomsnittliga ursprungliga löptiden fem respektive nio år (obligationer med "evig" löptid är exkluderade). Överlag är den genomsnittliga kapitalbindningstiden bland europeiska fastighetsföretag längre än den för svenska fastighetsföretag, för både banklån och obligationslån.

Ökad marknadsfinansiering medför större sammanlänkningar

Som en följd av att fastighetsföretagen lånat allt mer via svenska banker, men framför allt via kapitalmarknaden, har det uppstått nya och starkare sammanlänkningar mellan fastighetsföretag och den finansiella sektorn. Det innebär att eventuella störningar lättare kan sprida sig till och inom det finansiella systemet.¹²²

Bankerna är allt mer exponerade mot fastighetsföretagen

De större fastighetsföretagen har stått för den största ökningen i upplåningen via kapitalmarknaden. Trots att dessa större aktörer har valt att öka sina lån främst via kapitalmarknaden har bankernas koncentrationsrisk mot fastighetssektorn fortsatt att öka. Mellan 2012 och 2022 har bankernas exponeringar mot fastighetsföretag vuxit från drygt 30 till 44 procent av deras totala exponeringar mot icke-finansiella företag.¹²³ Svenska banker har en betydligt större koncentration mot fastighetsföretag jämfört med banker i andra länder. I genomsnitt utgör kommersiella fastighetsexponeringar 25 procent av de totala företagsexponeringarna bland banker i EU.¹²⁴ Men det är inte bara den ökade koncentrationsrisken mot större fastighetsföretag som skapar större risker för bankerna. Mindre fastighetsföretag har fått allt större möjligheter att ta lån från bankerna när de större fastighetsföretagen i högre grad har kunnat tillgodose sina lånebehov på kapitalmarknaden.

Mindre fastighetsföretag kan vara förknippade med en högre och mer svårbedömd kreditrisk än de större. Det kan exempelvis bero på att de kan vara mer känsliga för störningar, eftersom de ofta inte har samma möjligheter att anpassa sin verksamhet eller finansieringssituation i ett sämre ekonomiskt eller finansiellt läge. Men det handlar också om att mindre fastighetsföretag ofta inte är lika genomlysta, exempelvis för att större fastighetsföretag i högre grad är börsnoterade och därmed kontinuerligt publicerar kvartalsrapporter. Därutöver kan den högre kreditrisken för bankerna handla om att mindre fastighetsföretag överlag har högre belåningsgrad.¹²⁵ Bankernas mer omfattande utlåning till mindre fastighetsföretag kan alltså ha inneburit att deras kreditrisk har ökat något ytterligare de senaste åren.

Om kapitalmarknadens aktörer i ett läge med finansiell oro drar ned på sina placeringar i fastighetsföretagens obligationer kommer vissa företag få svårt att refinansiera sig via kapitalmarknaden. I en sådan situation kommer de i stället med största sannolikhet behöva refinansiera sig via banksystemet – i första hand genom att nyttja

¹²² Med svenska banker avses svenska monetära finansinstitut.

¹²³ Bankernas exponeringar, utanför deras balansräkningar, mot större fastighetsföretag har dock främst ökat till följd av att dessa företag beviljats kreditfaciliteter för att hantera sin refinansieringsrisk på kapitalmarknaden.

¹²⁴ Se Risk Dashboard för det första kvartalet 2022, Europeiska bankmyndigheten (EBA).

¹²⁵ Medianbelåningsgraden i små och medelstora fastighetsföretag är drygt 60 procent medan motsvarande siffra för stora fastighetsföretag är 50 procent. En förklaring till skillnaden kan dock vara att små och medelstora fastighetsföretag i större utsträckning tar upp fastigheter på balansräkningen till bokförda värden i stället för marknadsvärden, eftersom de till skillnad från stora fastighetsföretag överlag inte följer redovisningsstandarden IFRS 13.

sina avtalade likviditet- och kreditfaciliteter. Sådana tendenser har observerats sedan våren 2022 fram till nu, men det skedde också i början av pandemin.¹²⁶ Kreditrisken förknippad med dessa lån flyttas då från kapitalmarknadsaktörer till bankerna. I slutet av det första kvartalet 2022 hade fastighetsföretagen ungefär 190 miljarder kronor i utestående kreditfaciliteter hos bankerna. Det innebär att sådana faciliteter kunde täcka de förfall av den utestående volymen certifikat och obligationer som väntas ske fram till mars 2024.¹²⁷

Om bankerna har utrymme och vilja att ge lån motsvarande fastighetsföretagens utestående certifikat och obligationer skulle deras exponeringar mot stora fastighetsföretag öka snabbt. Bankerna kan ha incitament att bevilja ytterligare lån för att undvika att fastighetsföretagen får stora problem. Om ytterligare lån inte beviljas kan det leda till större kreditförluster på befintliga banklån. I det fall aktörerna på kapitalmarknaden, inklusive fastighetsföretagen själva, förutsätter att bankerna alltid vill och kan ta över dessa exponeringar är bankernas koncentrationsrisker mot den kommersiella fastighetssektorn hittills underskattade.

Fonder har blivit mer beroende av utvecklingen i fastighetssektorn

Fastighetsföretagens finansiering via kapitalmarknaden har framför allt ökat när det kommer till företagsobligationer, även om volymen företagscertifikat också har ökat. Det handlar delvis om att många investerare har ökat sin exponering mot dessa placeringar, men också om att helt nya investerare nu är exponerade mot fastighetsföretagen.

Under 2022 ägde utländska investerare 53 procent av fastighetsföretagens obligationer (se diagram 24). Utländska investerare äger 95 procent av de obligationer som fastighetsföretagen har emitterat i utländsk valuta och merparten av dessa är obligationer som har emitterats i euro.¹²⁸ Bland de utländska investerarna återfinns exempelvis fonder som är registrerade i andra länder än Sverige. Därtill är svenska fonder, vars ägande i fastighetsföretagens obligationer växt snabbt, numera den näst största investerargruppen med 21 procent av dessa obligationer. Svenska försäkrings- och pensionsföretag står för tolv procent. Svenska monetära finansinstitut, som ställer priser och har lager med företagsobligationer för att underlätta handel med de instrumenten, har sedan 2009 successivt minskat sitt innehav. Numera äger de knappt tre procent av fastighetsföretagens obligationer. Detta beror sannolikt på att de kapitalkrav som infördes efter finanskrisen har gjort det dyrare att ha sådana tillgångar på balansräkningen. Riksbanken äger en procent av obligationerna, vilket är en följd av de köp som påbörjades i samband med pandemin för att mildra dess effekter på svensk ekonomi och därmed bidra till en fungerande kreditförsörjning.

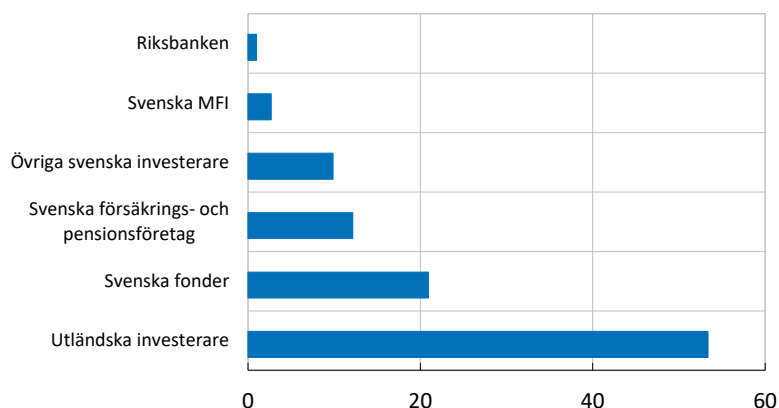
¹²⁶ Om det skulle pågå under en längre period går det inte att utesluta att bankerna kan ha svårt att tillhandahålla krediter i tillräcklig volym, exempelvis på grund av begränsande limiter relaterade till enskilda bolag eller en ovilja att öka sin exponering mot fastighetssektorn.

¹²⁷ Dessa faciliteter omfattar alla kommersiella fastighetsföretag som bankerna har avtal med. Därmed kan det ingå företag som har faciliteter men som inte har utestående certifikat eller obligationer.

¹²⁸ Av deras kapitalmarknadsfinansiering i utländsk valuta är 73 procent emitterade i euro, 14 procent norska kronor, 5 procent amerikanska dollar, 4 procent schweizisk franc och 5 procent i övriga valutor som brittiska pund, japanska yen, Hong Kong dollar och australienska dollar.

Diagram 24. Ägare av fastighetsföretagens företagsobligationer

Procent



Anm. Avser utestående företagsobligationer i alla valutor emitterade av svenska kommersiella fastighetsföretag. Svenska MFI avser svenska monetära finansinstitut, vilket bland annat omfattar storbankerna i Sverige. Övriga svenska investerare avser staten, regioner och kommuner, sociala trygghetsfonder (AP-fonder), icke-finansiella företag (inkl. andra fastighetsföretag), hushåll, hushållens icke-vinstdrivande organisationer och andra finansförmedlare som inte är monetära finansinstitut. Data avser första kvartalet 2022.

Källa: Riksbanken.

Den stora exponeringen som framför allt fonder samt försäkrings- och pensionsföretag har mot fastighetsföretagen gör att de kan drabbas av problem som uppstår i fastighetssektorn. Exempelvis kan de behöva värdera ned sina innehav när priset på obligationerna faller i takt med att marknaden prissätter att fastighetsföretagens finansiella situation försämras. Det kan också tvinga dessa aktörer att sälja obligationer för att undvika större förluster.¹²⁹ Om det sker nedgraderingar av kreditbetyg så att företagen eller deras obligationer inte längre hör till den högre kreditbetygsklassen "investment grade" kan dessutom vissa investerare tvingas sälja obligationerna.¹³⁰

Nödförsäljningar som leder till kraftigt fallande fastighetsvärden kan bidra till lägre obligationsvärden och därmed stora förluster för innehavare av obligationer. Sammantaget kan detta leda till att kostnaden för att ge ut obligationer ökar kraftigt och att företagen därmed får det svårare att finansiera sig vid obligationsmarknaden. Detta kan företagen uppleva som en kreditåtstramning.

Försäkrings- och pensionsföretag har ytterligare fastighetsexponeringar

Försäkrings- och pensionsföretag samt investerare i fonder är exponerade mot fastighetssektorn även på andra sätt. Exempelvis äger de egna fysiska fastigheter och aktier i börsnoterade fastighetsföretag.

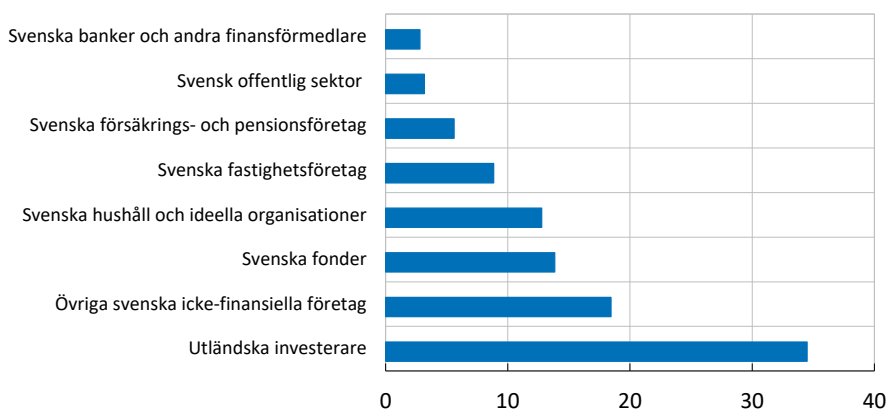
¹²⁹ Därutöver kan fonderna också behöva sälja obligationer för att möta stora uttag från andelsägarna. Det kan leda till prispress på fastighetsföretagens obligationer.

¹³⁰ Många investerare vill begränsa sin kreditrisk och tillåts därför endast att köpa tillgångar i kategorin "investment grade".

Den samlade exponeringen som svenska och utländska fonder hade mot fysiska fastigheter 2021 bedöms ha uppgått till drygt 200 miljarder kronor. Motsvarande belopp för försäkrings- och pensionsföretag var nästan 650 miljarder kronor.¹³¹ Svenska fonder samt försäkrings- och pensionsföretag stod sammantaget för 20 procent av ägandet i börsnoterade fastighetsföretag, vilket motsvarade ett innehav om ungefär 450 miljarder kronor det första kvartalet 2022. Utländska ägare, exempelvis fonder, utgör dock den största kategorin med 35 procent av ägandet i de börsnoterade fastighetsföretagen (se diagram 25). Därutöver äger många försäkrings- och pensionsföretag aktier i fastighetsföretag som inte är börsnoterade. Exempelvis hade försäkringsföretag aktietillgångar i helägda fastighetsföretag till ett värde om 100 miljarder kronor i slutet av andra kvartalet 2022.¹³² Sammantaget utgör försäkringsföretagens exponering mot kommersiella fastigheter nio procent av deras totala tillgångar.¹³³

Diagram 25. Ägare av de börsnoterade fastighetsföretagens aktier

Procent



Anm. Avser börsnoterade stamaktier och preferensaktier i svenska fastighetsföretag per första kvartalet 2022. I offentlig sektor ingår sociala trygghetsfonder (AP-fonder).

Källa: Riksbanken.

Fastighetsföretagen äger aktier i varandra

Som framgår i diagram 25 äger fastighetsföretagen knappt tio procent av aktierna i börsnoterade fastighetsföretag. Det motsvarar aktier till ett värde om ungefär 70 miljarder kronor. Dessutom är det vanligt att fastighetsföretag tillsammans äger aktier i ett samriskföretag (eng: joint venture) som inte är börsnoterat och där samriskföretaget i sin tur äger fastigheter.

Korsägandet mellan fastighetsföretagen kan bidra till att en ägare får kassaflöden från andra fastighetsföretag som inte är exponerade mot samma risker. Men korsägandet innebär också ökade risker för intressekonflikter, sämre konkurrens och minskad

¹³¹ Uppskattning av Pangea Research i januari 2021.

¹³² Data är inte tillräckligt finfördelat för att det ska gå att se försäkrings- och pensionsföretagens innehav i onoterade fastighetsföretag som inte är helägda. Sannolikt är deras aktieexponeringar mot fastighetssektorn större än vad som redovisas här.

¹³³ EIOPA Insurance Statistics - Exposure data (2021 Q2). Motsvarande siffra för pensionsföretagen saknas.

transparens på fastighetsmarknaden, vilket är något som Riksbanken har uppmärksammat tidigare.¹³⁴ Dessutom kan korsägandet i händelse av en kris göra det svårare för fastighetsföretag att säkerställa finansiering via sina aktieägare. Detta eftersom ägaren kan behöva prioritera mellan stöd till de olika fastighetsföretagen. Det kan leda till högre krav på övriga befintliga aktieägare eller till att det kommer in nya aktieägare som har bättre förutsättningar att tillgodose företagets finansiella behov.¹³⁵ Brist på kapitaltillskott från aktieägare kan leda till att långgivare tvingas ställa upp med ytterligare finansiering.

Fastighetsföretagens marknadsfinansiering belyser vikten av god motståndskraft på kapitalmarknaden

Det förändrade makroekonomiska läget ökar sannolikheten för att risker i fastighetssektorn ska materialiseras. Om så skulle ske kan problemen sprida sig till en större del av det finansiella systemet. Det kan få mer långtgående konsekvenser än tidigare eftersom bankernas exponering mot sektorn har ökat samtidigt som fler aktörer utanför banksystemet, bland annat via kapitalmarknaden, har ökat sin exponering mot fastighetssektorn. Det gäller särskilt om aktörer på kapitalmarknaden har en för låg förlustbärande kapacitet.

Men det finns även andra sårbarheter kopplade till fastighetsföretagens finansiering som kan bidra till ökad instabilitet. Det handlar exempelvis om den bristande transparensen och otillräckliga likviditeten på företagsobligationsmarknaden, vilket Riksbanken tidigare påtalat.¹³⁶ Sårbarheterna på företagsobligationsmarknaden framgick tydligt under inledningen av pandemin när företagsobligationsmarknaden slutade att fungera för en tid. Det skapade stor osäkerhet och gjorde det svårt att värdera sådana tillgångar. Det ledde i sin tur till svårigheter att sälja tillgångarna och till att flera fonder som investerade i företagsobligationer tvingades stänga tillfälligt.

Utländska investerare har i tidigare kriser och perioder med hög osäkerhet visat sig agera förhållandevis fort. Det skedde exempelvis under finanskrisen 2008-2009 och inledningen av pandemin då de ville minska sin exponering mot svenska företag och därför sålde företagsobligationer.¹³⁷ Det kan exempelvis bero på att de tycker sig ha sämre kunskap om den svenska marknaden och företagets verkliga kreditvärdighet.¹³⁸ Men det kan också bero på att de i ett krisläge inte vill vara exponerade mot den svenska kronan.¹³⁹ Att en större del av obligationsinvesteringarna nu utgörs av ut-

¹³⁴ Se *Finansiell stabilitet* 2021:2, Sveriges riksbank.

¹³⁵ Fastighetsföretag kan även ställa in sina aktieutdelningar för att undvika att det egna kapitalet minskar.

¹³⁶ Se "Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad", *Riksbankstudier*, december 2021, Sveriges riksbank.

¹³⁷ När en eller flera aktörer tvingas till dessa typer av nödförsäljningar kan det försätta andra aktörer i finansiella svårigheter. I värsta fall blir även dessa tvingade till att göra försäljningar, vilket ytterligare pressar ner tillgångsvärden. Om många aktörer har samma typer av exponeringar, exempelvis värdepapper kopplade till kommersiella fastigheter, kan problem hos en aktör snabbt sprida sig till andra.

¹³⁸ Se Becker m.fl. (2020) "Kan obligationsmarknaden dämpa kreditchyckeln?", *FI-analys* 23, oktober 2020, Finansinspektionen.

¹³⁹ De minskade exponeringarna kan också förklaras av att investerare som en försiktighetsåtgärd eller för att uppfylla sina investeringsmandat agerar för att snabbt minska risken för förluster.

ländska aktörer ökar behovet av att värna stabiliteten i det finansiella systemet. Genom att göra det kan man i större utsträckning förebygga att perioder av hög osäkerhet påverkar obligationsmarknaden negativt.

I och med att fastighetsföretagen valt att i högre utsträckning finansiera sin verksamhet på företagsobligationsmarknaden har en väl fungerade sådan marknad blivit allt viktigare för deras kreditförsörjning. Om störningar uppstår och de i sin tur leder till att tillgången på krediter begränsas mer varaktigt kan det innebära att fastighetsföretagen varken kan refinansiera befintliga lån eller ta upp nya. Som en följd kan de behöva minska sina investeringar eller sälja tillgångar, vilket i sin tur kan leda till kreditförluster för fler kreditgivare och därigenom bidra till en allmän kreditåttstramning och i förlängningen problem med den finansiella stabiliteten.

Större sammanlänkningar ökar riskerna för den finansiella stabiliteten

Sammantaget skapar fastighetsföretagens stora lån risker för den finansiella stabiliteten. Nu när fastighetsföretagen måste hantera högre räntor och lägre ekonomisk tillväxt ökar sannolikheten för att de risker som har byggts upp i fastighetssektorn kommer att materialiseras (se avsnittet "Sårbarheter och risker i företagssektorn").

Som en följd av att fastighetsföretagen lånat allt mer via svenska banker, men framför allt via kapitalmarknaden, har det uppstått nya och starkare sammanlänkningar mellan fastighetsföretagen och den finansiella sektorn. Det innebär att eventuella störningar lättare kan sprida sig till och inom det finansiella systemet. Det är därför viktigt att banker och andra aktörer i den finansiella sektorn har en god motståndskraft för att kunna hantera, och inte förstärka, dessa störningar.¹⁴⁰ Det gör det också viktigt för myndigheter att hantera brister och sårbarheter på fastighetsföretagens olika finansieringsmarknader, framför allt företagsobligationsmarknaden (se avsnittet "Sammanfattande stabilitetsbedömning"). Det ska göras på ett sätt som skapar rätt incitament för kreditgivare och investerare att prissätta och dela risk på ett effektivt sätt.

¹⁴⁰ Behovet av god motståndskraft bland aktörer på kapitalmarknaden är något som bland andra ESRB och FSB påtalat. Se *ESRB Report on Vulnerabilities in Commercial Real Estate Sector in EU*, november 2018, ESRB och *Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation Progress report*, november 2021, FSB.

Ordlista

Avkastningskrav: Den avkastning som ägare kräver på en investering, vilket speglar marknadsräntor, risk och förväntningar om framtida värde.

Basel III: Ett regelverk som gäller för banker vilket bland annat reglerar kapitalkrav och likviditetskrav.

Belåningsgrad: Låntagarens skuld i relation till marknadsvärdet på säkerheten för lånet. För ett hushåll med ett lån där bostaden är ställd som säkerhet motsvarar belåningsgraden skulden dividerat med bostadens marknadsvärde.

Bolånetak: En lånebegränsning för hur stort en låntagares bolån får vara i förhållande till bostadens värde.

CCP, central motpart: Aktör som agerar mellanhand i finansiella transaktioner och går in som köpare till alla säljare respektive säljare till alla köpare. Det innebär att de ursprungliga parterna i en transaktion har en fordran på, eller skuld till, den centrala motparten i stället för varandra.

CDS, Credit Default Swap: Kontrakt mellan aktörer på kreditmarknaden som syftar till att överföra kreditrisken i en underliggande tillgång från en aktör till en annan.

Driftnetto: Hyresintäkter minus drift- och underhållningskostnader samt fastighets-skatt.

Disponibel inkomst: Summan av alla inkomster som en person eller ett hushåll förfogar över minus skatter och avgifter.

Eget kapital: Post i företagets balansräkning som visar skillnaden mellan tillgångar och skulder, innehållande exempelvis kapital som tillskjutits av ägare, balanserade vinstmedel och reserver.

Företagscertifikat: Värdepapper som ges ut av icke-finansiella företag i syfte att låna pengar. Löptiden är kortare än ett år.

Företagsobligation: Värdepapper som ges ut av icke-finansiella företag i syfte att låna pengar. Löptiden är längre än ett år.

Icke-finansiellt företag: Företag som främst producerar varor eller icke-finansiella tjänster. Vanligen kallas icke-finansiella företag för enbart företag.

Interbankränta (Ibor): Räntan på lån utan säkerhet som banker erbjuder andra banker. Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) brukar användas som mått på den svenska interbankräntan. Stibor används som referens för räntesättning eller prissättning av derivatkontrakt.

Kapitalkrav: Regler för hur mycket förlustabsorberande kapital ett finansiellt företag minst måste ha för att täcka sina risker.

Kapitalstruktur: Mixen av eget och lånat kapital.

Kommersiella fastigheter: En kommersiell fastighet är en fastighet som ägs i syfte att generera intäkter genom uthyrning.

Kontracyklisk kapitalbuffert: Ett tidsvarierande kapitalkrav som syftar till att det ska finnas tillräckligt med kapital i banksektorn som bankerna kan använda i en allvarlig ekonomisk nedgång. Kontracykliskt buffertvärde avser nivån på kapitalbufferten.

Kreditgaranti: Ett borgensåtagande som innebär att exempelvis staten garanterar att lånebeloppet återbetalas.

Kreditfacilitet: Ett avtalat låneutrymme med kredit upp till ett specifikt belopp för vilket det låntagande företaget vanligen betalar en avgift.

Kreditförlust: Förluster som kreditinstitut och banker gör när låntagare inte kan betala räntor eller amorteringar på sina lån.

Kreditrisk: Risken att en låntagare inte fullgör sina förpliktelser.

Kärnprimärkapital: Primärkapital med avdrag för kapitaltillskott och reserver som får ingå i kapitalbasen som primärt kapital enligt kapitaltäckningsdirektivet.

Kärnprimärkapitalrelation: Kärnprimärkapital i relation till riskvägda tillgångar.

LCR, Liquidity Coverage Ratio eller **likviditetstäckningsgrad:** Likviditetsmått definierat av Baselkommittén som mäter en banks förmåga att hantera ett stressat nettokassa-utflöde under 30 dagar. LCR på 100 procent innebär något förenklat att en banks likviditetsreserv är tillräckligt stor för att banken ska kunna hantera ett oväntat likviditetsutflöde i 30 dagar.

Likviditet: Mått på ett företags eller en organisations betalningsförmåga på kort sikt.

Likviditetsbuffert: Medel som ett institut håller för att säkra sin kortsiktiga betalningsförmåga.

Likviditetsrisk: Risken att inte kunna klara sina betalningsförpliktelser på grund av brist på likviditet.

Makrotillsynsåtgärder: Åtgärder som syftar till att öka motståndskraften i det finansiella systemet och dämpa riskerna kopplade till hushållens höga och växande skulder. Innefattar kapitalkrav på banker, bolånetak och amorteringskrav.

Marginalsäkerhetskrav: Kravet på en motpart i derivatkontrakt att ställa ytterligare säkerheter för att värdet på de underliggande tillgångarna har ändrats.

Mikrodata: Uppgifter som avser enskilda objekt, till exempel personer eller företag.

NSFR, Net Stable Funding Ratio eller **strukturell likviditetskvot:** Mått på hur mycket stabil finansiering en bank har i förhållande till sina illikvida tillgångar.

Primärkapital: Eget kapital reducerat med föreslagen utdelning, uppskjutna skattefordringar och immateriella tillgångar (till exempel goodwill). I primärkapitalet får också vissa typer av förlagslån ingå.

Problemlån: Europeiska bankmyndigheten (Eba) har tagit fram en definition av problemlån (eng. non performing exposures) för att öka jämförbarheten mellan problemlån i olika banker. Kortfattat klassificeras ett lån enligt Eba som ett problemlån om det antingen är förfallet till betalning 6 med mer än 90 dagar eller om det finns en risk för

uteblivna betalningar. Ett lån som har skrivits ned i redovisningen eller har klassificerats som fallerat i kapitaltäckningen ska alltid klassificeras som ett problemlån enligt Ebas definition.

Riskpremie: Den extra avkastning investerare kräver i kompensation för att de tar en högre risk.

Riskvägda tillgångar: Tillgångar på balansräkningen och åtaganden utanför balansräkningen värderade efter kredit-, marknads- och operativ risk enligt kapitaltäckningsreglerna.

Räntabilitet: Synonymt med avkastning och visar hur en verksamhet genererar vinst på kapital. Med andra ord beskriver räntabilitet hur lönsamt företaget är.

Räntenetto: Ränteintäkter från utlåning minus räntekostnader för upp- och inlåning.

Skuldkvot: Hushållens totala skulder som andel av disponibel inkomst.

Solvens: Finansiellt mått på ett företags förmåga att fullgöra sina betalningsförpliktelser. Även ett mått på ett försäkringsföretags finansiella ställning och mäter hur stora bolagens tillgångar är i relation till skulderna, där skulderna främst utgörs av deras totala åtaganden.

Stablecoins: Kryptotillgång som generellt sett har underliggande säkerheter och en central utgivare. Dessa är tänkta att behålla ett stabilt tillgångsvärde, ofta genom att följa priset på en vanlig valuta, som till exempel amerikanska dollar.

Stagflation: Ett konjunkturläge i ekonomin som kännetecknas av låg tillväxt, hög inflation och hög arbetslöshet.

Swestr: En fullt ut transaktionsbaserad referensränta beräknad och publicerad av Riksbanken.

Säkerställd obligation: En obligation där innehavaren har särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Säkerställda obligationer innebär normalt lägre kreditrisk än icke-säkerställda obligationer, vilket medför att upplåningskostnaderna blir lägre.

Tomträttsavgäld: En avgift som tomträttshavaren förutsetts betala till fastighetsägaren. Avgiften bestämt vanligen som en ränta på ett avgäldsunderlag, grundat på markens värde.

TIBER-SE: Den svenska anpassningen av Europeiska centralbankens ramverk TIBER-EU. Ramverket gör det möjligt att på ett standardiserat sätt testa motståndskraften mot cyberrisker hos kritiska aktörer i det finansiella systemet.

Valutaswap: En överenskommelse om att köpa, respektive sälja en valuta till dagens kurs för att sedan sälja, respektive köpa tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs.

Värdepapperisering: En metod för att omvandla illikvida lån till obligationer.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK