

Finansiell stabilitet

2021:2



Riksbankens rapport Finansiell stabilitet

Riksbankens rapport Finansiell stabilitet publiceras två gånger om året. I rapporten gör Riksbanken en samlad bedömning av de risker som kan hota 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 27 oktober och den 9 november 2021. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 2 november 2021.

Riksbanken och finansiell stabilitet

- Enligt riksbankslagen ska Riksbanken främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.¹ För att uppnå detta krävs att det finansiella systemet är stabilt så att betalningar och kapitalförsörjning fungerar väl. I praktiken innebär uppdraget att Riksbanken har ett ansvar för att främja finansiell stabilitet. Riksbanken definierar finansiell stabilitet som när det finansiella systemet kan upprätthålla sina tre grundläggande funktioner – förmedling av betalningar, omvandling av sparande till finansiering och riskhantering – och dessutom har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner.
- Riksbanken har möjlighet att ge likviditetsstöd till enskilda institut om det skulle uppstå problem som hotar den finansiella stabiliteten. För att kunna använda den möjligheten på ett bra sätt behöver Riksbanken ha en god krisberedskap i form av en välfungerande krisorganisation med bra informationskanaler och analysverktyg samt ett väl utvecklat samarbete med andra myndigheter.
- Riksbanken är inte ensam ansvarig för att främja finansiell stabilitet. Ansvaret delas med Finansdepartementet, Finansinspektionen (FI) och Riksgälden. Finansdepartementet ansvarar för regleringen av de finansiella företagen, FI ansvarar för tillsynen och att motverka finansiella obalanser och Riksgälden ansvarar för statens hantering av banker i resolution, det vill säga i kris. Både inom det förebyggande arbetet och vid en eventuell krishantering är samspelet mellan myndigheterna viktigt. Detta gäller även internationellt i och med att de finansiella företagen arbetar över nationsgränserna.
- Det finansiella systemet har en viktig roll i ekonomin. Att systemet är stabilt och fungerar väl är en förutsättning för att ekonomin ska fungera och växa. En allvarlig kris i det finansiella systemet riskerar att leda till omfattande ekonomiska och sociala kostnader.
- Det finansiella systemet är känsligt. Känsligheten beror på att centrala delar av systemet, som banker och marknader, är sårbara. Bankerna är sårbara framför allt därför att de finansierar sig på kort löptid men lånar ut på längre löptider. Denna obalans gör dem beroende av allmänhetens och marknadens förtroende. Om marknadsaktörerna tappar förtroende för sina motparter eller för de finansiella instrument som handlas på marknaden kan allvarliga problem snabbt uppstå. De olika delarna i det finansiella systemet är dessutom nära sammankopplade med varandra, exempelvis genom att finansiella institut ofta lånar av och handlar med varandra. Det gör att problem som uppstår, till exempel i ett institut eller på en marknad, snabbt kan sprida sig i systemet. Spridningseffekter kan också uppstå genom att förtroendet minskar generellt för likartade verksamheter.
- Kombinationen av det finansiella systemets känslighet och de stora potentiella kostnaderna för en finansiell kris gör att staten har ett särskilt intresse av

¹ Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

att förebygga hot mot den finansiella stabiliteten. Banker och andra marknadsaktörer har nämligen inte själva incitament att fullt ut ta hänsyn till de risker för den finansiella stabiliteten som de kan ge upphov till. Detta beror på att en del av kostnaderna för en finansiell kris faller på andra aktörer både inom och utanför det finansiella systemet. Om en kris inträffar behöver staten därför ingripa, men det ska förstås ske till så låg kostnad som möjligt.

- Riksbanken analyserar löpande stabiliteten i det finansiella systemet för att tidigt upptäcka förändringar och sårbarheter som kan leda till att försämra det finansiella systemets funktionssätt. 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.
- I vissa fall rekommenderar Riksbanken specifika åtgärder för att motverka risker. Dessa rekommendationer kan ha sin grund i den aktuella ekonomiska utvecklingen. Men de kan också avse mer strukturella omständigheter och ha sin bakgrund i aktuella regleringsfrågor. Rekommendationerna kan riktas till såväl banker och andra marknadsaktörer som till lagstiftare och andra myndigheter.

Innehållsförteckning

1	Sammanfattande stabilitetsbedömning	7
2	Risker och sårbarheter i det finansiella systemet	13
2.1	Utvecklingen och risker i omvärlden	14
2.2	Återhämtning i svensk företagssektor, men konsekvenser av pandemin kan ta tid att hantera	24
2.3	Hushållens höga och växande skulder utgör en stor sårbarhet i svensk ekonomi	32
2.4	God lönsamhet i banksektorn men risker kvarstår	42
2.5	Sårbarheter och risker bland andra finansiella aktörer	53
2.6	Den finansiella infrastrukturen är under förändring	60
	FÖRDJUPNING – Marknaden för svenska säkerställda obligationer under coronapandemin	65
	Ordlista	73

I KORTHET – Riksbankens stabilitetsbedömning



Stark ekonomisk återhämtning i Sverige och omvärlden, men en viss dämpning i tillväxten väntas framöver. Det svenska finansiella systemet fungerar väl. **Kreditförsörjningen har upprätthållits** och viktiga **finansieringsmarknader fungerar tillfredsställande**.



Riskerna för den finansiella stabiliteten är fortsatt förhöjda. Utöver den osäkerhet som är förknippad med pandemin som sådan kan bland annat problemen med distributionskedjor och snabbt stigande energipriser fortsätta att störa den ekonomiska aktiviteten. Det finns också en osäkerhet om framtida räntor och eventuella effekter på tillgångspriser som skulle kunna medföra en **ökad marknadsturbulens**. **Hushållens skulder har också fortsatt att öka**.



För att inflationen varaktigt ska ligga nära målet behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Samtidigt måste den samlade ekonomiska politiken väga in att **sårbarheterna i det finansiella systemet växer**. Riksbanken **stöder** därför att FI höjer värdet på den **kontracykliska kapitalbufferten**, och anser att det är angeläget att FI fortsätter att höja buffertnivån.



Hushållens höga skuldsättning gör att det behövs breda reformer inom **bostads- och skattepolitiken**, och det är problematiskt att sådana fortfarande saknas. Nya makrotillsynsåtgärder kan därför behöva införas eller redan införda åtgärder skärpas framöver. Makrotillsynsåtgärderna behöver **begränsa hushållens låneutrymme eller minska deras räntekänslighet**.



I takt med att det ekonomiska läget förbättras behöver **tillfälliga lättnader i bankernas regelverk dras tillbaka, i både Sverige och omvärlden**. Globalt överenskomna standarder som **Basel III behöver genomföras fullt ut**, i tid och på ett konsekvent sätt, utan att urvattnas.



Åtgärder behövs för att **förbättra företagsobligationsmarknadens sätt att fungera** och för att **hantera fondernas likviditetsrisker**. Riksbanken stöder FI:s arbete med en standard för en svensk benchmarkobligation samt FI:s förslag till ändringar i fondlagstiftningen.



Det är viktigt att marknadsaktörer **använder referensräntan Swestr i finansiella kontrakt** så att de svenska marknaderna håller jämna steg med utvecklingen i övriga världen.



För att förbättra motståndskraften mot cyberattacker är det viktigt att **det nationella cybersäkerhetscentrets roll gentemot den finansiella sektorn tydliggörs**.



Klimatrelaterade risker behöver införlivas i finansiella aktörers riskanalyser. Bankerna behöver dessutom skyndsamt börja redovisa **standardiserade mätetal enligt TCFD:s rekommendationer**.

1 Sammanfattande stabilitetsbedömning

Stark återhämtning men viss dämpning i tillväxten framöver

Till följd av ett förbättrat vaccinationsläge och släppta restriktioner i flera länder var den ekonomiska återhämtningen stark i Sverige och globalt under den första halvan av året. Under hösten har det blivit tydligare att komponentbrist och långa leveranstider hämmar utvecklingen i tillverkningsindustrin. Energipriser, framför allt priset på naturgas i Europa, har också stigit kraftigt vilket bland annat påverkar hushållens konsumtion och delar av industrisektorn. En ökad smittspridning och nya nedstängningar, framför allt i Asien men också i Europa, bidrar också till osäkerhet kring den globala tillväxten. Både i Sverige och i omvärlden förväntas tillväxttakten i ekonomin nu gradvis återgå till mer normala nivåer.

I många länder har företagen återhämtat sig väl även om vissa branscher, som resebranschen, fortfarande släpar efter. Konkurserna är få och har till skillnad från under tidigare kriser inte ökat. Det syns också en återhämtning på arbetsmarknaden såväl i omvärlden som i Sverige, även om sysselsättningen fortfarande är lägre än före krisen i hårt drabbade branscher. Den starka återhämtningen har också lett till att vissa stödåtgärder har börjat dras tillbaka. Exempelvis har Riksbanken under hösten avslutat låneprogram som infördes under pandemin.

De stödåtgärder som kvarstår bidrar till att de finansiella förhållandena är expansiva. Marknadsräntorna är fortsatt låga och tillgångspriser, på både finansiella och reala tillgångar, ligger på höga nivåer, även om en viss avmattning skett under hösten. I Sverige lånar både hushåll och företag till mycket låga räntor. Utlåningen till hushållen ökar snabbare än tidigare.

Storbankerna i Sverige har god lönsamhet och reserveringarna för kreditförluster är nu nere på den nivå som rådde före pandemin. Bankerna har både god likviditet, delvis tack vare stödåtgärderna, och marginal ner till kapitalkraven. Företagens möjligheter att finansiera sin verksamhet via banker eller via upplåning på värdepappersmarknaden är god. Det finns inga tecken på kreditåstramning. Den finansiella infrastrukturen fungerar väl och tillgängligheten i systemen är god.

Riskenivån är fortsatt förhöjd

Osäkerheten kring de ekonomiska konsekvenserna av pandemin har förvisso minskat i takt med återhämtningen, men det är fortfarande osäkert hur pandemin kommer att utvecklas. Därtill kan problemen med distributionskedjor, snabbt stigande energipriser och ökade geopolitiska risker fortsätta att störa den ekonomiska aktiviteten framöver. I omvärlden har även investerarens utsikter blivit mindre optimistiska då inflationen stigit och det råder osäkerhet om hur centralbankerna kommer att agera. I ett antal länder har längre räntor stigit under hösten och det finns en risk för att räntorna i omvärlden stiger snabbare än tidigare väntat. Förändringar i räntor skulle i sin tur

kunna påverka tillgångspriserna. Även om en viss avmattning har skett under hösten är många tillgångsslag högt värderade. Riksbanken bedömer därför att risken för prisfall och därtill hörande marknadsturbulens har ökat.

Den expansiva ekonomiska politiken har också inneburit att både offentlig och privat skuldsättning har ökat kraftigt i många länder. Sammanlänknings mellan stat, banker och företag i enskilda länder har ökat, inte minst till följd av statliga lånegarantier. Problem i en sektor kan därför snabbt påverka övriga. Särskilt riskfyllt är det för länder där olika aktörer redan innan pandemin var kraftigt skuldyngda.

Tidigare sårbarheter i det svenska finansiella systemet har förstärkts

Pandemin har förstärkt sårbarheter som länge har karakteriserat den svenska ekonomin. Ett exempel är hushållens skulder som fortsätter att öka snabbare än de disponibla inkomsterna och BNP. Stigande bostadspriser brukar dessutom öka skuldsättningen med viss fördröjning. Alltså kan prisuppgången under pandemin innebära än högre skulder framöver. Riksbanken bedömer alltså att den höga och ökande skuldsättningen gör svensk ekonomi sårbar.

Bankerna har utöver bolånen även en omfattande utlåning till kommersiella fastighetsföretag, som dessutom står för en betydande del av den utestående volymen företagsobligationer i svenska kronor. Problem i fastighetssektorn kan därmed få konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Fastighetsföretagen, som ofta är högt belånade, har fortsatt att öka sin skuldsättning under pandemin, vilket gör dem än mer känsliga för förändrade ekonomiska förutsättningar.

Mer fokus på att motverka växande obalanser behövs

För att inflationen varaktigt ska ligga nära målet krävs en fortsatt expansiv penningpolitik. Men eftersom de finansiella marknaderna nu fungerar bättre och banker och företag har goda möjligheter att finansiera sin verksamhet har behovet av pandemirelaterade stödåtgärder minskat. Såväl i Sverige som i andra länder har vissa stödåtgärder därför börjat dras tillbaka, till exempel avslutas moratorieprogram och lånefaciliteter. Det har dock skett i försiktig takt och inom ramen för en ekonomisk politik som fortfarande är mycket expansiv.

Den expansiva ekonomiska politiken, i kombination med de senaste årens trendmässigt sjunkande realräntor, kan dock medföra sårbarheter och risker i form av skuldbyggnad och ökat risktagande. När nu ekonomin i Sverige och omvärlden har börjat återhämta sig från krisen blir det alltmer angeläget att sätta fokus på hur dessa sårbarheter bäst hanteras. Lämpligast är att använda riktade strukturella åtgärder, väl utformade finansiella regelverk och makrotillsyn.

Ett steg i strävan att motverka riskerna är FI:s beslut att höja den kontracykliska kapitalbufferten till en procent. Mot bakgrund av de förhöjda riskerna i det finansiella systemet och den långa implementeringstiden anser Riksbanken att det är angeläget att

FI fortsätter att höja kapitalbuffertnivån i närtid. Ett annat steg som tagits sedan tidigare var att FI lät det tillfälliga undantaget i amorteringskraven löpa ut i augusti, enligt plan.

De omfattande stödåtgärderna skapar också risker för moral hazard genom att aktörerna kan förvänta sig att de finansiella marknaderna och finansiella aktörer alltid ska stöttas av statligt stöd i en kris. För att undvika en felaktig fördelning av resurser när ekonomin har återgått till ett normalläge, är det viktigt att prissättningen på de finansiella marknaderna speglar det ökade privata risktagandet. Det är särskilt viktigt att marknadsaktörerna förstår att de specifika omständigheterna i en kris avgör vilka statliga åtgärder som är lämpliga och att de inte kan räkna med att myndigheterna alltid kommer att sätta in åtgärder.

Reformtakten inom bostads- och skattepolitiken är alltfjämt låg

För att lösa de grundläggande problemen kopplade till bostadsmarknaden och hushållens höga skuldsättning krävs i första hand breda reformer inom bostads- och skattepolitiken. Exempel på tänkbara åtgärder är att se över regelverket kring nyproduktion av bostäder, fastighetsskatten och ränteavdragen. Det är problematiskt att sådana reformer fortfarande saknas. Om de inte genomförs i den utsträckning som krävs ökar behovet av makrotillsynsåtgärder. Det är inte långsiktigt hållbart att låta risktagandet öka.

Makrotillsynsåtgärderna behöver bland annat begränsa hushållens låneutrymme eller minska deras räntekänslighet. Det skulle minska risken för att hushållen behöver göra stora anpassningar och dra ned sin konsumtion eller sitt sparande när de ekonomiska förutsättningarna ändras. Dessutom behöver kostnaden vid förtidsbetalningar av bolån minska. På så sätt stärks konsumentskyddet och hushållen får större incitament att välja lån med en betydligt längre räntebindningstid än vad som är fallet idag.

Det är bekymmersamt att mikrodata över hushållens tillgångar och skulder inte samlas in i Sverige. Mikrodata behövs för att man bättre ska kunna bedöma hushållens motståndskraft mot störningar. Det är angeläget att denna brist på data åtgärdas och det är därför positivt att regeringen i januari 2021 tillsatte en utredning i denna fråga. Riksbanken stöder också de initiativ som tagits för att utreda ett nationellt skuldregister för att synliggöra låntagares alla skulder.² Det är också positivt med den utredning som undersöker hur ett centralt register för bostadsrättspanter kan införas.

² Se "Hemställan om utredning av förutsättningarna för ett system med uppgifter om konsumenters totala skuldsituation", 26 oktober 2021, Finansinspektionen och Konsumentverket. Se även SOU Fi 2021:08 "Motverka riskfylld kreditgivning och överskuldsättning".

Motståndskraften i det finansiella systemet behöver stärkas

Under pandemin har vissa regelverk mjukats upp i såväl Sverige som omvärlden. I takt med att det ekonomiska läget har förbättrats har dessa regelverk nu gradvis börjat stramas åt igen. Riksbanken anser att det nu är viktigt att de tillfälliga lättnader som införts under pandemin fasas ut som planerat, både i Sverige och i övriga EU. Dessutom bör man inom EU, fullt ut, i tid och på ett konsekvent sätt, införa internationellt överenskomna standarder som till exempel Basel III. I ett gemensamt brev uppmanade Riksbanken och 24 andra nationella centralbanker och tillsynsmyndigheter från 20 medlemsländer inom EU i september 2021 EU-kommissionen att i förslaget till reviderade kapitaltäckningsregler för banker i EU hålla sig till Basel III. Den 27 oktober presenterade EU-kommissionen ett förslag på implementeringen av de sista delarna av Basel III i EU (kallas ”bankpaketet 2021”) och det är nu basen för förhandlingar i EU-parlamentet och rådet.³ Riksbanken förordar att EU inte avviker från Basel III i implementeringen. Strikta och harmoniserade globala regleringar gynnar samhällsekonomin och finansiell stabilitet i de berörda länderna. En annan viktig åtgärd är att man inom EU beslutar om ett förstärkt ramverk för att motverka penningtvätt och terroristfinansiering. EU-kommissionens förslag, som presenterades i juli i år, är ett steg i rätt riktning.

Som en följd av EU:s bankpaket har de svenska kapitaltäckningsreglerna nyligen ändrats. En av dessa förändringar rör de så kallade pelare 2-kraven som numera delas upp i två delar, ett beslutat pelare 2-krav och en ny pelare 2-väglledning. Pelare 2-väglningen anger hur mycket extra kapital FI anser att en bank behöver för att täcka risker som inte redan täcks av andra krav och hantera framtida finansiella påfrestningar. Riksbanken anser att det är bra att FI med det nya regelverket har möjlighet att ställa ännu tydligare krav på hur mycket kapital de svenska bankerna ska ha och att de nya pelare 2-väglningarna offentliggörs av FI.

Riksbanken har länge pekat på bristerna på den svenska marknaden för företagsobligationer. Det arbete som nu bedrivs av såväl myndigheter som privat sektor för att öka transparensen, förbättra likviditeten och öka standardiseringen i emissioner är därför positivt. Det är också viktigt att aktörerna på värdepappersmarknaden tillämpar den självreglering gällande transparens som tagits fram av branschorganisationen Svensk Värdepappersmarknad.⁴ Riksbanken stöder FI:s arbete med att ta fram ett förslag till en standard för en svensk benchmarkobligation. Emittenterna behöver också bidra till exempel genom att i större utsträckning använda kreditbetyg.

Riksbanken anser vidare att fonder som i stor utsträckning investerar i relativt illikvida tillgångar, som företagsobligationer, måste göra det tydligt för andelsägarna att innehaven inte är likvida i alla marknadslägen och att de därmed inte alltid kan räkna med att det går att göra omedelbara uttag. Dessutom behöver möjligheten att göra uttag

³ Se pressmeddelandet från Europeiska kommissionen, oktober 2021. [Bankpaketet 2021: \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/20211021_banking-package)

⁴ Se *Svensk Värdepappersmarknads rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden*, november 2020, Svensk värdepappersmarknad.

från fonderna begränsas för att bättre spegla likviditeten i innehaven. Riksbanken stöder FI:s förslag till ändringar i fondlagstiftningen för att underlätta användandet av fler likviditetsverktyg, göra det möjligt att erbjuda lägre frekvens på uttag än vad som redan är tillåtet samt tillåta uppsägningstider.⁵ Riksbanken uppmanar även fonderna att snarast följa ESMA:s riktlinjer för likviditetsstresstester.⁶

Därtill anser Riksbanken att budbaserade referensräntor, så kallade interbankräntor (IBOR), brister i tillförlitlighet. Precis som många andra centralbanker har Riksbanken därför börjat publicera en fullt ut transaktionsbaserad referensränta, Swestr. Världen över börjar transaktionsbaserade referensräntor i allt större utsträckning användas i finansiella kontrakt. Det är därför viktigt att marknadsaktörerna nu börjar använda Swestr för kontrakt i svenska kronor så att de svenska marknaderna håller jämna steg med utvecklingen i övriga världen. Riksbanken understöder marknadens övergång till Swestr genom analys och dialog med marknadsaktörer. Det åligger dock marknaden att genomföra själva övergången.

Globala utmaningar påverkar det svenska finansiella systemet

På senare år har den tekniska utvecklingen inom finansiella tjänster gått fort, vilket gör att det finansiella regleringsarbetet behöver påskyndas. Finansiella aktiviteter, oavsett om det handlar om kryptotillgångar eller andra fintech-relaterade aktiviteter, bör vara reglerade så att de risker som de kan innebära för den finansiella stabiliteten kan hanteras. Riksbanken ser därför positivt på det arbete som bedrivs för att ta fram reglering och standarder, bland annat den kommande EU-regleringen Markets in Crypto Assets (MiCA) för kryptotillgångar. Det är även viktigt med internationellt samarbete och koordinering mellan myndigheter, eftersom verksamheterna, och därmed riskerna, ofta är gränsöverskridande.

Den internationella finansiella integrationen innebär att även andra områden måste fortsätta att harmoniseras. Många aktörer på den svenska värdepappersmarknaden är aktiva på flera marknader. Harmoniserade processer är en förutsättning för att verksamhet på de olika marknaderna ska vara effektiv. Marknadens aktörer har tagit fram en plan för att harmonisera den svenska värdepappersmarknadens post trade-processer (aktiviteter efter handeln) med europeiska standarder. Det är av största vikt att planen genomförs. Riksbanken har å sin sida fattat inriktningsbeslut som innebär att man har målet att kunna använda Eurosystemets tekniska plattformar, T2 och TARGET2-Securities (T2S).⁷ Inriktningsbesluten påverkar aktörerna inom både betal- och värdepappersområdet och kommer att kräva arbetsinsatser från både Riksbanken och de privata aktörerna. Tillräckliga resurser måste avsättas för det arbetet.

⁵ Se *Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder*, juni 2021, Finansinspektionen.

⁶ Se *Riktlinjer för likviditetsstresstester i företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) och alternativa investeringsfonder*, juli 2020, European Securities and Markets Authority.

⁷ Se nyheten "Riksbanken vill använda Eurosystemets plattformar T2 och TARGET2-Securities", september 2021. Senast uppdaterad 23 september. Hämtad 15 oktober 2021. [Riksbanken vill använda Eurosystemets plattformar T2 och TARGET2-Securities | Sveriges Riksbank](#).

För att förbättra motståndskraften mot cyberattacker är arbete på flera fronter nödvändigt. Ett viktigt initiativ på området är Riksbankens fortsatta arbete med TIBER-SE.⁸ Ett annat initiativ är att Riksbanken och FI, inom ramen för Finansiella stabilitetsrådet, arbetar med att ta fram en cyberstrategi för svensk finansiell sektor. I denna strategi kommer det nationella cybersäkerhetscentret, vars syfte är att samla och stärka Sveriges förmåga att förebygga, upptäcka och hantera cyberhot mot Sverige, att ha en avgörande roll. Det är av stor vikt att centrets roll gentemot myndigheter och privata aktörer i den finansiella sektorn tydliggörs. Strategin kommer att innebära nya former för informationsdelning om cyberincidenter, som tydliggör att alla aktörer i större utsträckning behöver dela relevant information med varandra för att motståndskraften ska kunna stärkas.

De klimatrelaterade risker som orsakas av den globala uppvärmningen behöver också hanteras i den finansiella sektorn. Det handlar både om fysiska risker och om omställningsrisker. Den senaste tidens kraftiga energiprisuppgång är en påminnelse om att prisrörelser kan bli stora under anpassningsprocessen. Banker och andra finansiella aktörer måste därför införliva klimatrisker i riskanalysen. Kreditvärderingsinstituten måste också ta hänsyn till klimatrelaterade risker i betygsättningen av företag.

För att investerare och långgivare ska kunna hantera de klimatrelaterade riskerna och finansiera omställningen till en mindre fossilbaserad ekonomi behöver de ha tillgång till rättvisande och jämförbar klimatrelaterad information. Det är därför positivt att en global standard för hållbarhetsredovisning håller på att arbetas fram i snabbt tempo.⁹ Det är också positivt att det införs krav på ökad transparens i och med ny EU-reglering.¹⁰ Riksbanken anser att de svenska bankerna ska förekomma de planerade kraven och redan nu börja redovisa sina exponeringar mot klimatrisker enligt TCFD:s rekommendationer, och då med fokus på mätvärden kopplade till klimatrelaterade risker i sina balansräkningar.¹¹ Dessa mätvärden ska vara standardiserade och därför bör bankerna, till exempel med stöd av Bankföreningen, utveckla gemensamma definitioner och beräkningsmetoder för mätvärden.¹²

⁸ TIBER-SE förklaras närmare i ordlistan längst bak i rapporten.

⁹ Se IFRS Foundations arbete med hållbarhetsrapportering. Hämtad 29 oktober 2021. [IFRS - Sustainability-related Reporting](#)

¹⁰ Disclosureförordningen (förordning [EU] 2019/2088), taxonomiförordningen (förordning [EU] 2020/852).

¹¹ Se *Final Report Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, juni 2017, Task Force on Climate Related Financial Disclosures.

¹² Exempelvis för att ta fram och redovisa mätvärden som "the amount and percentage of carbon-related assets relative to total assets" samt "weighted average carbon intensity" relaterat till tillgångsförvaltningen.

2 Risker och sårbarheter 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 på globala finansiella marknader och är beroende av fria kapitalflöden. Utvecklingen i **omvärlden** är därför av stor betydelse för realekonomin och den finansiella stabiliteten i Sverige. Även globala fenomen som cyberhot och klimatförändringar medför risker.



Om **företagssektorn** skulle utvecklas svagt och konkurserna öka kan den finansiella stabiliteten påverkas bland annat genom att bankernas kreditförluster ökar. De svenska bankerna är särskilt exponerade mot fastighetsföretagen.



Bankernas största låntagare är **hushållen** och deras skuldsättning har ökat parallellt med de stigande bostadspriserna. 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, vilket 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, försäkringsföretag och fintech-företag, är sammanlänkade med andra delar av det svenska finansiella systemet, exempelvis bankerna. Svenska 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 tillgångslag 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 Utvecklingen och risker i omvärlden



Den globala ekonomiska återhämtningen fortgår, även om en viss inbromsning har skett under senare tid, bland annat till följd av nya nedstängningar och produktionsstörningar. En oro för inflationsutvecklingen och förväntningar om en stramare centralbankspolitik har också börjat avspeglas på de finansiella marknaderna. Det finns utmaningar kopplade till ny teknologi, exempelvis kryptotillgångar och cyberincidenter. Att företagets exponering mot klimatrisker inte återspeglas fullt ut i riskpremier ökar risken för stora prisjusteringar i ett senare skede.

Den globala tillväxten dämpas och risker kvarstår

Under första halvan av året bidrog ökade vaccinationsnivåer och färre restriktioner runt om i världen, i kombination med omfattande stödåtgärder, till en stark ekonomisk återhämtning i Sverige och globalt.¹³ Under andra halvan av året har det blivit tydligare att komponentbrist och långa leveranstider hämmar utvecklingen i tillverkningsindustrin. Ökad smittspridning och nya nedstängningar, framför allt i Asien men också i Europa, har också bidragit till att dämpa den globala återhämtningen, även om återhämtningen överlag alltså är stark. Energipriser, framför allt priset på naturgas i Europa, har stigit kraftigt vilket bland annat påverkar hushållens konsumtion och delar av industrisektorn. Den ekonomiska utvecklingen är fortsatt kantad av risker där ökad inflationsoro och stigande räntor, störningar i produktionskedjor och även nya nedstängningar skulle kunna påverka den globala ekonomiska aktiviteten framöver.

Anpassning av stödåtgärder i takt med den ekonomiska utvecklingen

På flera håll i världen har regeringar och centralbanker börjat trappa ner de pandemi-relaterade stödåtgärderna. I USA har Federal Reserve avslutat de lånefaciliteter som infördes under pandemin, och de har bedömt att det är motiverat att börja minska takten på sina tillgångsköp från och med mitten av november.¹⁴ Den Europeiska centralbanken började i september att minska takten på sina tillgångsköp under pandemiprogrammet (PEPP). Marknadsaktörer förväntar sig att nedtrappningen av tillgångsköpen fortsätter under hösten. I dagsläget planerar man även att fasa ut resterande moratorieprogram i EU fram till slutet av året. Hittills har tillbakadragandet av skuldmoratorier i euroområdet inte lett till någon större ökning i antalet problemkrediter.¹⁵

Nedstängningarna under pandemin ledde inte till den ökning i antalet konkurser i EU som befarades. Tvärtom observerades en minskning av konkurser (se Diagram 1), något som bland annat kan bero på att administrationen av konkurser avstannade under 2020, men det är tydligt att skuldmoratorier, omfattande stödåtgärder och regellättnader också har bidragit. I takt med att stödåtgärderna dras tillbaka är det troligt att

¹³ Se diagram A.1, A.2 och A.3 i Diagramappendix.

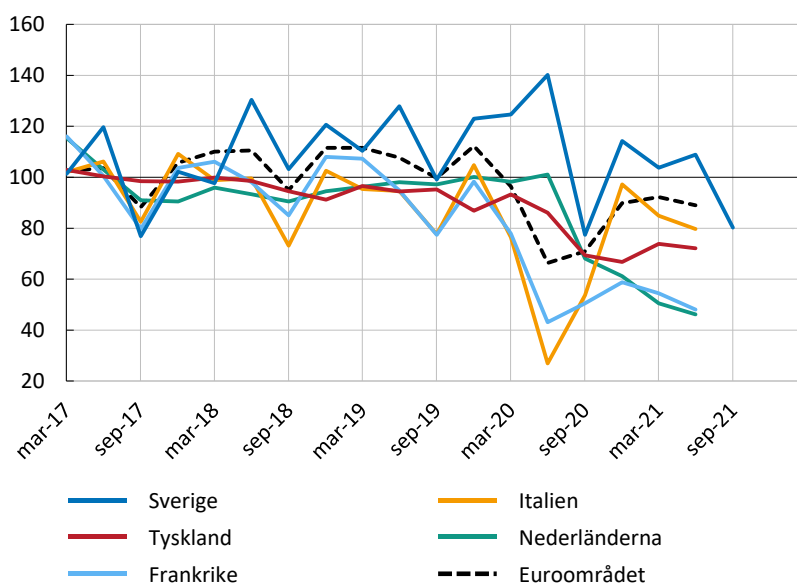
¹⁴ Se "Transcript of Chair Powell's Press Conference", 3 november 2021, Federal Reserve.

¹⁵ Se diagram A.4 och A.5 i Diagramappendix.

konkursnivåerna åtminstone normaliseras, det vill säga stiger från dagens ovanligt låga nivåer. I Europa har exempelvis konkurserna för småföretag näst intill återvänt till nivåerna innan pandemin.¹⁶ Det går heller inte att utesluta att konkurserna ökar betydligt framöver, framför allt för små och medelstora företag i de sektorer som drabbats värst av pandemin, även om risken för detta minskar i takt med den ekonomiska återhämtningen.¹⁷

Diagram 1. Utvecklingen av konkurser i Sverige och euroområdet

Index, 2017 = 100



Anm: I diagrammet visas aggregat för euroområdet såväl som observationer för några enskilda länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Index för Sverige baseras på konkursstatistik från SCB, som räknats om från månads- till kvartalsobservationer.

Källor: Eurostat och SCB.

Åtgärderna under pandemin medför sårbarheter på längre sikt

De offentliga stödåtgärderna har under pandemin varit avgörande för att avvärja en finansiell kris som skulle ha förvärrat den ekonomiska nedgången, och åtgärderna spelar fortsatt en viktig roll för att stödja återhämtningen. De underliggande sårbarheter som existerade före pandemin finns dock fortfarande kvar. Det handlar till exempel om hög offentlig skuldsättning på flera håll i världen samt hög skuldsättning i företags- och hushållssektorn. Statligt garanterade lån och skuldmoratorier har hjälpt företag att ta sig igenom krisen men har också resulterat i en fortsatt ökning av företagens skuldsättning.

Det finns också en risk att brett tillämpade stödåtgärder inte bara ger tillfällig hjälp till i grunden livskraftiga företag, utan även motverkar en nödvändig förnyelse av näringslivet om de även ges till företag utan långsiktig överlevnadspotential. Då motverkas

¹⁶ Se *Global Financial Stability Report*, oktober 2021, Internationella valutafonden.

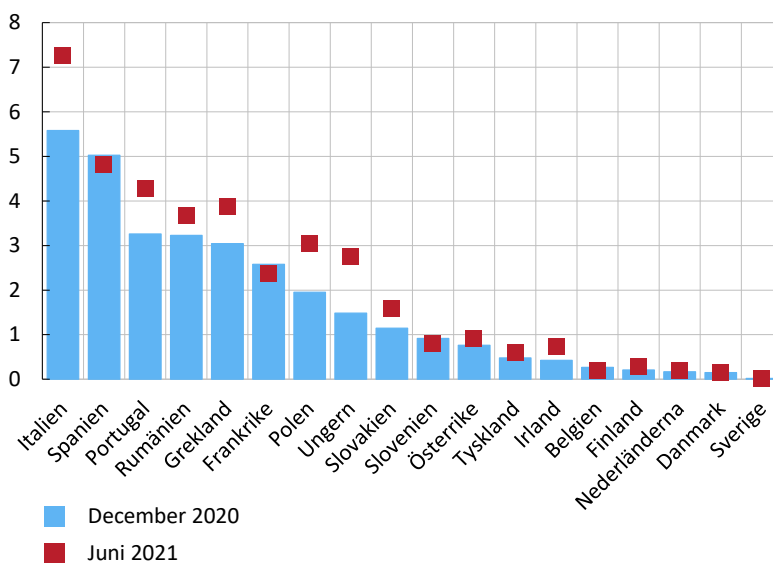
¹⁷ Se "Insolvency Prospects Among Small and Medium Enterprises in Advanced Economies: Assessment and Policy Options", *IMF Staff Discussion Note*, april 2021, Internationella valutafonden.

strukturomvandling i ekonomin och i det långa loppet riskerar produktiviteten att utvecklas långsammare.

I euroområdet var bankernas utgångsläge inför pandemin i många fall dåligt, med låg lönsamhet, höga kostnader och stora volymer av tillgångar med sämre kreditkvalitet. Även om vissa banker i till exempel Italien och Grekland har lyckats sälja en del av sina problemkrediter på andrahandsmarknaden fortsätter de dåliga lånen att tynga den europeiska banksektorn. I euroområdet riskerar därmed ökade kreditförluster att förvärra den problematiska koppling som finns mellan banksystemen och de offentliga finanserna i vissa länder, något som förvärras av att en betydande del av bankernas utlåning har en statlig garanti (se Diagram 2). Exempelvis uppgick volymen lån som täcks av statliga garantier i både Italien och Spanien till över 100 miljarder euro i slutet av juni.¹⁸ Eftersom flera stora ekonomier i euroområdet gick in i krisen med statskulder som redan var höga finns det en risk att statslåneräntorna stiger i vissa länder om ovanstående risker materialiseras.

Diagram 2. Andel av total utlåning som täcks av statliga garantier

Procent



Anm: Landspecifika data inkluderar utländska dotterbolag.

Källa: Europeiska bankmyndigheten.

Höga värderingar kan utgöra risker för finansiell stabilitet

Under hösten har aktieprisutvecklingen mattats av något och det finns generellt tecken på att investerare har börjat bli mer försiktiga.¹⁹ Investerarundersökningar indikerar att det nuvarande marknadsläget fortsatt upplevs som starkt, men att förväntningarna om framtiden har blivit mindre optimistiska (se Diagram 3). Det gäller i såväl

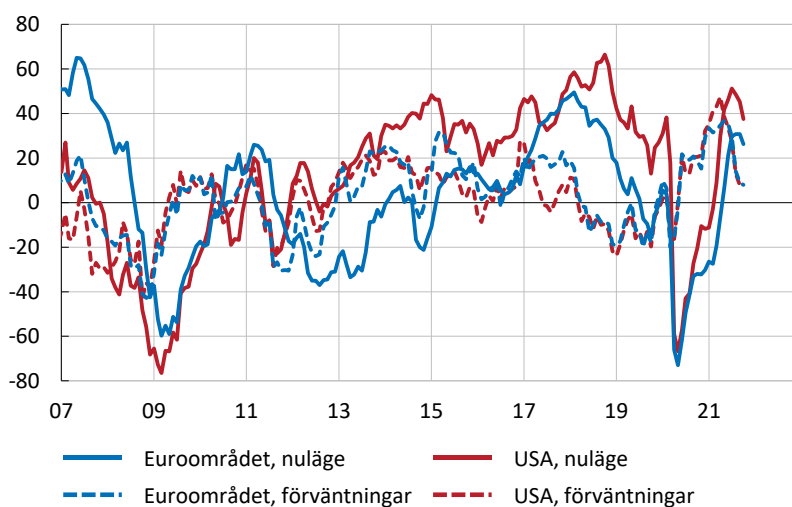
¹⁸ Se diagram A.6 i Diagramappendix.

¹⁹ Se diagram A.7 i Diagramappendix.

USA som Europa. Inflationsutvecklingen, centralbankernas agerande gällande tillgångsköpen, virusmutationer och utvecklingen i Kina är några exempel på orosfaktorer som enligt investerarna skulle kunna utlösa större prisnedgångar på marknaderna framöver, om de leder till att synen på risk omvärderas.²⁰ Den senaste tiden har till exempel turbulens kring kinesiska fastighetsföretag, främst Evergrande, utlöst prisnedgångar och ökad volatilitet på vissa marknader.

Diagram 3. Sentix investerarförtroende

Nettotal



Anm: Sentix investerarförtroende är en månatlig undersökning som mäter risksentimentet bland investerare i olika länder och regioner, liksom globalt. Högre värden indikerar optimism och lägre värden pessimism. Med "förväntningar" avses nästkommande månad.

Källa: Macrobond.

Den senare tidens sjunkande investerarförtroende har ännu inte avspeglats fullt ut i räntemarknaderna. Riskpremier på företagsobligationer är exempelvis fortsatt låga.²¹ Dessutom har långa statsobligationsräntor stigit något på många håll under hösten, vilket sannolikt speglar förväntningar bland investerare gällande stigande inflation och stramare centralbankspolitik.²² Hur centralbankerna väljer att agera, gällande såväl räntepolitiken som tillgångsköpen, och hur kommunikationen från centralbankerna tolkas av investerare kommer få betydelse för utvecklingen på de finansiella marknaderna framöver. I ett lågt ränteläge tenderar värderingarna att vara särskilt känsliga för penningpolitiska nyheter.²³

Många finansiella tillgångar är fortsatt förhållandevis högt värderade, trots tecken på sjunkande investerarförtroende. Det gäller inte minst för vissa aktiemarknader runt om i världen. I Diagram 4 illustreras värderingarna för några olika länder och regioner i form av aktiepriser i relation till vinster. I USA är värderingarna nu betydligt högre än

²⁰ Se till exempel *BofA Global Fund Manager Survey*, oktober 2021, Bank of America.

²¹ Se diagram A.8 i Diagramappendix.

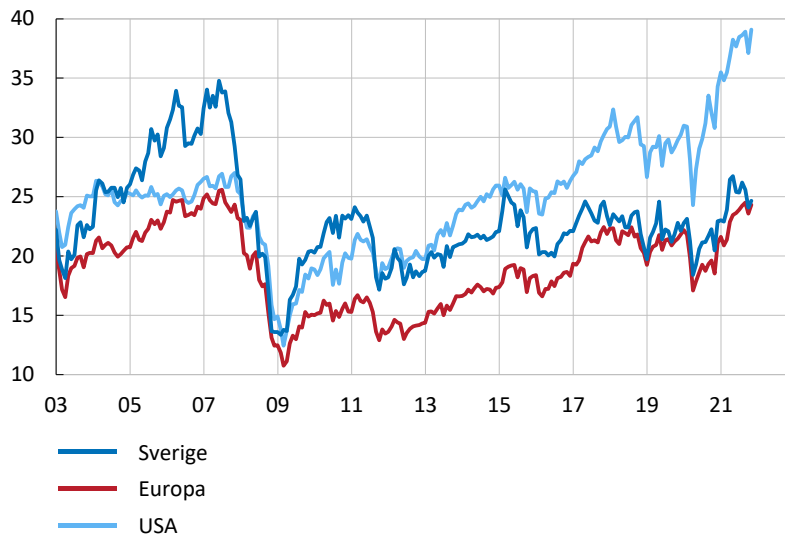
²² Se diagram A.9 i Diagramappendix.

²³ Se till exempel "The news sensitivity of high equity prices when long-term rates are low", *BIS Quarterly Review*, mars 2021, Bank for International Settlements.

innan den globala finanskrisens bröt ut 2008, medan de i Europa är på ungefär samma nivåer nu som då. Höga värderingar kan innebära större risk för prisfall. Hur potentiella prisfall påverkar den finansiella stabiliteten beror i mångt och mycket på vilka aktörer som är exponerade mot det aktuella tillgångslaget och i vilken utsträckning, samt hur olika aktörer och marknader är sammanlänkade med varandra.

Diagram 4. Konjunkturjusterade P/E-tal (CAPE)

Kvot



Anm: Vanliga P/E-tal visar priset på en aktie i relation till bolagets vinst per aktie vid en viss tidpunkt. CAPE är ett konjunkturjusterat P/E-tal där man i stället använder 10 års genomsnittlig vinst per aktie i nämnaren. Kvoterna är baserade på region- och landspecifika MSCI-aktieindex.

Källa: Barclays.

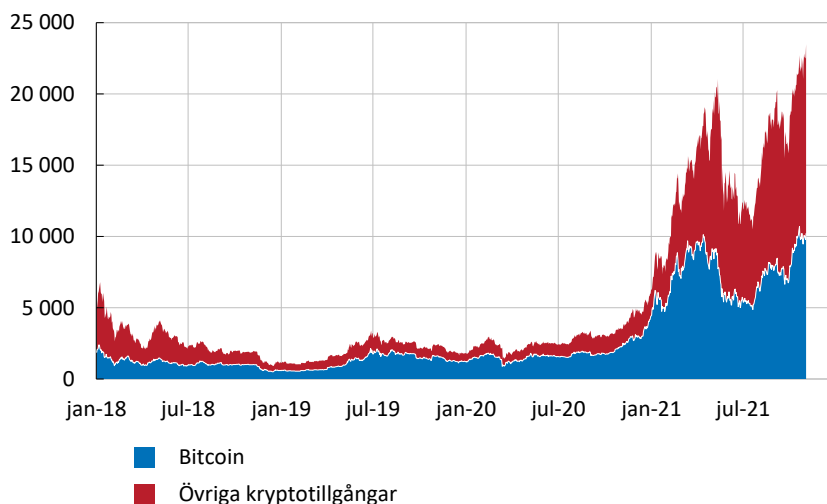
Ökad exponering mot kryptotillgångar kan leda till snabb uppbyggnad av risker

Marknaden för kryptotillgångar fortsätter att växa, även om prisutvecklingen är mycket volatil.²⁴ Bitcoin är exempelvis betydligt högre värderad än innan coronapandemin bröt ut (se Diagram 5). En stor andel av kryptotillgångarna fungerar framför allt som spekulativa investeringar. I dagsläget finns det indikationer på att de finansiella institutens direktexponeringar mot dessa tillgångar är små, såväl internat-

²⁴ Kryptotillgångar kallas ofta kryptovalutor. Kryptotillgångar är dock en mer lämplig benämning bland annat eftersom dessa i nuläget snarare används för spekulering än som pengar. De saknar också det institutionella och legala ramverk som nationella valutor har.

Diagram 5. Marknadskapitalisering för kryptotillgångar

Miljarder kronor



Anm: Avser marknadsvärden globalt. "Övriga kryptotillgångar" omfattar flera tusen olika tillgångar (inklusive stablecoins och tokens). De största i denna kategori är exempelvis Ethereum, Cardano och Tether.

Källa: Macrobond.

Kryptotillgångar bedöms inte medföra några systemrisker i nuläget.³¹ Marknaden för kryptotillgångar är fortfarande relativt liten i jämförelse med hela det finansiella systemet men sammankopplingen med det traditionella finansiella systemet ökar.³² Reglering för kryptotillgångar saknas eller är inte heltäckande i många jurisdiktioner. Det kan leda till att det blir svårt för myndigheter att hantera riskerna med kryptotillgångar och att utgivare av kryptotillgångar kan kringgå den befintliga reglering som finns för motsvarande tjänster erbjudna av mer traditionella finansiella aktörer. Exempelvis består de bakomliggande säkerheterna för vissa stablecoins till stor del av kortfristiga tillgångar, i likhet med en penningmarknadsfond, men utan att följa samma krav som dessa fonder gör. EU-kommissionen har emellertid på senare tid tagit flera initiativ till att stärka regleringen av kryptotillgångar, exempelvis genom den nya regleringen Markets in Crypto Assets (MiCA).³³ Ett annat initiativ innehåller förslag om regler för att öka kundkännedomen och motverka att kryptotillgångar används för penningtvätt och finansiering av terrorism.³⁴ Det pågår också arbete relaterat till kryptotillgångar i andra internationella forum, till exempel inom ramen för Bank for International Settlements (BIS).³⁵

³¹ Se exempelvis *Global Financial Stability Report*, oktober 2021, Internationella valutafonden.

³² Se tal av J. Cunliffe (2021), 13 oktober 2021, Bank of England. [Is 'crypto' a financial stability risk? - speech by Jon Cunliffe | Bank of England](#)

³³ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om marknader för kryptotillgångar och om ändring av direktiv (EU) 2019/1937, COM (2020) 593 final, september 2020. Regleringen har ännu inte trätt i kraft.

³⁴ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om åtgärder för att förhindra att det finansiella systemet används för penningtvätt eller finansiering av terrorism, COM(2021) 420 final, juli 2021.

³⁵ Se exempelvis CPMI-IOSCO (2021), "Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements", oktober 2021, Bank for International Settlements och International Organization of Securities Commissions samt *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*:

Utpressningsvirusen fortsätter att öka i antal och omfattning

De senaste åren har en tydlig global trend utvecklats som innebär att kriminella nätverk i allt större utsträckning använder sig av utpressningsvirus vid cyberattacker. Detta har blivit en affärsmodell för organiserad cyberbrottslighet, som främst riktar in sig på organisationer med tidskritisk verksamhet.³⁶ Som ett exempel noterar amerikanska FBI en ökning med 20 procent i antalet anmälda brott med utpressningsvirus mellan 2019 och 2020.³⁷ Även EU:s nätverks- och informationssäkerhetsbyrå, ENISA, noterar en ökning.³⁸ Några exempel under den senaste tiden är cyberattacken som drabbade en tjänsteleverantör till dagligvaruhandelsföretaget Coop och attacken mot det amerikanska oljeledningsföretaget Colonial Pipeline.³⁹

Coop-incidenten är ett exempel på att betalningar kan påverkas även om det finansiella systemet i sig inte attackeras. Kraven på finansiella företag att få igång IT-systemen efter avbrott är höga, generellt sett högre än för de flesta andra företag. Exempelvis krävs att finansiella infrastrukturföretag ska kunna återgå till normal drift inom två timmar.⁴⁰ Detta kan ställas i relation till exemplen ovan där tiden för återställning varit cirka en vecka. I det finansiella systemet skulle så långa avbrott, och även betydligt kortare, kunna få mycket stora konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Detta har Riksbanken även tidigare poängterat.⁴¹

En generell svårighet i arbetet med att stärka motståndskraften mot cyberrisker är bristen på tillförlitlig statistik över cyberincidenter. Detta är ett globalt problem, som även finns i den svenska finansiella sektorn.⁴² För att samhället ska komma till rätta med problemet är det viktigt att drabbade aktörer visar öppenhet och transparens. Viss information samlas redan in till myndigheter som en del av företagets incidentrapportering. Sådan information kan hjälpa till att förbättra kunskaperna om cyberincidenter i Sverige.

I dagsläget saknas en sektorsspecifik cybersäkerhetsstrategi för svensk finansiell sektor. Vidare saknas det tydlighet i vilka roller som behövs, och vilka aktörer som bör fylla dessa roller, för att samordna arbetet och arbeta för stärkt motståndskraft mot

Progress Report on the implementation of the FSB High-Level Recommendations, oktober 2021, Financial Stability Board.

³⁶ Sådana organisationer kan vara allt ifrån sjukhus till finansiella företag och företag inom energiförsörjning. Se exempelvis *The cyber threat against the Danish financial sector*, december 2020, Danish Centre for Cyber Security.

³⁷ Se *Internet Crime Report 2020*, mars 2021, Federal Bureau of Investigation och *Internet Crime Report 2019*, februari 2020, Federal Bureau of Investigation.

³⁸ Se *ENISA Threat Landscape Ransomware*, oktober 2020, European Union Agency for Cybersecurity.

³⁹ Se exempelvis nyheten "Kaseya Ransomware Attack: Guidance for Affected MSPs and their Customers", juli 2021, Cybersecurity and Infrastructure Security Agency. Senast uppdaterad den 11 juli 2021. Hämtad 15 oktober 2021, <https://us-cert.cisa.gov/kaseya-ransomware-attack> och nyheten "FBI Statement on Compromise of Colonial Pipeline Networks", maj 2021, Federal Bureau of Investigation. Senast uppdaterad den 10 maj 2021. Hämtad 15 oktober 2021, <https://www.fbi.gov/news/pressrel/press-releases/fbi-statement-on-compromise-of-colonial-pipeline-networks>.

⁴⁰ Se *Principles for Financial Market Infrastructures*, april 2012, CPMI-IOSCO.

⁴¹ Se *Finansiell stabilitet*, maj 2021, Sveriges riksbank och L. Elestedt, U. Nilsson och C-J. Rosenvinge (2021), "En cyberattack kan påverka den finansiella stabiliteten", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

⁴² Se exempelvis "Cyber Risk and Financial Stability: It's a Small World After All", 2020, Internationella valutafonden.

cyberrisker i svensk finansiell sektor. Sveriges nationella cybersäkerhetscenter är under uppbyggnad, men dess framtida roll gentemot finansiell sektor har inte tydliggjorts. Sammantaget innebär dessa olika faktorer risker för det finansiella systemets samlade förmåga att hantera potentiella cyberattacker.

Bristande datarapportering försvårar klimatomställningen i den finansiella sektorn

Att hantera klimatförändringarna är en av vår tids största utmaningar. IPCC bedömer att de globala utsläppen måste halveras till 2030 jämfört med 2010 års nivåer, om målet att begränsa den globala uppvärmningen till 1,5°C ska kunna nås.⁴³ Den finansiella sektorn har här en viktig roll att spela genom att den prissätter risker och förmedlar kapital till investeringar.

Det är viktigt att klimatriskerna vägs in i de riskpremier som återspeglas i obligationsräntor och priset på tillgångar och naturresurser. Prisförändringarna kan annars bli stora när dessa risker i framtiden behöver vägas in under kort tid, vilket kan påverka den finansiella stabiliteten.⁴⁴ Det gäller både tillgångar som är exponerade mot fysiska risker, exempelvis fastigheter, och sådana som är exponerade mot omställningsrisker, som lån till företag inom koldioxidintensiva branscher.⁴⁵

Riskerna med snabba prisförändringar illustreras väl av den senaste tidens snabba energiprisuppgång i Europa. I samband med den ekonomiska återhämtningen har efterfrågan på energi ökat snabbare än utbudet, vilket har lett till kraftiga prishöjningar. Att utbudet inte kunnat matcha den ökade efterfrågan har flera orsaker.⁴⁶ Det beror dels på att de europeiska naturgaslagren är ovanligt låga, dels på att energiproduktionen från hållbara energikällor under året varit låg. Detta har gjort att Europa har blivit än mer beroende av att importera energi i form av kol och naturgas. Samtidigt har efterfrågan på kol och naturgas i Asien ökat vilket lett till att Europa konkurrerar med Asien om energitillförseln från bland annat Ryssland.

Att priset på fossila bränslen stiger är inte ett problem i sig eftersom det bidrar till omställningen mot mindre utsläpp. Men för att prisförändringarna på fossila bränslen inte ska hämma den ekonomiska utvecklingen är det viktigt att mer miljövänliga energialternativ har kapaciteten att möta energiefterfrågan. Hastigheten i prisförändringen kan utgöra en risk på såväl kort som lång sikt. På kort sikt kan det leda till problem för hushåll och företag som inte klarar av de höga energipriserna, vilket i sin tur kan leda till krav på att minska takten i omställningen, något som skulle öka riskerna för ännu värre konsekvenser på längre sikt.

⁴³ Se "Summary for Policymakers of IPCC Special Report on Global Warming of 1.5°C approved by governments", oktober 2018, IPCC.

⁴⁴ Se "Climate-related risk drivers and their transmission channels", april 2021, Bank for International Settlements.

⁴⁵ Klimatrisker brukar delas upp i fysiska risker och omställningsrisker. Fysiska risker innefattar riskerna för fysisk förstörelse på grund av effekter av klimatförändringar, såsom torka, översvämning, med mera, medan omställningsrisker uppstår till följd av anpassningen till en mindre fossilbaserad ekonomi.

⁴⁶ Se "Läget på de globala energimarknaderna", vecka 39 2021, Energimyndigheten. [Läget på energimarknaderna \(energimyndigheten.se\)](https://www.energi.se/om-energi/nyheter-och-press/2021/10/2021-10-20-laget-pa-de-globala-energimarknaderna)

En förutsättning för att det ska gå att prissätta omställningsriskerna är att det finns ett tydligt ramverk för hur företag ska mäta, bedöma och jämföra de risker som är associerade med klimatförändringarna. En för jämförbarheten central del i ett sådant ramverk är att företag rapporterar hur deras verksamhet är exponerad mot klimatrisker och hur de bidrar till den globala uppvärmningen enligt en gemensam standard.

I samband med FNs årliga klimatkonferens (COP26) i november lanserade IFRS Foundation en förvaltningsstruktur för hållbarhetsrapportering som, med utgångspunkt i TCFD-rekommendationerna, ska ta fram en sådan gemensam standard för hur företag ska rapportera klimatrelaterad information.^{47, 48} För att förbättra tillgången till klimatrelaterad information är det angeläget att denna standard kommer på plats så snart som möjligt som formellt rapporteringskrav för företagen.

Även inom EU pågår mycket arbete för att förbättra datatillgången och möjligheten att prissätta klimatrisker. Från och med januari 2022 kommer den så kallade disclosureförordningen och taxonomiförordningen att träda i kraft.⁴⁹ Dessa ställer krav på företag att i regelbundna rapporter redovisa hur de tar hänsyn till hållbarhet i den egna verksamheten och de verksamheter de finansierar. De kräver även att företag klassificerar sin verksamhet utifrån hur stor del av den som uppfyller kraven för att vara miljömässigt hållbar.⁵⁰

⁴⁷ Se nyheten "Global sustainability disclosure standards for the financial markets", november 2021, IFRS Foundation. Hämtad 3 november 2021, [IFRS - Global sustainability disclosure standards for the financial markets](#)

⁴⁸ Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) har utarbetat frivilliga rekommendationer för redovisning av klimatrelaterade risker och möjligheter. Se även fotnot 10 i kapitel 1.

⁴⁹ Disclosureförordningen (förordning [EU] 2019/2088), taxonomiförordningen (förordning [EU] 2020/852). Disclosureförordningen har till viss del redan börjat gälla. Sedan mars i år är vissa typer av finansmarknadsaktörer skyldiga att bland annat lämna hållbarhetsinformation på sin hemsida.

⁵⁰ Se nyheten "Nya regler om hållbarhetsrapportering", december 2020, Finansinspektionen. [Nya regler om hållbarhetsrapportering | Finansinspektionen](#).

2.2 Återhämtning i svensk företagssektor, men konsekvenser av pandemin kan ta tid att hantera



Som en följd av att restriktioner nu lättats har företag i de hårdast drabbade branscherna fortsatt att återhämta sig. Fastighetsföretag med hotell- och butiksfastigheter har upplevt en viss förstärkning av sina hyresintäkter. Antalet konkurser och rekonstruktioner har inte heller ökat som befarat. Överlag är finansieringssituationen god för företagen, även om det skiljer något mellan olika branscher. För företag i vissa branscher återstår fortsatt en lång väg till den omsättning de hade före pandemin. I fastighetssektorn har högre skuldsättning, korsägande och högre koncentration av fastighetsbeståndet bidragit till att riskerna ökat något.

Viss förbättring för hårt drabbade branscher

Sedan i våras har återhämtningen stärkts ytterligare i de branscher som drabbades hårdast av pandemin, exempelvis tjänstesektorn och handeln.⁵¹ Inom tjänstesektorn har dock utvecklingen varierat. Exempelvis har företag inom hotell och restaurang upplevt en viss återhämtning medan företag inom persontransport så som flyg fortsatt har det svårt.⁵² Inom handeln har det skett en gradvis återhämtning för detaljhandeln i fysiska butiker, vilket också förbättrat situationen för fastighetsföretag med sådana handelsfastigheter. Det förklaras, liksom för hotell och restauranger, av att fler nu kan röra sig i stadskärnor och varuhus när en stor andel är vaccinerade och restriktionerna lättats. Andra delar inom handeln, som dagligvaruhandeln och partihandeln med IT-utrustning, har överlag klarat sig bra under pandemin. För många företag med fysiska butiker innebär dock e-handeln, som ökat kraftigt under pandemin, fortsatta utmaningar.

Tillverkningsindustrins omsättning återhämtade sig snabbt från nedgången under pandemins inledning.⁵³ Däremot upplever många företag i tillverkningsindustrin nya svårigheter kopplade till brist på komponenter samt höga frakt- och energipriser, vilket kan ha en negativ inverkan på företagets lönsamhet. Byggindustrin har överlag haft en något lägre omsättning under pandemin. Men variationer förekommer, delvis i form av att efterfrågan är god på bostäder och infrastruktur medan den är svagare för kommersiellt byggande.⁵⁴

Antalet konkurser och rekonstruktioner har fortsatt att vara i nivå med eller något färre än under åren före pandemin (se Diagram 1). Detta är delvis en följd av de stödåtgärder som riktats till företagen. Utvecklingen skiljer sig därmed från hur det sett ut under tidigare kriser då antalet konkurser ökat, som under den globala finanskrisen 2008-2009 eller 90-talskrisen i Sverige.⁵⁵ Dessutom bedömer allt färre företag

⁵¹ Se diagram A.10. i Diagramappendix.

⁵² Se *Produktionsvärdesindex*, augusti 2021, SCB.

⁵³ Se *Konjunkturinstitutets extramätning*, augusti 2021, Konjunkturinstitutet.

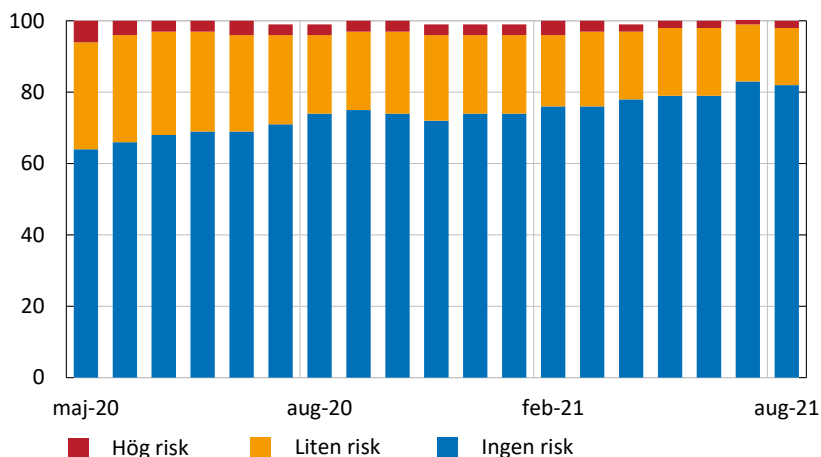
⁵⁴ Se *Riksbankens företagsundersökning*, september 2021, Sveriges riksbank.

⁵⁵ Se *Finansiell stabilitet*, 2021:1, Sveriges riksbank.

att de riskerar att behöva lägga ned sin verksamhet (se Diagram 6). Det är ett tecken på att risken för större kreditförluster har minskat något sedan i våras. Den förnyelse och omställning som kontinuerligt sker i näringslivet innebär dock att en viss andel av företagen går i konkurs. För att spegla detta väntas därför antalet konkurser öka något till nivåerna före pandemin, trots den ekonomiska återhämtningen.

Diagram 6. Andel företag som riskerar nedläggning

Procent



Anm: Avser svar från Konjunkturinstitutets extramätning som de gjorde mellan maj 2020 och augusti 2021 där företag i olika sektorer fick svara på frågan "Utifrån nuvarande situation hur bedömer ni risken att ert företag måste avveckla sin verksamhet?". Svaren är viktade med fördelingsvärde för tillverkningsindustrin och antal anställda för övriga sektorer.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Många företag har använt sig av de stödåtgärder som lanserats under pandemin, till exempel stöd för korttidsarbete, omställningsstöd, och kreditgarantier inom ramen för den statliga företagsakuten.^{56,57} Företagen har även använt stödåtgärden som innebär en möjlighet att få anstånd med betalningar av avdragen skatt, arbetsgivaravgifter och moms. I oktober 2021 uppgick utestående skatteanstånd till totalt 31 miljarder kronor. Företag inom handeln stod då för den största andelen (se Diagram 7). Stödåtgärderna har under pandemin hjälpt företagen att hantera sin likviditetssituation. I takt med återhämtningen har allt färre företag behövt använda sig av stöden. De företag som använt sig av skatteanstånd ska framöver göra löpande inbetalningar baserat på vilken period och vilken skatt anståndet omfattar. Senast i januari 2024 ska företagen ha återbetalat skatten.⁵⁸ Det innebär att många företag behöver öka om-

⁵⁶ Källa: Tillväxtverket, Skatteverket och Riksgälden.

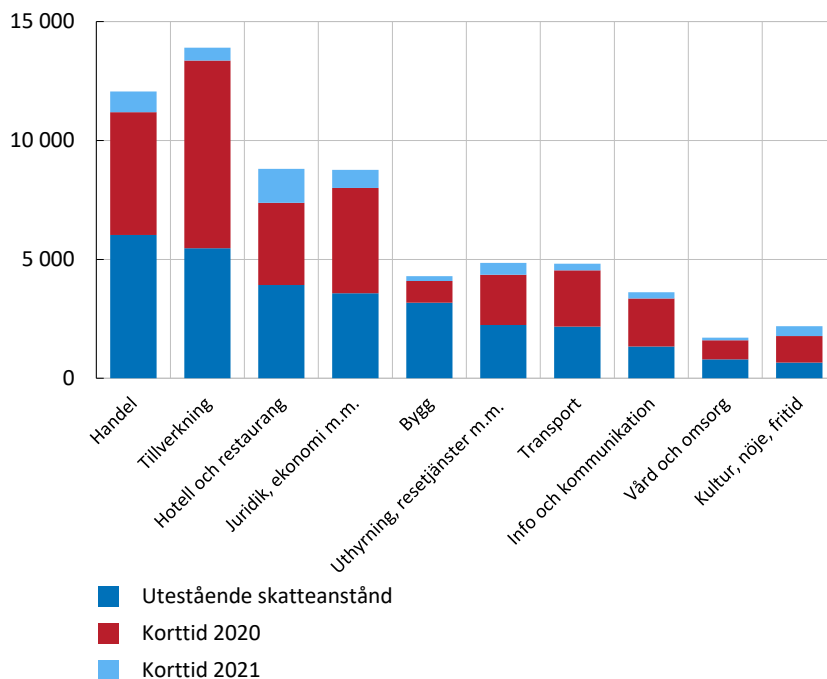
⁵⁷ Programmet för statliga kreditgarantier löpte fram till den 30 september 2021 och innebar att Riksgälden ställde ut en garanti om upp till 70 procent av lånebeloppet. Garantin kunde utnyttjas av kreditinstitut, dessa rapporterade till Riksgälden vilka lån de valde att lägga under garantin. Garantier för lånen som togs inom programmet gäller upp till tre år. Jämfört med andra länder i EU har statliga kreditgarantier använts i relativt liten utsträckning i Sverige, se Diagram 2.

⁵⁸ Januari 2024 avser företag som redovisar moms per helår. För andra skatter såsom arbetsgivaravgifter, och för företag som redovisar moms kvartals- eller månadsvis ska anstånden betalas tillbaka tidigare. Sista återbetalningsdag kan dock skjutas fram då Finansdepartementet i september 2021 remitterat ett förslag som bl.a. innebär att återbetalningstiden kan förlängas med ytterligare 15 månader.

sättningen för att klara av skattebetalningarna. Företag som förbrukat sin likviditetsbuffert under krisen för att klara sig kan dessutom ha behov av att bygga upp bufferten för att klara av framtida investeringar.

Diagram 7. Företagens användning av några av de statliga stödåtgärderna

Miljoner kronor



Anm: Branscherna är sorterade på utestående skatteansånd, vilket innebär att skatteansånd som har betalats eller förfallit till betalning inte omfattas. Diagrammet omfattar de tio branscher som hade mest utestående skatteansånd per den 13 oktober 2021. Beloppet för korttidsarbete avser nettobeloppet som beviljats av Tillväxtverket. Korttidsarbete innebär att arbetsgivare kan minska anställdas arbetstid och få stöd från staten för att täcka stora delar av kostnaden. Underlag rörande korttidsarbete inhämtat den 2 november.

Källor: Skatteverket och Tillväxtverket.

Finansieringssituationen överlag god för företagen

Företagen har överlag fortsatt goda möjligheter att refinansiera gamla lån och ta lån för nya investeringar via monetära finansinstitut (MFI) och kapitalmarknaden.⁵⁹ Lånekostnaden för såväl banklån som obligationer ligger i stort sett på samma låga nivåer som före pandemin. Däremot har den sammantagna utlåningen till företagen under året växt relativt långsamt: i september 2021 var årstakten 5 procent (se Diagram 8). Tillväxten i utlåningen från MFI är fortsatt dämpad, medan företagens finansiering via kapitalmarknaden successivt har ökat.

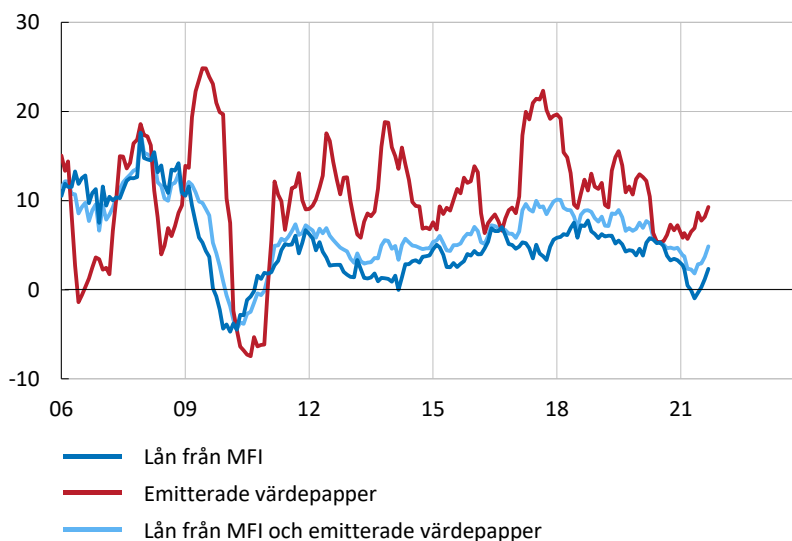
Trots återhämtningen och överlag goda finansieringsmöjligheter skiljer sig situationen fortsatt åt mellan branscher och företag i olika storlekar. Stora företag, och företag som är förknippade med större risker för den finansiella stabiliteten, har fortsatt att

⁵⁹ I monetära finansinstitut ingår banker, bostadsinstitut, finansbolag, kommun- och företagsfinansierande institut samt monetära värdepappersbolag.

öka sina skulder. Det gäller i synnerhet företag i den kommersiella fastighetssektorn som sammantaget har ökat sina lån med 8 procent mellan september 2020 och september 2021. Samtidigt har den totala lånevolymen minskat eller varit relativt oförändrad hos företag inom de branscher som drabbats hårdast av krisen. Överlag upplever små företag och företag inom tjänstesektorn att det är svårare att finansiera sig än före pandemin.⁶⁰

Diagram 8. Företagssektorns upplåning

Årlig procentuell förändring



Anm: Avser icke-finansiella företag. Alla valutor. Monetära finansiella instituts utlåning till icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är justerat för omklassificeringar samt valutajusterade. Emitterade värdepapper hämtas från Svensk Värdepappersdatabas (SVDB). Data omfattar till och med september 2021.

Källa: SCB.

Betydelsen av marknadsfinansiering har stärkts under pandemin

En anledning att framför allt stora företag och företag inom den kommersiella fastighetssektorn i allt större utsträckning finansierar sin verksamhet på kapitalmarknaden är att det över tid har blivit en allt billigare finansieringsform jämfört med banklån. Skiftet från bank- till obligationslån innebär att kreditrisken sprids på fler investerare. På så sätt kan ökad obligationsfinansiering i grunden vara bra ur ett stabilitetsperspektiv. Företagens marknadsfinansiering medför dock även risker. Exempelvis kan företag få svårigheter att refinansiera sina lån om utsikterna i den egna sektorn förändras väsentligt eller om oro uppstår på de finansiella marknaderna.

Många företag som finansierar sig på kapitalmarknaden låter kreditvärderingsinstitut bedöma deras kreditrisk. Företagen får då ett kreditbetyg som underlättar för investerare att avgöra om de kan eller vill köpa de certifikat eller obligationer som företaget

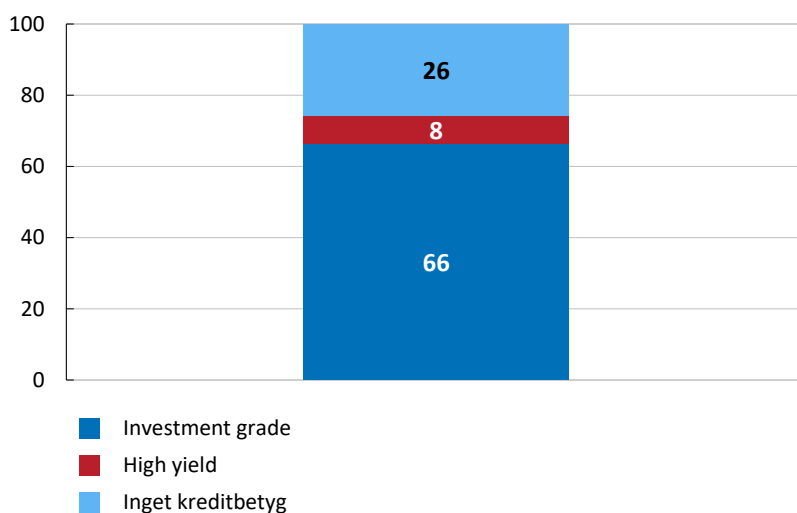
⁶⁰ Se *Konjunkturbarometern*, oktober 2021, Konjunkturinstitutet.

ger ut, även om investerare fortfarande behöver göra en egen analys av företaget. Andelen av den utestående volymen företagsobligationer där företaget eller dess enskilda obligation har ett kreditbetyg uppgår till ungefär 75 procent (se Diagram 9). Det är marginellt högre än för ett år sedan.⁶¹ En hög andel kreditbetyg bidrar till att öka transparensen på marknaden.

Den svenska marknaden kännetecknas av relativt små obligationsemissioner och obligationer med kort löptid. Till följd av dessa begränsningar har somliga svenska företag valt att också emittera obligationer på andra marknader och i andra valutor, framför allt i euro. Eftersom euromarknaden i högre utsträckning än den svenska marknaden förutsätter att emittenten har ett kreditbetyg kan den ökade andelen företagsobligationer med kreditbetyg bland svenska emittenter ha bidragit till att fler har emitterat obligationer i euro.

En central aspekt för den finansiella stabiliteten är att företagen har god tillgång till krediter både under normala perioder och i kriser. Historiskt har utbudet av lån på utländska obligationsmarknader varierat mindre med konjunkturen än på den svenska obligationsmarknaden.⁶² Det grundar sig delvis i att det finns fler och större investerare på utländska obligationsmarknader än i Sverige. Det är sunt att svenska företag diversifierar sin bas av investerare och har bättre möjligheter att få finansiering över hela konjunkturcykeln.

Diagram 9. Kreditbetyg för företagsobligationer utgivna i svenska kronor
Procent



Anm: Avser andel av utestående volymen företagsobligationer utgivna i svenska kronor som har respektive kreditbetyg. Investment grade är den högre kreditbetygsklassen och motsvarar kreditbetyg från AAA/Aaa till och med BBB-/Baa3. High yield är BB+/Ba1 och sämre.

Källa: Bloomberg.

⁶¹ Se S. Wollert (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", *Staff memo*, oktober, Sveriges riksbank.

⁶² Se *Kan obligationsmarknaden dämpa kreditykeln?*, FI-analys nr 23, oktober 2020, Finansinspektionen.

När kapitalmarknaden växer i storlek och betydelse för företagens kreditförsörjning blir det allt viktigare att marknaden fungerar väl. Som Riksbanken tidigare påpekat finns det flera strukturella brister på den svenska företagsobligationsmarknaden, som brist på likviditet och transparens, vilka kan hämma dess funktionssätt. Även om marknaden nu fungerar tillfredställande kvarstår många av bristerna. Det innebär en risk för att funktionen på marknaden åter kan försämrans i ett läge med ökad finansiell stress. Därför är det viktigt att förbättra funktionssättet på den svenska företagsobligationsmarknaden.

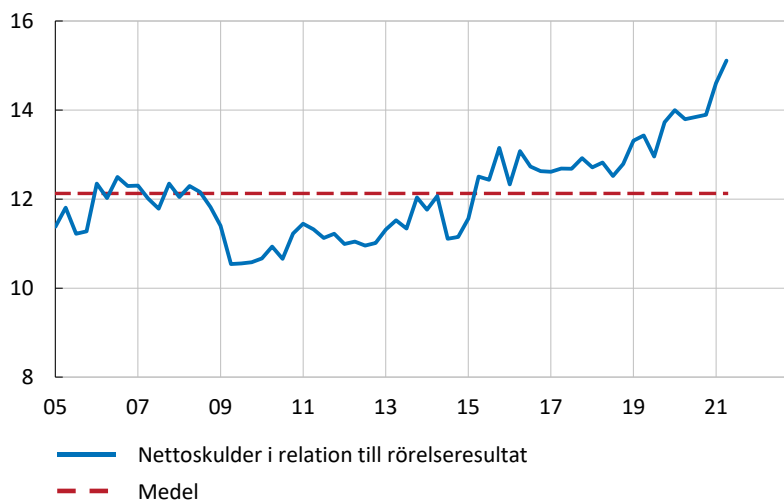
Fortsatt höga risker på den kommersiella fastighetsmarknaden

Fastighetssektorn är kapitalintensiv och står för ungefär 50 procent av bankernas exponering mot icke-finansiella företag och 50 procent av utestående volym av företagsobligationer i svenska kronor. Störningar i fastighetssektorn kan därför komma att påverka den finansiella stabiliteten. Riksbanken har tidigare pekat på riskerna kopplade till fastighetsföretagens stora lån som också successivt har ökat under senare tid. Dessa risker, som till exempel utebliven refinansiering eller högre räntekostnader, materialiserades inte under pandemin. Det förklaras delvis av omfattande stödåtgärder bland annat till hyresgäster och fortsatt låga räntor. Riskerna har däremot fortsatt att öka bland annat eftersom fastighetsföretagen har ökat sina skulder relativt sina rörelseresultat (se Diagram 10). Det gör fastighetsföretagens kassaflöden än mer känsliga för stigande räntor.⁶³ Därtill har direktavkastningskraven på flera fastighetstyper såsom bostäder och logistik minskat ytterligare. Detta ökar också risken för större prisnedgångar om räntorna skulle stiga kraftigt.

⁶³ Se *Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet*, maj 2019, Finansinspektionen.

Diagram 10. Fastighetsföretagens skuld i förhållande till deras rörelseresultat

Kvot



Anm: Avser volymviktad kvot för 34 kommersiella fastighetsföretag, där vissa fastighetsföretag tillkommer över tid. Kvoten är beräknad genom företagets räntebärande skulder minus likvida medel relativt deras rörelseresultat, volymviktat. Rörelseresultatet är företagets resultat före ränteintäkter och räntekostnader, skatter, nedskrivningar och avskrivningar (EBITDA). Data omfattar perioden till och med andra kvartalet 2021.

Källor: Sedis och Riksbanken.

Nya trender kan skapa en mer sårbar fastighetsmarknad

Pandemin har inneburit att både hushåll och företag förändrat sina beteenden och preferenser. Även om det är svårt att nu dra några stora slutsatser om de långsiktiga konsekvenserna har detta bidragit till att påskynda strukturella förändringar på fastighetsmarknaden och det går inte att utesluta att nya större förändringar kan ske på sikt.

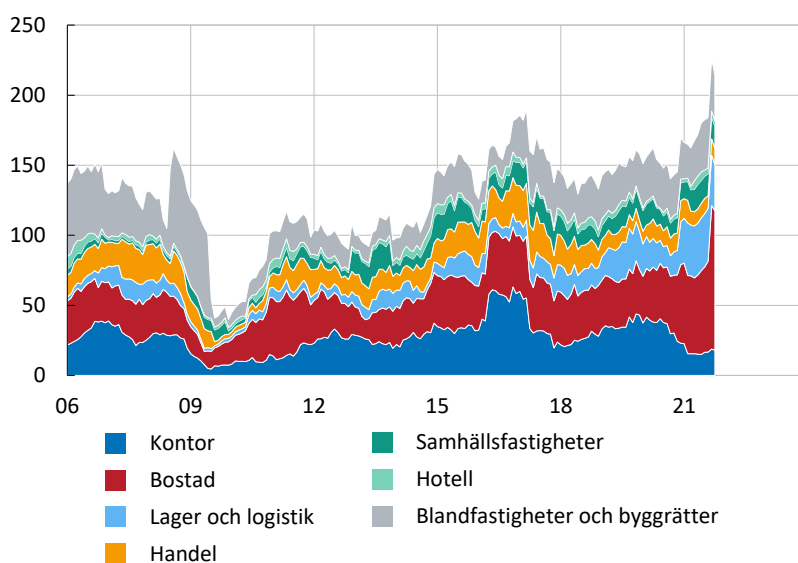
Omställningen från fysisk handel till e-handel påskyndas till följd av tidigare restriktioner. Om hushållens stärkta preferenser för e-handel består, eller förstärks ytterligare, kan det minska efterfrågan på vissa butikslokaler och leda till lägre hyresintäkter och fallande fastighetsvärden. Samtidigt har den ökade e-handeln bidragit till högre efterfrågan på logistikfastigheter, både i stadskärnor och i närheten av logistik-knutpunkter. Detta har bidragit till högre värden på sådana fastigheter.

Pandemin har också inneburit nya sätt att arbeta som på sikt kan medföra stora förändringar i hur företag använder kontorsyta. Större avstånd mellan kontorsplatser och fler mötesrum kan leda till en högre efterfrågan på kontorsyta, medan ökat distansarbete kan verka i motsatt riktning. Vad som blir den sammantagna effekten återstår att se i takt med att hyreskontrakt omförhandlas. Om nettoeffekten blir minskad efterfrågan på kontor kan det leda till fler vakanser och lägre hyresnivåer. Det skulle påverka fastighetsvärdena negativt, vilket i förlängningen kan försämra den finansiella stabiliteten.

Som följd av låga räntor och god tillgång till finansiering har intresset för kommersiella fastigheter varit högt de senaste åren. Transaktionsvolymerna på marknaden för kommersiella fastigheter har under 2021 varit på rekordhöga nivåer, vilket delvis beror på flera uppköp av såväl börsnoterade som andra fastighetsföretag (se Diagram 11). Uppköpen har inneburit att några fastighetsföretag har blivit allt större, vilket gör att fastighetsbeståndet koncentrerats till färre ägare.

Vissa företag har även fortsatt att göra stora aktieinvesteringar i andra fastighetsföretag, när de har sökt efter nya sätt att öka sin vinst genom indirekt exponering mot andra fastighetssegment och geografiska områden.⁶⁴ Detta har inneburit att det nu finns ett stort korsäggande mellan olika fastighetsföretag, vilket kan öka riskerna för intressekonflikter, leda till sämre konkurrens och minska transparensen på fastighetsmarknaden. Under en kris kan ett stort korsäggande också minska möjligheten för fastighetsföretag att säkerställa tillräcklig finansiering via aktiemarknaden. I en krissituation behöver sannolikt större aktieägare, som själva är fastighetsföretag och utsätts för samma störning, främst säkerställa likviditeten i det egna företaget. Det kan göra dem mindre benägna att erbjuda sådan likviditet till de bolag i vilka de gjort aktieinvesteringar. Det skulle öka pressen på banker eller investerare på obligationsmarknaden att tillhandahålla sådan likviditet.

Diagram 11. Transaktionsvolymen på den kommersiella fastighetsmarknaden
Miljarder kronor



Anm: Avser transaktionsvolymen inom olika fastighetssegment, mätt som fastighets- och bolagsvärden per fastighetssegment, rullande summa 12 månader. Blandfastigheter är fastigheter som kan innehålla två eller fler fastighetssegment.

Källa: Catella.

⁶⁴ Normalt leder diversifiering till att riskerna minskar. Men en störning på den kommersiella fastighetsmarknaden skulle påverka alla segment och geografiska områden, vilket innebär att diversifieringen inte har den betydande riskminskning som annars kan vara fallet.

2.3 Hushållens höga och växande skulder utgör en stor sårbarhet i svensk ekonomi



En förhållandevis god inkomstutveckling, stigande tillgångspriser och fortsatt låga räntor har bidragit till att den ekonomiska situationen har förbättrats för hushållen. Skulderna fortsätter dock att växa från en redan hög nivå. Hushållen har i nuläget en god betalningsförmåga, men om räntorna stiger kan hushållen behöva lägga en betydande del av sin inkomst på räntebetalningar. Riskerna med hushållens höga skuldsättning bedöms ha ökat under pandemin, vilket gör svensk ekonomi sårbar.

Hushållens ekonomiska situation fortsätter att förbättras

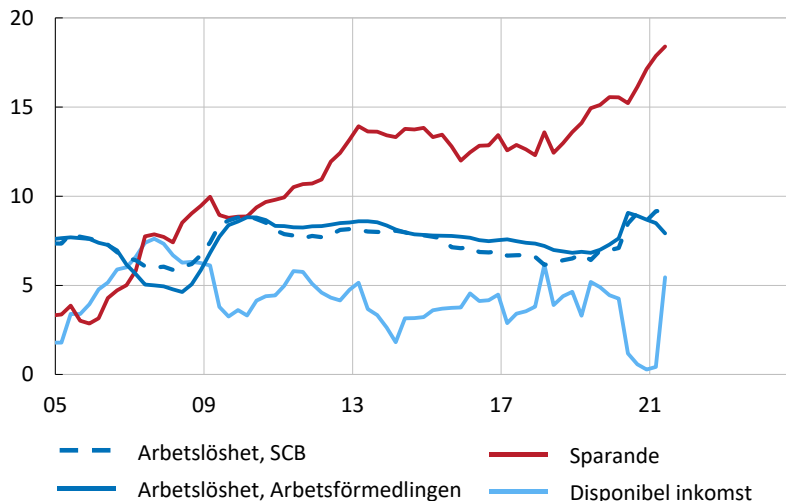
Svensk ekonomi har återhämtat sig snabbt och hushållens ekonomiska situation fortsätter att förbättras i takt med att pandemins negativa ekonomiska effekter avtar. Arbetslösheten har fallit tillbaka något men väntas dröja sig kvar på en förhöjd nivå ännu en tid. Inom vissa av de branscher som drabbats hårdast har sysselsättningen återhämtat sig snabbt, men i andra branscher är den fortfarande lägre än före krisen.⁶⁵

En högre sysselsättning, i kombination med högre kapitalinkomster, har bidragit till en förhållandevis god inkomstutveckling för hushållen (se Diagram 12). Efter en period med lägre inkomster ökade hushållens disponibla inkomster med drygt 5 procent under det andra kvartalet 2021 jämfört med motsvarande period 2020. På aggregerad nivå har hushållens ekonomiska situation också förbättrats av att tillgångarna har ökat snabbare i värde än skulderna det senaste året. Alla hushåll har dock inte kunnat ta del av högre tillgångspriser. För hushåll som står utanför bostadsmarknaden innebär de kraftigt stigande bostadspriserna att det har blivit än svårare att köpa en bostad.

⁶⁵ Se även "Långsiktiga effekter av pandemin på svensk ekonomi", fördjupning i rapporten Redogörelse för penningpolitiken 2020, mars 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 12. Utveckling i arbetslöshet, disponibel inkomst och sparande i hushållssektorn

Procent



Anm: Sparandet avser totalt sparande och uttrycks i relation till den disponibla inkomsten. Den disponibla inkomsten avser årlig tillväxttakt för nettoinkomster summerade rullande över fyra kvartal. Arbetslösheten kan beräknas på olika sätt. I diagrammet avses arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingen (heldragen linje) och enligt SCBs arbetskraftsundersökning, AKU (streckad linje). I januari 2021 anpassades AKU till EU:s nya förordning för arbetsmarknadsstatistiken och förändringarna innebär ett tidsseriebrott. För detaljer om hur anpassningarna har påverkat måttet på arbetslöshet se "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning", fördjupning i *Penningpolitisk rapport* februari 2021, Sveriges riksbank.

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken.

Bostadspriserna fortsätter att stiga, men något långsammare

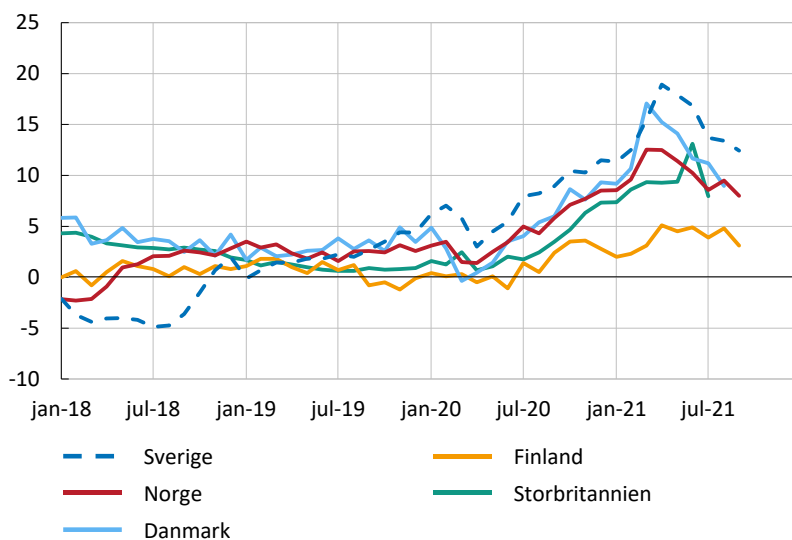
Sedan inledningen av pandemin i mars 2020 och till och med september 2021 har bostadspriserna ökat med drygt 19 procent. Under 2021 har den årliga ökningstakten avtagit något, men den ligger fortsatt på en hög nivå.⁶⁶ En något lugnare prisutveckling kan också ses i andra länder, även om olika länder befinner sig i olika faser (se Diagram 13). Prisutvecklingen följer ungefär samma mönster i hela Sverige, men det finns regionala skillnader. Exempelvis har priserna stigit mest i Malmö på såväl bostadsrätter som villor.⁶⁷ Generellt har priserna på villor stigit mer än bostadsrätterna under pandemin.

⁶⁶ Se diagram A.11. i Diagramappendix.

⁶⁷ Se diagram A.12. i Diagramappendix.

Diagram 13. Bostadsprisernas utveckling internationellt och i Sverige

Årlig procentuell förändring



Anm: Bostadspriser för Finland, Sverige, Norge och Storbritannien avser priser för både villor och bostadsrätter. Bostadspriser för Danmark avser priser för villor. Serierna är säsongjusterade.

Källor: Macrobond och nationella statistikmyndigheter.

Inkomster och räntor, som normalt sett påverkar bostadspriser i stor utsträckning, bedöms inte vara de främsta drivkrafterna bakom den snabba prisuppgången under pandemin. I stället torde pandemins ovanliga ekonomiska effekter ligga bakom den kraftiga prisutvecklingen. Det handlar exempelvis om att hushållen har minskat sin konsumtion och ökat sitt sparande, vilket har frigjort utrymme för inköp av bostäder. Ändrade boendepreferenser har troligtvis också påverkat prisutvecklingen, då större boendeyta har efterfrågats i högre uträkning. Arbetslösheten har inte heller stigit särskilt mycket bland de fast anställda under denna konjunktur nedgång i förhållande till historiska mönster. I stället är det främst personer med visstidsanställning som har blivit arbetslösa. Det är personer som redan före pandemin hade en svag ställning på bostadsmarknaden och svårare att få bolån.

Bostadsmarknaden är sedan länge behäftad med en rad strukturella problem. Det har bland annat tagit sig uttryck i ett lågt byggande i förhållande till behov och befolkningstillväxt, framför allt vad gäller småhus. Under pandemin har efterfrågan på just småhus ökat, samtidigt som antalet småhus som har kommit ut till försäljning har minskat ytterligare. Detta är en av flera möjliga förklaringar till varför prisutvecklingen på småhus har varit starkare än för bostadsrätter under pandemin.

De senaste åren har bostadsbyggandet varit i paritet med befolkningsökningen. Enligt preliminär statistik från SCB började ungefär 34 000 bostadslägenheter byggas under första halvåret 2021, varav 66 procent var hyresrätter. Enligt Boverket uppgår det prognosticerade antalet påbörjade bostäder under hela 2021 till ungefär 61 700. Samtidigt uppskattas det framtida behovet av bostäder till 59 000 per år till och med

2029.⁶⁸ Ett ökat utbud av bostäder har normalt sett en dämpande effekt på bostadspriserna, framför allt på lite längre sikt.

Hushållens skulder fortsätter att öka från redan höga nivåer

Hushållens skulder har ökat kraftigt under lång tid och är nu historiskt höga. De totala skulderna som andel av den disponibla inkomsten (skuldkvoten) för hela hushållssektorn uppgår för närvarande till ungefär 200 procent, vilket är en hög nivå även vid internationella jämförelser. Majoriteten av skulderna utgörs av bolån och enligt FI:s bolåneundersökning uppgick antalet bolånetagare i de åtta största bankernas bolåneportföljer till drygt 2,2 miljoner under 2020. Av dessa hade ungefär 600 000 hushåll, eller 28 procent, en skuldkvot på över 300 procent varav cirka 130 000 hushåll hade en skuldkvot som översteg 450 procent.⁶⁹ Sammantaget står hushåll med en skuldkvot på 300 procent eller mer för nästan hälften av den utestående bolånevolymen.

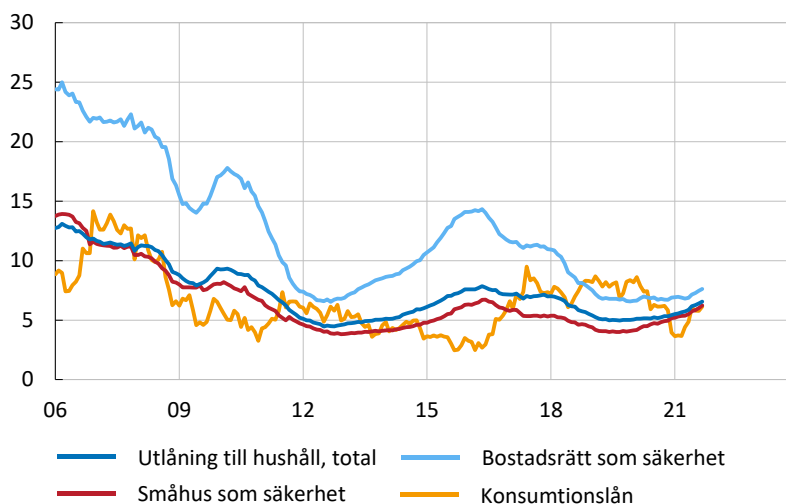
Under pandemin har skulderna fortsatt att öka snabbare än hushållens disponibla inkomster och BNP, och de väntas fortsätta att stiga snabbare även framöver enligt Riksbankens prognos. I september 2021 uppgick tillväxttakten i hushållens lån från MFI till ungefär 6,5 procent, vilket är en något högre tillväxttakt än tidigare (se Diagram 14). Att skulderna ökat snabbare kan till viss del förklaras av att de högre bostadspriserna har gjort att ett hushåll idag måste ta ett större lån än tidigare för att finansiera köpet. De nya småhus och bostadsrätter som byggs bidrar också till att öka skulderna eftersom de nya bostäderna till stor del finansieras genom lån. Nya bolånetagare har också tagit större lån än tidigare, både i förhållande till inkomst och till bostadens värde.

⁶⁸ Se diagram A.13. i Diagramappendix.

⁶⁹ Se *Den svenska bolånemarknaden*, mars 2021, Finansinspektionen. Se även diagram A.16. i Diagramappendix.

Diagram 14. Utlåning till hushåll utifrån säkerhetstyp

Årlig procentuell förändring



Anm: Avser lån från MFI.

Källor: SCB och Riksbanken.

En annan faktor som kan ha bidragit till skuldutvecklingen det senaste året är att flera av bankerna har sänkt sina kalkylräntor. Kalkylräntan är en viktig parameter i bankernas kreditprövning och används för att bedöma om och hur bolånetagaren kan hantera en räntehöjning. Som regel beviljar banker inte bolån om det blir ett underskott i den kassaflödeskalkyl som de gör när någon ansöker om bolån. Flera av bankerna använder i nuläget en kalkylränta på 6 procent, vilket i genomsnitt är nästan en procentenhet lägre än under tidigare år. En lägre kalkylränta medför att hushållens låneutrymme ökar, vilket i sin tur kan bidra till att skulderna ökar.

Ett vanligt mönster är att lånen i relation till inkomsten och bostadens värde är relativt höga tidigt i livet, för att sedan sjunka tillbaka under senare delar av livet. Detta beror på att unga i regel har lägre inkomster och mindre förmögenhet än personer i andra ålderskategorier. Att bostadspriserna har stigit de senaste åren har dock inneburit att unga behövt ta allt större lån för att köpa en ny bostad. Den genomsnittliga skuldkvoten har exempelvis stigit mer för yngre bolånetagare jämfört med äldre. De har därmed behövt ta allt större finansiell risk och är än mer känsliga för ändrade ekonomiska förutsättningar.⁷⁰

God betalningsförmåga, men hushållen kan behöva göra stora anpassningar i sin ekonomi om räntorna stiger

Trots att hushållen har höga skulder innebär de låga räntorna att hushållens ränteutgifter i förhållande till deras disponibla inkomster (räntekvoten) är låga. Det höga sparandet ger också många hushåll en buffert för att hantera en störning. Sammantaget innebär detta, i kombination med den goda inkomstutvecklingen och de stigande till-

⁷⁰ Se N. Olsén Ingefärdt och V. Thell, "Unga vuxnas ställning på bostadsmarknaden", *FI analys* 19, november 2019, Finansinspektionen och *Den svenska bolånemarknaden*, mars 2021, Finansinspektionen.

gångspriserna, att betalningsförmågan i hushållssektorn i nuläget är god. Detta bekräftas också av de stresstester som FI genomför på nya bolånetagare. Det saknas dock mikrodata över hur tillgångar, besparingar och skulder är fördelade mellan hushåll, vilket gör det svårare att få en fullgod bild av motståndskraften hos enskilda hushåll och hur denna har påverkats under pandemin. Det finns indikationer på att många högt skuldsatta hushåll i Sverige kan ha begränsade likvida tillgångar.⁷¹

Den högre skuldsättningen medför att hushållen har blivit alltmer känsliga för konjunkturförändringar och störningar i deras privatekonomi. Knappt hälften av den totala bolånestocken är dessutom knuten till rörlig ränta som omförhandlas var tredje månad. Det betyder att exempelvis förändrade räntor får ett relativt snabbt genomslag på hushållens ränteutgifter och därmed deras konsumtionsutrymme.

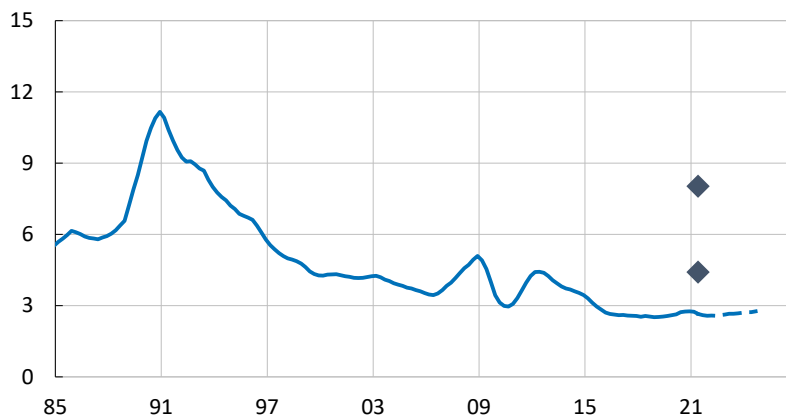
I ett scenario där räntan som hushållen möter stiger med 1 procentenhet från dagens nivåer skulle ränteutgifterna ligga kvar på en relativt låg nivå. Men om räntan stiger med 3 procentenheter, vilket skulle innebära en ränta i paritet med 2007-2008 års räntenivåer, skulle räntekvoten för hela hushållssektorn komma att mer än fördubblas (se Diagram 15). För högt skuldsatta hushåll skulle effekten bli ännu större. För ett hushåll med en skuldkvot på 450 procent skulle en räntehöjning på 3 procentenheter innebära drygt tre gånger högre ränteutgifter än vid dagens ränteläge. Detta motsvarar en ökning i räntekvoten från 6 procent till ungefär 20 procent. För ett fiktivt hushåll som idag har ett lån på 2 miljoner kronor med en ränta på ungefär 1,5 procent skulle ränteutgifterna öka från 2 500 kronor till 7 500 kronor i månaden innan skatt. Konsumtionen kan alltså minska förhållandevis mycket om räntorna stiger.⁷² Därtill har även bostadsrättsföreningarna en viss andel lån till rörliga räntor, vilket innebär att hushåll som äger bostadsrätter kan påverkas än mer av stigande räntor. Riksbanken bedömer att den räntekänslighet som härrör från att högt belånade hushåll också har kort räntebindningstid utgör en sårbarhet för svensk ekonomi.

⁷¹ Se M.K. Andersson och R. Vestman, "Svenska hushålls likvida tillgångar", *FI analys* 28, januari 2021, Finansinspektionen.

⁷² Hushållens konsumtion kan också påverkas om bostadspriserna faller, eftersom det kan påverka deras förmögenhet. De kan då känna sig fattigare och därmed konsumera mindre. De kan också välja att öka sitt sparande av försiktighetsskäl då fallande bostadspriser ökar deras belåningsgrad.

Diagram 15. Hushållssektorns räntekvot vid olika räntenivåer

Procent



Anm: Blå linje visar ränteutgifter som andel av disponibel inkomst. Den streckade linjen avser Riksbankens prognos. Ränteutgifterna är justerade för ränteavdrag. Romberna illustrerar nivån på räntekvoten som är beräknat utifrån nuvarande skuldkvot i ett scenario där räntan stigit med 1 respektive 3 procentenheter från nuvarande nivå. Den nedersta romben motsvarar en räntehöjning på 1 procentenhet.

Källor: SCB och Riksbanken.

Andelen hushåll som väljer att binda hela eller delar av sitt bolån har ökat de senaste åren.⁷³ En orsak till att fler binder kan vara att räntor på lån med något längre bindningstider har sjunkit under senare tid och nu i vissa fall är lägre än en rörlig ränta. De flesta nya bolånetagare binder dock räntan endast på 1 till 3 år, vilket bidrar till att den genomsnittliga räntebindingstiden fortsatt är kort i ett internationellt perspektiv.⁷⁴

Konsumtionslånen utgör en större del av hushållens ekonomi och kan öka deras sårbarhet

Hushållens konsumtionslån, definierat som lån utan underliggande säkerhet (så som blacolån) och lån med annan säkerhet än bostad (så som objektslån, för att finansiera exempelvis en bil eller en båt), har karaktäriserats av en relativt hög tillväxt de senaste åren. Fram till våren 2020 växte lånen med ungefär 7 procent i årstakt.⁷⁵ Tillväxttakten i lånen dämpades temporärt under pandemin men har nu återigen börjat växa allt snabbare, vilket delvis kan hänga ihop med lättade restriktioner och återupptagna konsumtionsmönster.

Konsumtionslånen utgör i dagsläget ungefär 20 procent av hushållssektorns samlade lån. De har normalt sett också högre ränta än exempelvis bolån. De höga räntorna medför att lånen utgör drygt en tredjedel av hushållens totala ränteutgifter. Även spridningen i enskilda räntor är stor och kan variera kraftigt utifrån bland annat storle-

⁷³ Se diagram A.14. i Diagramappendix.

⁷⁴ Se diagram A.15. i Diagramappendix samt U. Holmberg et al. (2015), "En analys av räntebindingstiden på svenska bolån", *Ekonomiska kommentarer nr 7*, 2015, Sveriges riksbank.

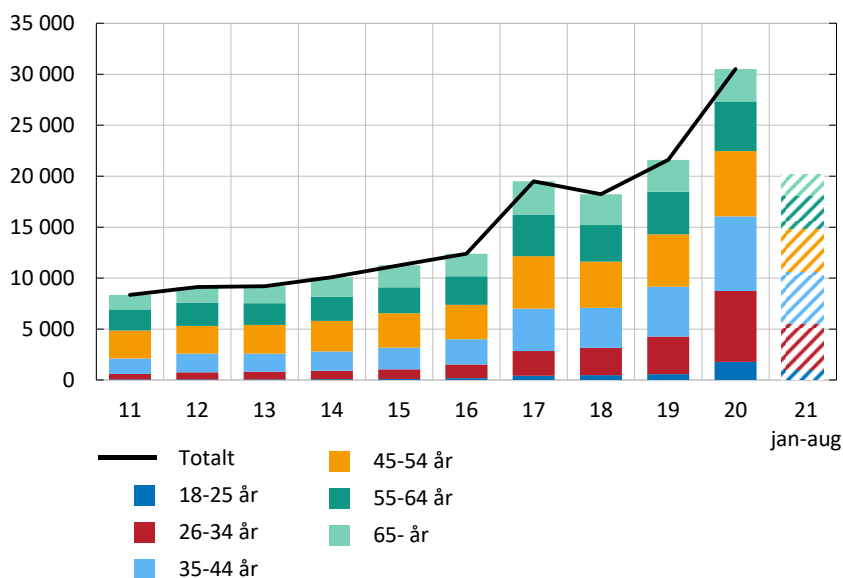
⁷⁵ Se diagram A.16. i Diagramappendix.

ken på lånet och mellan kreditgivare. Därtill finns det i nuläget inget system för kreditgivaren att synliggöra låntagarens alla skulder när ett nytt konsumtionslån beviljas. Det ökar risken för att kreditinstitut underskattar låntagares faktiska betalningsförmåga och därmed beviljar nya lån som låntagaren kanske inte har råd att betala tillbaka. Detta kan bli kostsamt och leda till betalningsproblem för låntagare. Ett system som synliggör låntagares alla skulder skulle kunna bidra till att minska risken för betalningsproblem genom att ge kreditgivaren ett bättre underlag för kreditprövningen.

Parallellt med den ökade tillväxttakten i konsumtionslån, har även antalet ansökningar om skuldsanering till Kronofogden ökat. Ökningen i ansökningarna är störst för åldersgruppen 26-34 år och 35-44 år som tillsammans står för ungefär hälften av ansökningarna. Under januari till augusti 2021 hade totalt 20 225 ansökningar om skuldsanering inkommit till Kronofogden (se Diagram 16). Enligt Kronofogden har intresset för skuldsanering ökat kraftigt, och de senaste siffrorna tyder på en ökning i antalet ansökningar jämfört med föregående år. Att ansökningar om skuldsanering ökar kan bero på flera faktorer. Dels har det blivit enklare att ansöka om skuldsanering efter att en ny e-tjänst infördes, dels har ansökningarna ökat till följd av den lagstiftsändring som ägde rum under 2016.⁷⁶ Enligt Kronofogden är arbetslöshet den vanligaste orsaken till att man ansöker om skuldsanering. Även sjukdom, separation och hög konsumtion är faktorer som bidrar till betalningsproblem. Lån kopplade till konsumtion är den vanligaste skuldtypen.⁷⁷

Diagram 16. Ansökningar om skuldsanering hos Kronofogden

Antal



Anm: Mönstrade staplar avser utfall t.o.m. augusti 2021.

Källa: Kronofogden.

⁷⁶ År 2016 infördes en ny skuldsaneringslag, Skuldsaneringslag (2016:675). Lagens syfte var att ge fler skuldsatta möjligheten att ansöka och genomgå en skuldsanering.

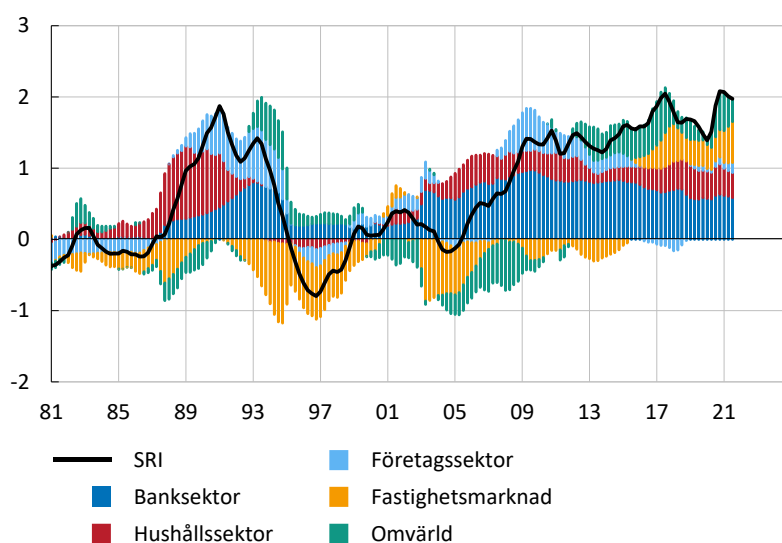
⁷⁷ Slutsatserna baseras på uppgifter från ansökningar som har inkommit via Kronofogdens e-tjänst under 2020 t.o.m. första halvan av 2021. Vårt att notera är också att alla skulder hos Kronofogden inte är lån från kreditinstitut. En stor del av skulderna består av obetalda skatteskulder och trafikrelaterade skulder.

Hushållens höga skuldsättning bidrar till höga systemrisker

Den trendmässiga ökningen i bostadspriser och hushållens skulder har bidragit till att Riksbankens indikator för att mäta och illustrera finansiella risker och sårbarheter har stigit över tid (se Diagram 17). Indikatorn har visserligen dämpats något den senaste tiden bland annat till följd av en minskad osäkerhet rörande pandemins ekonomiska effekter.⁷⁸ Samtidigt ligger den fortsatt på en hög nivå, vilket till stor del kan förklaras av utvecklingen på bostads- och fastighetsmarknaden, hushållens höga skuldsättning och det svenska banksystemets struktur, som exempel dess storlek och koncentration.

Diagram 17. Indikator för sårbarheter och risker i det svenska finansiella systemet

Standardavvikelse från medel



Anm: Ett högre värde innebär högre risker och sårbarheter. För samtliga ingående serier, se D. Krygier och P. van Santen (2020), "A new indicator of risks and vulnerabilities in the Swedish financial system", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

Källa: Riksbanken.

Den höga nivån på systemriskindikatorn indikerar att det svenska finansiella systemet är mer sårbart mot störningar än tidigare och att risken för kraftiga nedgångar i ekonomin i framtiden är större. Detta kan också exemplifieras med hjälp av Riksbankens *Growth-at-Risk*-indikator (GaR).⁷⁹ Denna indikator tar hänsyn till nivån på systemriskindikatorn och uppskattar sannolikheten för olika utfall av den framtida ekonomiska tillväxten med fokus på kraftigt negativa utfall. Baserat på systemriskindikatorns höga

⁷⁸ För indikatorns uppbyggnad och komponenter se D. Krygier och P. van Santen (2020), "A new indicator of risks and vulnerabilities in the Swedish financial system", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

⁷⁹ Growth-at-Risk är en metod som används av bland annat ESRB, IMF och andra centralbanker för att kvantifiera systemrisk. Även nedåtrisker och svansrisker är vanligt förekommande termer för att beskriva osannolika, men inte omöjliga, händelser. Inom statistiken refereras de ofta till som *extrema utfall*, och definieras som de sämsta fem procenten av utfallen som inträffat för BNP-tillväxten historiskt. Här ingår t.ex. de ekonomiska nedgångarna under 90-talskrisen och finanskrisen, samt under coronapandemin. Statistiskt inträffar denna typ av extrema utfall i genomsnitt vart tjugonde år. Det utfall som ligger precis på gränsen för att inkluderas i de sämsta fem procenten av utfallen tolkas som ett riskmått som benämns *Growth-at-Risk* (GaR). Se D. Krygier och T. Vasi, "Macrofinancial conditions, financial stability and economic growth in Sweden – evaluating the Growth-at-Risk framework", *Staff memo*, september 2021, Sveriges riksbank.

värde tyder GaR-indikatorn på att risken för att BNP-tillväxten ska bli mycket låg är större än tidigare. Den högre sannolikheten för kraftiga BNP-fall bedöms utgöra en risk för den finansiella stabiliteten.

2.4 God lönsamhet i banksektorn men risker kvarstår



Myndigheternas åtgärder har bidragit till att storbankerna i Sverige hittills under pandemin har haft en god finansieringssituation. Dessutom har bankerna fortsatt god tillgång på kapital, mycket tack vare de striktare krav som infördes efter den globala finanskrisen 2008-2009, men också för att de haft goda resultat och begränsade kreditförluster. En kreditåtstramning har därmed kunnat undvikas. Emellertid måste bankerna ta höjd för eventuella konsekvenser när olika stödåtgärder fasas ut och världsekonomin normaliseras efter pandemin. Därtill kvarstår risker i bankernas kreditportföljer, bland annat på grund av deras exponering mot fastighetsmarknaden.

Banksystemet är stort, koncentrerat och sammanlänkat

Det svenska banksystemet är stort och koncentrerat. Medräknat utländska bankers verksamhet i Sverige uppgår banksystemets totala tillgångar till ungefär 300 procent av Sveriges BNP.⁸⁰ Storbankerna i Sverige är dessutom tätt sammanlänkade, exempelvis genom att de är stora ägare av varandras säkerställda obligationer och har likartade exponeringar mot vissa branscher.⁸¹ Därtill finns starka kopplingar till andra aktörer på finansmarknaden, både i Sverige och i utlandet, såsom de som investerar i bankernas utgivna värdepapper. Banksystemets struktur innebär alltså att problem för en bank snabbt kan sprida sig till andra banker och marknader och därtill försämra förtroendet för hela det finansiella systemet. Sådana problem kan exempelvis härröra från såväl bankernas möjlighet till intjäning och finansiering som incidenter kopplade till penningtvätt eller cyberattacker.

Bankernas resultat har förbättrats och kreditförluster är låga

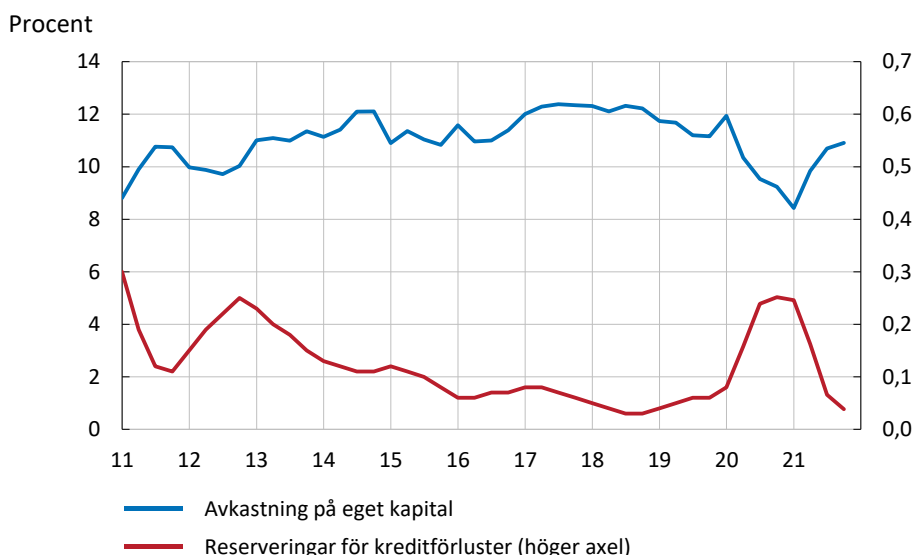
I jämförelse med den europeiska banksektorn som helhet har storbankerna i Sverige under lång tid haft god kostnadseffektivitet, god lönsamhet och låga kreditförluster. Som följd av de kraftigt försämrade utsikterna och osäkerheten i början av pandemin ökade dock bankerna sina reserveringar för kreditförluster, vilket påverkade deras resultat negativt. I och med att makroutsikterna nu har förbättrats, och tack vare omfattande stödåtgärder, har kreditförlusterna hållits nere och reserveringarna för kreditförluster har minskat till nivåerna före pandemin. Det senare illustrerar att bankerna inte längre bedömer att riskerna för kreditförluster är lika höga som man befarade i början av pandemin. Detta har också lett till förbättrad avkastning på eget kapital (se Diagram 18).

⁸⁰ Här ingår svenska bankkoncerner och utländska bankers verksamhet i Sverige, mars 2021. Källa: ECB.

⁸¹ Med "storbankerna i Sverige" avses här Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Med "de svenska storbankerna" avses Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Även andelen problemkrediter (så kallade non-performing loans, NPLs) är fortsatt lägre för storbankerna i Sverige jämfört med många andra banker i Europa.⁸² Därtill har deras P/B-värde ökat i takt med att aktiepriserna och marknadens värdering av det egna kapitalet återhämtat sig sedan nedgången i början av pandemin, och är även högre än för jämförbara europeiska banker.⁸³

Diagram 18. Avkastning på eget kapital och reserveringar för kreditförluster



Anm: Rullande fyra kvartal för storbankerna i Sverige, ej volymviktat genomsnitt. Avser avkastning på eget kapital på vänster axel (justerat för engångsposter) och reserveringar för kreditförluster i förhållande till utlåning till allmänheten på höger axel. Enligt IFRS 9 ska redovisningen av förväntade kreditförluster baseras på prognoser för framtida makroekonomiska förutsättningar, varvid antaganden och subjektiva bedömningar kan påverka det reserverade beloppet.

Källor: S&P Global Market Intelligence och Riksbanken.

Risker i bankernas kreditportföljer kvarstår

Trots att de direkta osäkerheterna kopplade till pandemin nu har dämpats är bankerna fortfarande exponerade mot andra risker som har funnits i den svenska banksektorn under lång tid. De har exempelvis en betydande exponering mot fastighetsmarknaden - en exponering som har ökat de senaste åren och även under pandemin. Exempelvis har volymen bolån ökat (se Diagram 19). Bankerna är också i hög grad exponerade mot kommersiella fastighetsföretag och ungefär 50 procent av utlåningen till svenska icke-finansiella företag går till denna sektor.⁸⁴ Än så länge har fastighetsföretagen klarat sig relativt väl under pandemin. Det finns emellertid andra risker som har ökat, exempelvis kopplat till fastighetsföretagens finansieringsstruktur (se avsnittet "Återhämtning i svensk företagssektor, men konsekvenser av pandemin kan ta tid

⁸² Se *Risk Dashboard*, kvartal 2 2021, EBA. Läs mer om problemkrediter i fördjupningen "Problemerkrediter i euroområdet och finansiell stabilitet" i *Finansiell stabilitet*, 2021:1, Sveriges riksbank.

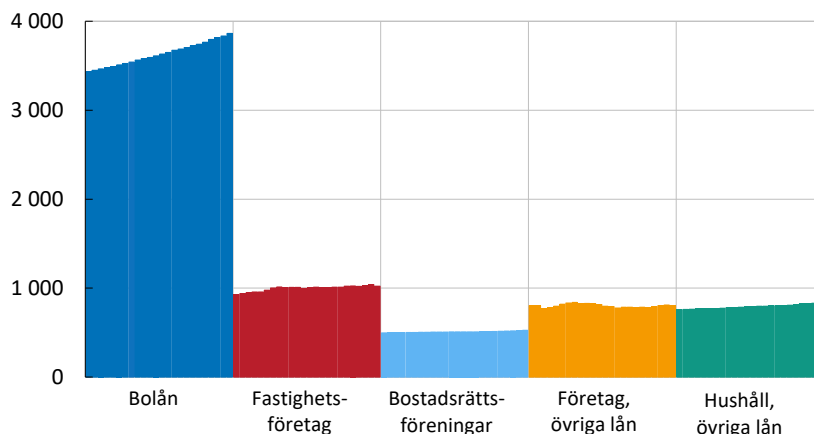
⁸³ P/B står för Price-to-book och är ett nyckeltal som avser börsvärde i förhållande till bokfört värde av bankernas eget kapital. Se även diagram A.21 i Diagramappendix.

⁸⁴ Avser utlåning från MFI:er i alla valutor, september 2021. Källa: SCB.

att hantera”). Givet bankernas stora exponering mot sektorn är det positivt att de nu behöver ha mer kapital i förhållande till sina fastighetsexponeringar som följd av det kapitalpåslag som FI införde i slutet av 2020.⁸⁵ Detta ger dem större motståndskraft mot kreditförluster om fastighetsföretagen skulle drabbas av stora störningar på fastighetsmarknaden.

Diagram 19. Lån med säkerhet i fastighetssektorn och övriga lån

Miljarder kronor



Anm: Avser utestående lån under perioden september 2019 – september 2021 för MFI:er i alla valutor.

Källor: SCB och Riksbanken.

Därtill finns klimatrisker i bankernas kreditportföljer. Det handlar exempelvis om utlåning till företag i branscher som antingen påverkar, eller påverkas av, klimatet. I december 2020 avsåg drygt 25 procent av utlåningen till icke-finansiella företag lån till företag inom sektorer som släpper ut stora eller medelstora volymer av koldioxid.⁸⁶ Denna andel av utlåningen är alltså direkt exponerad mot omställningsrisker eftersom kostnaden för företag i dessa sektorer att ställa om sin verksamhet för att nå upp till klimatmålen kan komma att bli hög. Utöver detta är bankernas kreditportföljer exponerade mot fysiska risker, bland annat genom lån mot sådana säkerheter som riskerar att tappa i värde om klimatrisker materialiseras. Exempelvis kan värdet på fastigheter, som utgör en stor del av bankernas säkerhetsmassa, påverkas negativt om de drabbas av översvämningar. Genom att både företag och banker förbättrar sin hållbarhetsrapportering kan dessa risker bättre hanteras (se avsnittet ”Bristande datarapportering försvårar klimatomställningen i den finansiella sektorn”).

Inlåning utgör en större andel av bankernas finansiering

Storbankerna i Sverige har sedan lång tid finansierat sin utlåning till drygt hälften genom att emittera värdepapper på kapitalmarknaderna och till resterande del genom

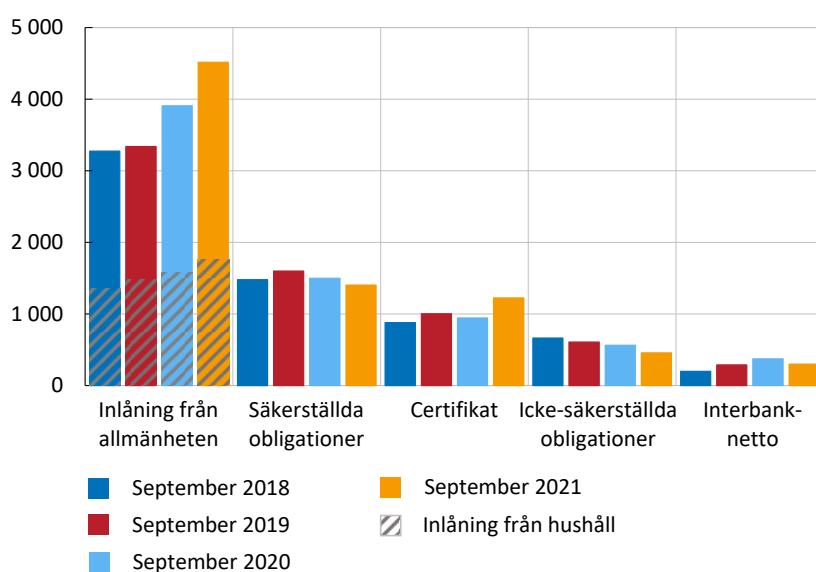
⁸⁵ Se promemorian *Ökade kapitalkrav för banklån till kommersiella fastigheter*, januari 2020, Finansinspektionen.

⁸⁶ Fastighetssektorn är här exkluderad. Denna är en av de sektorer med lägst utsläpp bland företag med medelstora utsläpp av koldioxid. Se C. Cella (2020) ”Banking and climate-related risks, implications for financial stability in Sweden”, *Staff memo*, Sveriges riksbank.

inlåning från allmänheten. En betydande del av marknadsfinansieringen görs i utländsk valuta, främst amerikanska dollar. Bankerna är således beroende av att de globala finansiella marknaderna fungerar väl. Under pandemin har inlåningen från allmänheten ökat hos bankerna samtidigt som marknadsfinansieringen har dämpats (se Diagram 20). Det finns flera skäl till den ökade inlåningen. Ett skäl är Riksbankens värdepappersköp som ökar likviditeten i det finansiella systemet.⁸⁷ Ett annat skäl är att hushåll och företag generellt sparat mer på bankkonton under krisen, bland annat för att uppnå den trygghet som sparande och likviditetsbuffertar ger.

Diagram 20. De svenska storbankernas finansiering

Miljarder kronor



Anm: Aggregerat för de svenska storbankerna. Den del av staplarna avseende inlåning från allmänheten som ej är skuggad innehåller inlåning från företag.

Källa: Bankernas delårsrapporter.

I regel anses inlåning, och då främst från hushåll, vara en stabil och billig finansieringskälla. Men inlåningen under pandemin kan antas vara mer tillfällig och inflödet kan därmed komma att minska igen när ekonomin normaliseras. Det skulle exempelvis kunna spegla en vilja bland hushåll och företag att återgå till mer normala konsumtions- och investeringsmönster. Därmed kan enskilda bankers behov av kompletterande marknadsfinansiering öka framgent vilket de behöver ta hänsyn till i sina finansieringsplaner.

Bankerna fortsätter att emittera trots ett dämpat behov

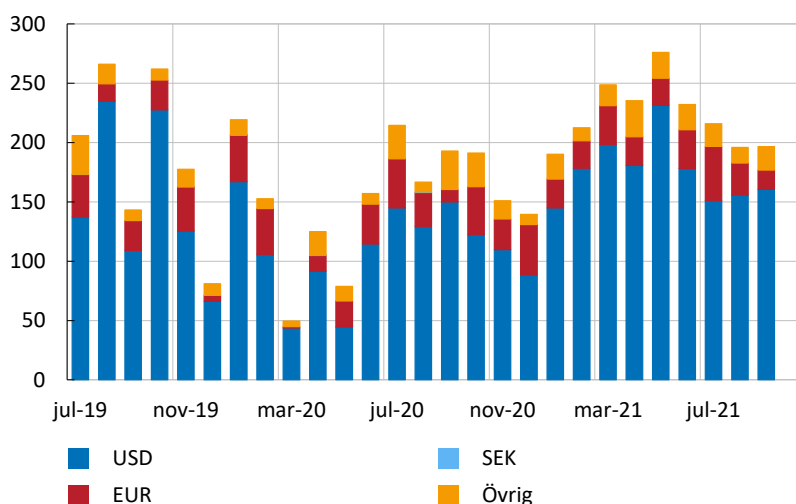
Den ökade inlåningen från allmänheten kan ha dämpat bankernas behov av att ta in ny marknadsfinansiering i dagsläget. Detta illustreras av att de svenska storbankerna nu emitterar lägre volymer av säkerställda obligationer, som en del av sin långfristiga

⁸⁷ Läs mer om hur Riksbankens åtgärder kan påverka likviditeten i det finansiella systemet i H. Armelius, C. Clausen och D. Vestin (2020), "Pengar och penningpolitik i kristider", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, Sveriges riksbank.

finansiering, än tidigare år (se Diagram 20 samt fördjupningen ”Marknaden för svenska säkerställda obligationer under coronapandemin” i denna rapport). Emellertid har de svenska storbankerna under 2021 ökat sin upplåning av kortfristiga värdepapper, så kallade certifikat. Dessa värdepapper emitteras nästan uteslutande i utländsk valuta, främst i amerikanska dollar (se Diagram 21). En stor del av denna upplåning omvandlas till svenska kronor på valutamarknaden, till en ränta som normalt underskrider Stibor på motsvarande löptid, för att därefter användas till exempelvis kortfristig utlåning i Sverige i svenska kronor eller för finansiering av likvida tillgångar.

Diagram 21. Emitterade certifikat fördelat per valuta

Miljarder kronor



Anm: De svenska storbankernas emissionsvolym av certifikat (commercial papers, CP, och certificates of deposits, CD) varje månad. Emissionsvolym i SEK är nästintill obefintliga.

Källa: Riksbanken.

I juni 2021 hade de svenska storbankerna kapital och utestående emitterade obligationer som med god marginal översteg nu gällande MREL-krav.⁸⁸ Efterhand som obligationerna förfaller måste bankerna ersätta dem med nya. Riksgäldens efterställningskrav fasas in och ska vara uppfyllt 2024. Det gör att bankerna behöver emittera fler efterställda obligationer under de närmsta åren.⁸⁹

Kostnaderna för bankernas marknadsfinansiering är fortsatt låga

Under året har dessutom marknadsräntorna för såväl kort som lång finansiering varit låga och stabila samtidigt som myndighetsåtgärder har bidragit till likviditeten på marknaden (se Diagram 22). Ett viktigt syfte med åtgärderna har varit att hindra bankernas finansieringskostnader från att stiga som en följd av ökad marknadsturbulens. I takt med att marknadsläget har förbättrats och stabiliserats har också behovet av, och

⁸⁸ Se rapporten *Svenska bankers krisberedskap*, september 2021, Riksgälden.

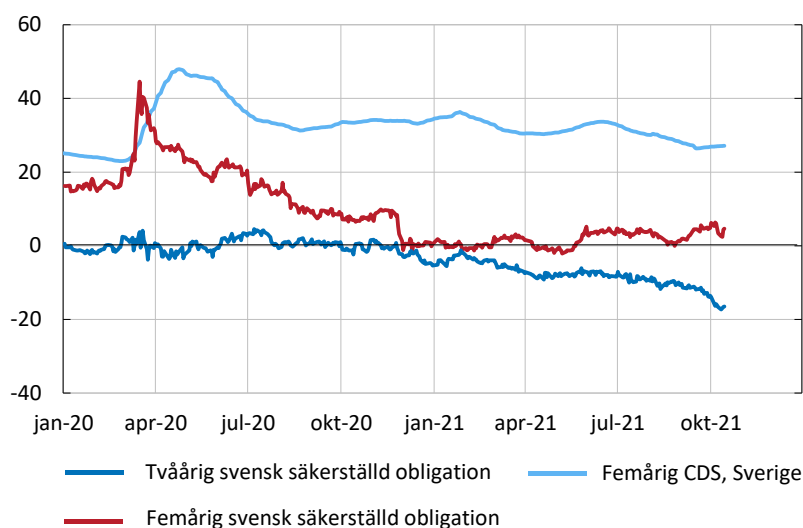
⁸⁹ Att ett instrument är efterställt innebär att det måste komma efter sådana skulder i förmånsrättsordningen som resolutionsmyndigheten inte kan eller vill skriva ner under ett resolutionsförfarande, exempelvis insättningar från privatpersoner.

efterfrågan på, Riksbankens lånefaciliteter sedan en tid tillbaka varit liten. I september 2021 meddelade Riksbanken därför att flera åtgärder avslutas.

De långa räntorna i flera andra länder har stigit under slutet av sommaren och början på hösten 2021.⁹⁰ Även räntorna på svenska statsobligationer har stigit under hösten, vilket också påverkat räntorna på bankernas emitterade obligationer. Uppgången är dock fortfarande relativt begränsad och de svenska räntorna är fortfarande mycket låga sett ur ett historiskt perspektiv. Om storbankernas finansieringskostnader på kapitalmarknaderna fortsätter att öka är det sannolikt att hushåll och företag kommer möta en högre utlåningsränta. Detta kan innebära en risk för de som ökat sin skuldsättning och som således är extra sårbara i en sådan situation.⁹¹

Diagram 22. Premier för bankers finansiering

Räntepunkter



Anm: Avser räntor för svenska säkerställda obligationer uttryckt som spread över motsvarande swapränta. CDS-premien avser en månads rullande genomsnitt för de svenska storbankernas kostnader för icke-säkerställd upplåning på obligationsmarknaden, ej volymviktat genomsnitt. Se även diagram A.23 i Diagramappendix avseende utvalda referensräntor.

Källor: Markit och Riksbanken.

Bankernas likviditetssituation är i dagsläget god, men risker kvarstår

Skärpta bankreguleringar har ökat transparensen kring bankernas risker och gjort bankerna bättre förberedda på att hantera stressade situationer. Exempel på sådana striktare krav är att bankerna måste hålla större likviditetsbuffertar (LCR) och ha mer stabil nettofinansiering (NSFR). Dessa mått illustrerar bankernas förmåga att täcka sina stressade nettoutflöden i 30 dagar respektive att hålla en viss nivå av stabil finan-

⁹⁰ Se diagram A.9 i Diagramappendix.

⁹¹ Se även R. Eidestedt, D. Forsman och E. Ünlü (2020), "Storbankernas finansiering och dess påverkan på hushållens bolåneräntor", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

siering i förhållande till sina illikvida tillgångar. Under pandemin har nivåerna för storbankerna i Sverige fortsatt legat över de formella kraven. I juni 2021 infördes, via det så kallade "bankpaketet", nya krav för nivån och rapporteringen av NSFR.⁹²

Som ett komplement till likviditetsmåten LCR och NSFR genomför Riksbanken löpande stresstest för att bland annat bedöma storbankernas motståndskraft mot likviditetsstörningar under andra scenarier och tidsintervall. Stresstesterna är inte prognoser utan speglar hypotetiska, men möjliga, scenarier och utgår från olika antaganden om bankers situation.⁹³ I Riksbankens systemövergripande scenario antas hela banksystemet drabbas av finansiell stress. I scenariot förlorar bankerna tillgången till marknadsfinansiering, värderingsavdragen på deras likvida tillgångar blir betydligt högre och de får visst utflöde av inlåning från allmänheten. Bankerna antas förnya sina valutaswappar och därigenom fortsätta förmedla utländsk valuta till motparter i det svenska finansiella systemet.

Vidare antas bankerna inte kunna använda hela sin likviditetsreserv för att täcka sina utflöden. Resultaten i stresstestet ska tolkas som det likviditetsbehov som bankerna antas ha efter att de har använt så mycket av deras likviditetsreserv för att täcka sina utflöden att marknaden inte längre har förtroende för deras likviditetssituation. I stresstestet uppstår detta likviditetsbehov när bankernas LCR understiger 75 procent.

I Riksbankens systemövergripande scenario klarar de svenska storbankerna av att täcka sina kassautflöden i upp till en månad. Därför framstår det som att LCR-kravet ökar bankernas motståndskraft i det tidsperspektivet. Men efter två månader har ett behov på motsvarande 100 miljarder kronor uppstått (se Diagram 23). Behovet ökar sedan successivt upp till 500 miljarder kronor efter sex månader, vilket motsvarar drygt 5 procent av storbankernas totala tillgångar.⁹⁴ Av dessa 500 miljarder utgörs drygt hälften av amerikanska dollar. Resultaten kompletterar på så vis LCR och NSFR eftersom de ger en indikation på hur stort likviditetsbehov som kan uppstå inom sex månader under ett stressat scenario trots att LCR- och NSFR-kraven är uppfyllda i början av scenariot.

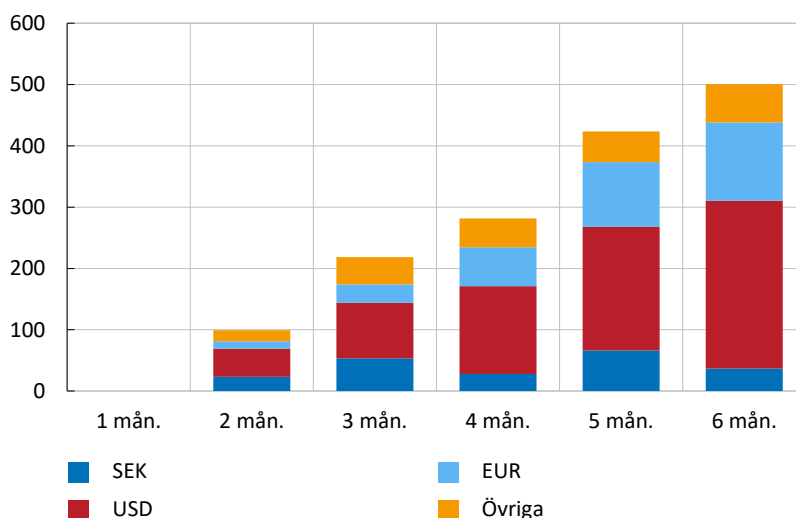
⁹² Se Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/876 av den 20 maj 2019 och faktarutan "EU implementerar delar av Basel III-överenskommelsen genom bankpaketet" i *Finansiell stabilitet*, 2021:1, Sveriges riksbank. Det nya kravet innebär att bankerna måste uppfylla minst 100 procent i NSFR på total nivå. Bankerna måste även kvartalsvis rapportera NSFR både på total nivå och i alla signifikanta valutor.

⁹³ För mer information om metoden se fördjupningen "Stresstester av bankers likviditet" i *Finansiell stabilitet*, 2019:2, Sveriges riksbank, samt M. Danielsson och J. Manfredini (2019), "Riksbankens metod för stresstest av bankers likviditet", *Staff memo*, november, Sveriges riksbank.

⁹⁴ Bankernas totala tillgångar avser den genomsnittliga summan av deras tillgångar mellan tredje kvartalet 2020 och andra kvartalet 2021.

Diagram 23. Riksbankens stresstest av bankernas likviditetsbehov

Miljarder kronor



Anm: Likviditetsbehovet avser de svenska storbankerna och visas kumulativt över stresstestperioden. Stresstestet utgår från bankernas inrapporterade data till Riksbanken och avser juli 2020-juni 2021. Kategorin "Övriga" inkluderar bland annat DKK, NOK och GBP.

Källa: Riksbanken.

Bankernas kapitalrelationer fortsatt över myndigheternas krav

Som en del av bankpaketet infördes även ett bindande bruttosoliditetskrav vilket innebär att en banks primärkapital, i förhållande till dess totala tillgångar och åtaganden utanför balansräkningen, måste uppgå till minst 3 procent.^{95,96} Storbankernas bruttosoliditet har varit relativt konstant över tid och bruttosoliditetskravet är ett viktigt komplement till det riskvägda kapitalkravet (se Diagram 24). Kärnprimärkapitalrelationen har ökat eftersom storbankernas kapital har vuxit mer än de riskvägda tillgångarna. Detta förklaras bland annat av förhöjda kapitalnivåer, vilket delvis är ett resultat av FI:s och andra tillsynsmyndigheters rekommendation om begränsade utdelningar och aktieåterköp, samt att bankernas balansräkningar har vuxit med större andel centralbanksreserver och bolån, vilka har låga riskvikter i bankernas beräkningar av riskvägda tillgångar.

Eftersom den stora osäkerheten i början av pandemin nu har avtagit, och kreditförlusterna har varit låga, meddelade FI och andra myndigheter under hösten 2021 att de inte förlänger sina rekommendationer om utdelningar efter september. Fallet i kärnprimärkapitalrelationen under tredje kvartalet 2021 förklaras därmed delvis av att

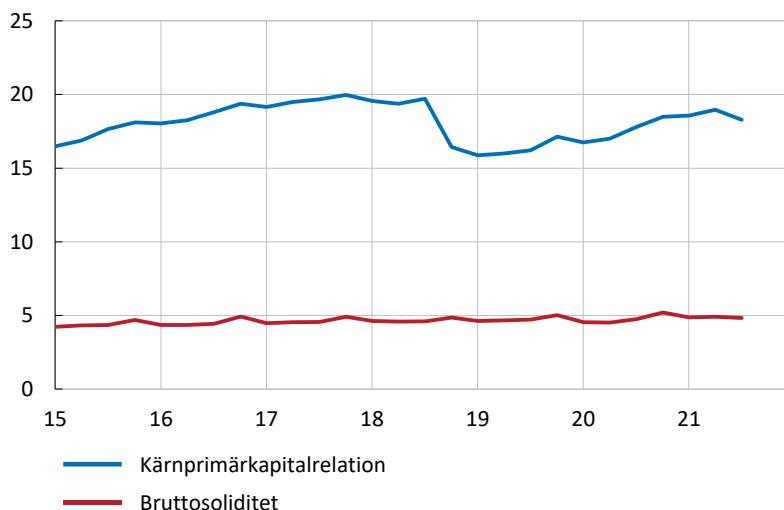
⁹⁵ Se exempelvis promemorian *Nya kapitalkrav för svenska banker*, november 2020, Finansinspektionen.

⁹⁶ FI kan skärpa bruttosoliditetskravet genom en så kallad Pelare 2-vägledning, och bedömer att detta påslag troligen kommer att uppgå till cirka 0,2-0,5 procent av exponeringsbeloppet för bruttosoliditeten. Påslagets storlek baseras på stresstester och kvalitativa faktorer såsom underliggande risker i bankens affärsmodell. En motsvarande Pelare 2-vägledning finns också för det riskbaserade kapitalkravet. Se besluts-promemoria *Övergripande ansats för att bedöma pelare 2-vägledningen för svenska banker*, maj 2021, Finansinspektionen.

flera banker under hösten har genomfört eller beslutat om extrautdelningar eller aktieåterköp (se Diagram 24).

Diagram 24. Kärnprimärkapitalrelation och bruttosoliditet för storbankerna i Sverige

Procent



Anm: Avser ett volymviktat genomsnitt. Den stora minskningen i kärnprimärkapitalrelationen under 2018 beror på att riskviktsgolvet för svenska bolån flyttats från pelare 2 till pelare 1. Se "Riskviktsgolvet för svenska bolån blir ett pelare 1-krav", marginalruta i *Finansiell stabilitet* 2018:2. Sveriges riksbank. FI:s krav på kärnprimärkapitalrelation för de svenska storbankerna ligger per halvårsskiftet 2021 inom intervallet 12,3 och 13,0 procent.

Källor: Bankernas delårsrapporter och Riksbanken.

Med anledning av begränsade utdelningar i enlighet med myndigheters rekommendationer, och att FI sänkte den kontryckliga kapitalbufferten från 2,5 till 0 procent, ökade bankernas managementbuffertar utöver kapitalkraven under pandemin.⁹⁷ Hittills har storbankerna i Sverige inte behövt utnyttja sina buffertar men har ändå kunnat upprätthålla kreditförsörjningen. Utmaningen i utformningen av bankregleringar och rekommendationer är att säkerställa att banker har väl tilltagna buffertar, men att banker under en kris också har möjlighet att utnyttja dessa. Om bankerna från början har en god kapitalnivå ökar sannolikheten att de kan använda buffertarna.

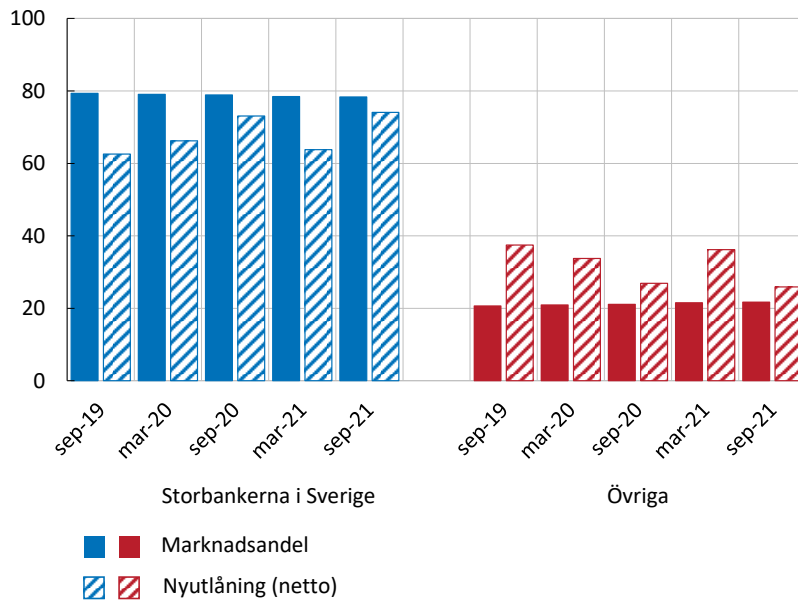
I september beslutade FI att höja det kontryckliga buffertvärdet till 1 procent.⁹⁸ FI har också meddelat att de riktar in sig på att gradvis höja buffertvärdet till 2 procent under 2022, men att det är avhängigt den ekonomiska utvecklingen. Riksbankens bedömning är att storbankerna idag har god marginal att klara av att ett positivt kontryckligt buffertvärde återinförs, samtidigt som de kan fortsätta att förse hushåll och företag med krediter. Ett högre kontryckligt buffertvärde torde därmed inte förändra någon kreditåtgång. Även om bankernas marginal ner till kapitalkraven kan

⁹⁷ Managementbuffert är det överskjutande kapital som en bank har utöver vad som behövs för att uppfylla de formella kraven. De svenska storbankerna har uttryckliga interna finansiella mål för managementbuffertens storlek. Målet kan uttryckas som en specifik procentsats eller ett målintervall, vanligtvis mellan en och tre procentenheter över kravet.

⁹⁸ Implementeringstiden är tolv månader, således börjar buffertvärdet 1 procent tillämpas den 29 september 2022. Se pressmeddelande från FI, september 2021. [FI höjer det kontryckliga buffertvärdet till 1 procent](#)

Diagram 25. Utlåning till hushåll med säkerhet i bostad

Procent



Anm: Avser utlåning i Sverige i alla valutor. Kategorin "Övriga" avser ett urval av 18 svenska bankaktiebolag, kreditmarknadsbolag och sparbanker. "Nyutlåning (netto)" avser andel av skillnaden i utestående volym utlåning till hushåll med säkerhet i bostad vid varje periods slut.

Källor: SCB och Riksbanken.

2.5 Sårbarheter och risker bland andra finansiella aktörer



Andra finansiella aktörer utgörs här av aktörer som bedriver bankliknande verksamhet, utan att själva vara banker, exempelvis fondförvaltare och försäkringsföretag. De kan framför allt påverka den finansiella stabiliteten genom sitt agerande på finansiella marknader, då de förvaltar stora tillgångar. Därtill kan de föra stress vidare till andra aktörer via sammanlänknings. I avsnittet ingår även aktörer vars verksamhet bygger på finansiell teknologi (fintech-företag). Dessa aktörer bedöms i nuläget inte utgöra risker för den finansiella stabiliteten.

Små inflöden till företagsobligationsfonder sedan i somras

Fonder som investerar i mindre likvida tillgångar, exempelvis företagsobligationer, och samtidigt erbjuder andelsägarna att kunna göra uttag med kort varsel kan få en diskrepans mellan likviditeten på tillgångssidan och på skuldsidan. Denna så kallade likviditetstransformation gör fonderna sårbara för stora uttag från andelsägarna, eftersom fonderna då kan behöva sälja tillgångar för att möta uttagen. I förlängningen kan denna typ av likviditetsrisk även påverka andra aktörer som är beroende av den underliggande marknaden, framför allt de icke-finansiella företagen. Det kan snabbt bli dyrt eller svårt för företagen att refinansiera obligationer som förfaller i ett stressat marknadsläge. I ett sådant läge kan även andra investerare på företagsobligationsmarknaden drabbas negativt i form av förluster (marknadsvärderade eller realiserade) om fonderna tvingas sälja större volymer av obligationer och på så sätt påverkar prisen på marknaden.

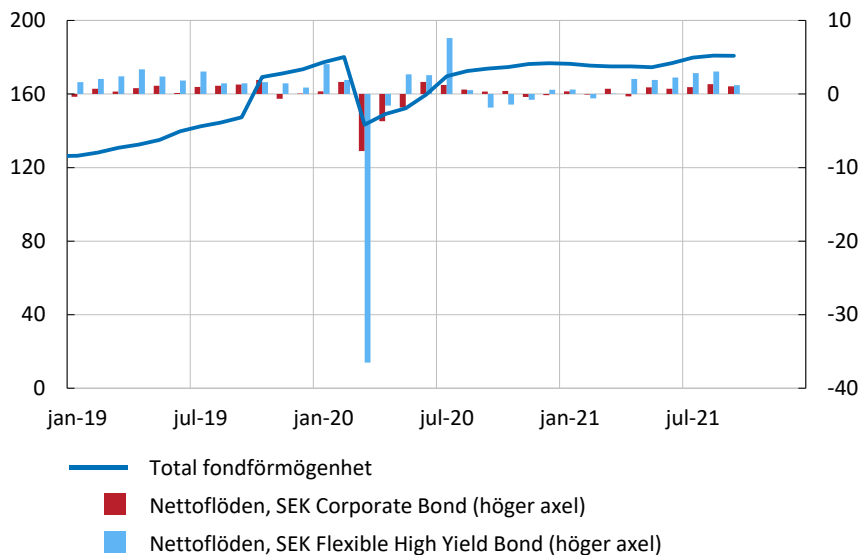
I mars 2020 upplevde svenska företagsobligationsfonder stora nettoutflöden då många andelsägare ville göra uttag samtidigt.¹⁰⁰ Sedan dess har flödena stabiliserats. I våras var utflödena marginella, men sedan i somras har det i stället varit mindre inflöden (se Diagram 26). Sammantaget har detta medfört att fondförmögenheten för företagsobligationsfonder i princip har varit oförändrad hittills under året.¹⁰¹ Fonderna utgör därmed fortfarande en stor andel av investerarna på den svenska företagsobligationsmarknaden (se Diagram 27).

¹⁰⁰ Företagsobligationsfonder i många länder och regioner upplevde stora utflöden i mars 2020. Se *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2020* ("NBFIMonitor"), No 5, oktober 2020, ESRB.

¹⁰¹ Även andra typer av fonder än enbart företagsobligationsfonder kan investera i företagsobligationer, exempelvis vissa blandfonder och korta räntefonder.

Diagram 26. Fondförmögenhet och nettoflöden för svenska företagsobligationsfonder

Miljarder kronor, procent av fondförmögenhet

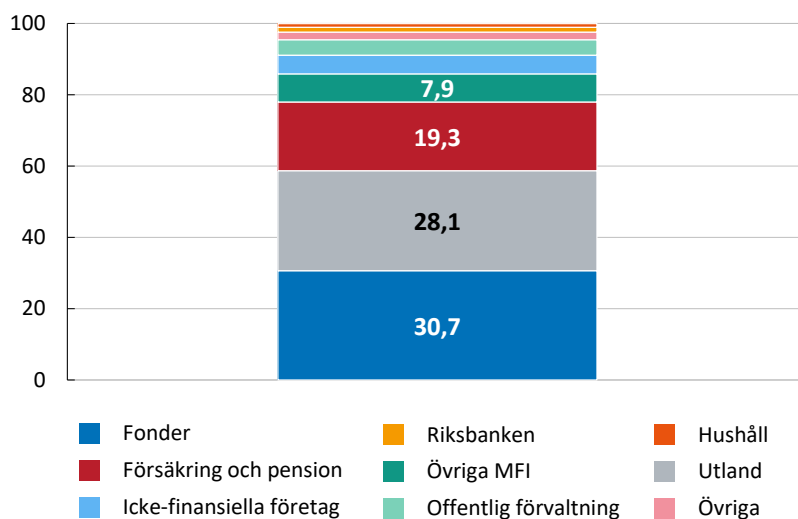


Anm: Nettoflöden utgörs av skillnaden mellan insättningar och uttag från fonderna.

Källor: Morningstar och Macrobond.

Diagram 27. Innehavare av företagsobligationer utgivna av svenska företag i SEK

Procent



Anm: Avser procent av total utestående volym vid utgången av andra kvartalet 2021. Notera att kategorin "Utland" också kan inkludera en stor andel (utlandsregistrerade) fonder.

Källor: Riksbanken och SCB.

FAKTA – Åtgärder för att minska likviditetsriskerna för fonderna

För att minska likviditetsriskerna för fonder som investerar i mindre likvida tillgångar finns det två huvudsakliga vägar att gå, antingen öka likviditeten på tillgångssidan (det vill säga i innehaven) eller minska likviditeten för andelsägarna (det vill säga inte låta andelsägarna göra uttag frekvent eller med kort varsel). Likviditetsrisker för olika typer av fonder är en fråga som arbetas med både internationellt, till exempel i rådet för finansiell stabilitet (FSB) respektive europeiska systemrisknämnden (ESRB), och nationellt.

På det nationella planet har FI gett fondförvaltarna i uppdrag att under hösten 2021 göra en grundlig likviditetsanalys och sätta in åtgärder om likviditeten i fondtillgångarna inte motsvarar uttagsvillkoren. FI menar att det kan bli nödvändigt att byta placeringsinriktning så att tillgångarna blir mer likvida, eller att förändra fondens uttagsvillkor.¹⁰²

Svenska fondförvaltare har förhållandevis få likviditetshanteringsverktyg tillgängliga jämfört med många andra europeiska länder. FI har därför också, inom ramen för ett regeringsuppdrag, utrett olika typer av likviditetshanteringsverktyg. Det handlar om avgifter för utspädningskydd, inlösenparrar med brytgränser och två typer av ”swing pricing” som tar hänsyn till transaktionskostnader från nettoflöden i fonden genom att fondandelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpris kan justeras.¹⁰³ FI föreslår att dessa verktyg ska införas och regleras i lag och föreskrifter. FI har också föreslagit att fondförvaltare ska få använda uppsägningstider och att fonderna ska få vara öppna för handel mer sällan än vad som idag är tillåtet i svensk fondlagstiftning.¹⁰⁴ FI:s förslag är nu överlämnade till regeringen för vidare hantering. Den ena formen av ”swing pricing” (justerat försäljnings- och inlösenpris) liksom avgifter för utspädningskydd bedöms dock redan vara tillåtet enligt lag och därmed tillgängligt för fonderna att börja använda efter ansökan hos FI om ändring av fondbestämmelserna.

De stora aktieinnehaven en risk för försäkrings- och pensionsföretag

Försäkringsföretagens storlek och deras kopplingar till framför allt banker gör att störningar som påverkar försäkringsföretagen kan spridas vidare i det finansiella systemet. Försäkringsföretagens investeringsstrategier kan därför påverka risken för att störningar kan uppkomma. I dagens lågräntemiljö fortsätter försäkringsföretagen att leta efter avkastning i sina portföljer. Avkastningsnivåerna är framför allt viktiga för livförsäkringsföretag med garanterade åtaganden. För att få högre avkastning krävs ofta att man gör mer riskfyllda investeringar. Andelen aktier har fortsatt att öka (se Diagram 28) och är även hög i ett europeiskt perspektiv.¹⁰⁵ Den stora andelen aktier gör

¹⁰² Se *Likviditetsriskhantering i fonder, FI-tillsyn*, Nr 22, juni 2021, Finansinspektionen.

¹⁰³ Dessa likviditetshanteringsverktyg förklaras närmare i ordlistan längst bak i rapporten.

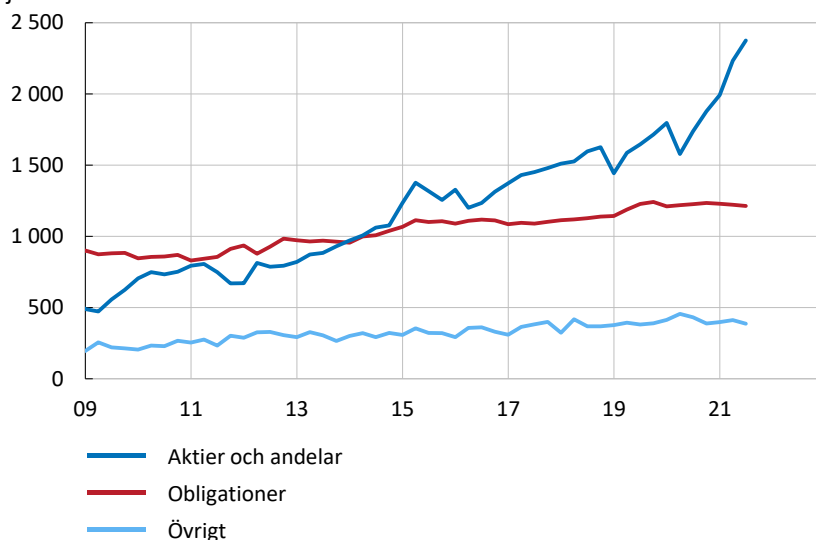
¹⁰⁴ Se *Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder*. Dnr 21-3338, juni 2021, Finansinspektionen.

¹⁰⁵ Se *Financial stability report July 2021*, EIOPA för en analys av fördelningen av europeiska försäkringsföretags investeringar.

försäkringsföretagen känsliga för den framtida utvecklingen på aktiemarknaden.¹⁰⁶ Exempelvis försämrades försäkrings- och tjänstepensionsföretagens solvenssituation på tagligt av aktieprisfallen under mars 2020, men i takt med att aktiemarknaden snabbt återhämtade sig återgick solvenssituationen till ungefär samma nivåer som innan pandemin bröt ut.¹⁰⁷

Diagram 28. Livförsäkringsföretagens placeringstillgångar

Miljarder kronor



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

Källa: SCB.

Höga kreditbetyg för obligationsinnehav – begränsad risk för nedgraderingar

ESRB har tidigare studerat risker som kan kopplas till stora nedgraderingar av företagsobligationers kreditbetyg på europeisk nivå.¹⁰⁸ Om kreditbetygen sjunker från investment grade till high yield, vilket ofta benämns som "fallen angels", kan många obligationsinnehavare tvingas sälja obligationerna på grund av sina investeringsriktlinjer.¹⁰⁹ Sådana försäljningar kan även indirekt påverka andra obligationsinnehavare genom att priserna justeras. Ju fler obligationer med kreditbetyg i den lägre regionen av investment grade, desto större sannolikhet för stora nedgraderingar till high yield vid ekonomiska störningar. I ESRB:s analys och i EIOPA:s finansiella stabilitetsrapport

¹⁰⁶ Om aktiepriserna faller kan marginalsäkerhetskraven öka på befintliga derivatpositioner samtidigt som nya derivatkontrakt ingås för att justera tillgångsportföljens sammansättning. Detta skapar ett likviditetsbehov. Om priserna fortsätter att falla ökar behovet av att tillföra marginalsäkerheter och att ingå nya derivatkontrakt. På så vis ökar likviditetsbehovet på en fallande aktiemarknad. I mars 2020 bidrog det till en ökad efterfrågan på amerikanska dollar.

¹⁰⁷ Se *Stabiliteten i det finansiella systemet 2020:2*, november 2020, Finansinspektionen.

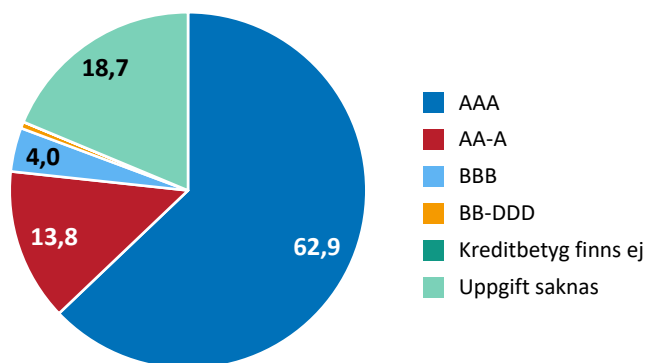
¹⁰⁸ Se *A system wide scenario analysis of large-scale corporate bond downgrades*, juli 2020, ESRB.

¹⁰⁹ Investment grade är kreditbetyg från AAA/Aaa till och med BBB-/Baa3. High yield är BB+/Ba1 och sämre.

framgår att europeiska försäkringsföretag i genomsnitt har obligationer med lägre kreditbetyg och därmed större risk för nedgraderingar jämfört med svenska försäkringsföretag.¹¹⁰ Svenska försäkringsföretags obligationer har fortsatt höga kreditbetyg (se Diagram 29).

Diagram 29. Försäkringsföretagens obligationsinnehav

Procent



Anm: Andelar av total marknadsvärden per 2021-06-30. Avser både försäkringsföretag och AP-fonder.

Källor: Dealogic, Fitch, SCB och Riksbanken.

Nya aktörer bygger verksamhet på finansiell teknik

Fintech är en benämning på ett område där finansiella tjänster kombineras med nya tekniska innovationer.¹¹¹ Aktiviteter inom fintech kan vara helt nya typer av tjänster, exempelvis innovationer inom betalningsförmedling och kryptotillgångstjänster, eller tjänster som liknar de som redan finns på marknaden såsom bankliknande aktiviteter.

Flera olika typer av finansiella företag finns inom området och storleken på dem varierar. Det kan handla om redan etablerade aktörer, exempelvis banker, som använder sig av den nya finansiella tekniken. Det kan också handla om stora teknikföretag, big-techs, som börjar erbjuda finansiella tjänster i kraft av de stora mängder data de har om sina kunder. Av naturliga skäl är fintech också ett område med många nya aktörer (här kallade fintech-företag) som överlag är relativt små. Många företag inom fintech-området är inriktade på gränsöverskridande verksamhet. Det underlättas av att åtkomst till många av tjänsterna sker via mobiltelefoner eller datorer. Exempelvis finns det många utländska fintech-företag som tillhandahåller tjänster till svenska konsumenter eller i svenska kronor. Två exempel är Revolut och Wise, som bland annat erbjuder valutaväxlingstjänster och valutaöverskridande betalningstjänster.

I likhet med andra företag som verkar inom den finansiella sektorn måste fintech-företagen följa olika regelverk. Svenska fintech-företag ska i allmänhet också stå under

¹¹⁰ EIOPA Financial stability report July 2021.

¹¹¹ För mer information, se fördjupningen "FinTech – växelverkan mellan finansiell verksamhet och teknologisk innovation" i *Finansiell stabilitet*, 2017:1, Sveriges riksbank.

tillsyn av FI.¹¹² Vilka regelverk som är tillämpliga beror på vilken verksamhet som bedrivs och vilket tillstånd företaget har.¹¹³ Till exempel ska betalningsinstitut följa betalningstjänstlagen.¹¹⁴ Det kan handla om företag som gör det möjligt för konsumenter att göra betalningar direkt från ett bankkonto då de köper något i en e-handel. Därtill finns det konsumentkreditinstitut, som ska följa lagen om viss verksamhet med konsumentkrediter.¹¹⁵ De erbjuder till exempel tjänster som innebär att de tar över en kunds befintliga krediter, delbetalningar och privatlån för att sedan erbjuda kunden ett sammanslaget lån i syfte att kunna erbjuda en lägre lånekostnad. Det finns också finansiella institut, som exempelvis kan tillhandahålla internetbaserade låneplattformar. De behöver enbart registrera sin verksamhet hos FI men ska följa lagen om valutaväxling och annan finansiell verksamhet.¹¹⁶ På vissa områden, som exempelvis för kryptotillgångar, finns det ännu inte reglering eller så är regleringen inte till fullo anpassad för de aktiviteter som fintech-företag tillhandahåller.

Fintech-företagen innebär vissa utmaningar

Fintech-företagen kan bidra med innovationskraft inom det finansiella systemet och öka konkurrensen genom att exempelvis erbjuda tjänster som gör det billigare och enklare att genomföra betalningar. Samtidigt medför företagen utmaningar för myndigheterna. Eftersom området är relativt nytt kan det exempelvis vara svårt att avgöra vilka verksamheter som kräver tillstånd och ska stå under tillsyn och vilka som inte gör det. Det är svårare för myndigheter att ta del av information om verksamheter som inte står under tillsyn.¹¹⁷ Därmed blir det inte heller så lätt att i god tid identifiera de risker som verksamheterna kan medföra.

Genom att bland annat dra nytta av ny teknik och nya konsumentvanor kan det vara lättare för fintech-företag att bedriva verksamhet på olika marknader än för mer traditionella aktörer. Men det kan också innebära att de är snabba på att lämna en specifik marknad om det skulle uppstå problem där. Det skulle i sin tur kunna skapa problem för den marknaden och dess aktörer om de har kopplingar till dessa företag, till exempel att tillgångar som hålls hos en aktör snabbt behöver likvideras.

En annan aspekt kopplad till fintech-företagen och deras aktiviteter är företagets tillgång till de centrala avvecklingssystemen i det finansiella systemet. I Sverige handlar det om Riksbankens RIX-system där stora betalningar i centralbankspengar avvecklas. I dagsläget är det generellt sett mer traditionella finansiella aktörer, till exempel banker, som är medlemmar i dessa avvecklingssystem. Allt eftersom fintech-området ut-

¹¹² I vissa lagar kan företag under vissa förutsättningar ansöka om undantag från tillståndsplikt och står då inte under tillsyn. Vissa företag behöver enbart registrera verksamheten hos FI och står då inte heller under tillsyn. FI kontrollerar dock minst en gång per år att registrerade företag uppfyller kraven som ställs på dem.

¹¹³ Företagen ska också följa ett flertal andra lagar, exempelvis kopplade till skatterätt.

¹¹⁴ Se lag (2010:751) om betaltjänster.

¹¹⁵ Se lag (2014:275) om viss verksamhet med konsumentkrediter.

¹¹⁶ Se lag (1996:1006) om valutaväxling och annan finansiell verksamhet.

¹¹⁷ Riksbanken har enbart lagstadgad rätt att ta in information från aktörer som står under FI:s tillsyn. Enligt förslaget till den nya riksbankslagen ska Riksbanken bland annat övervaka verksamhet som är av särskild betydelse för den finansiella infrastrukturen i Sverige. Inom ramen för detta är det möjligt att vissa fintech-företag skulle kunna inkluderas.

vecklas kan även de nyare aktörerna i större utsträckning komma att ansöka om tillgång till avvecklingssystemen. Det kräver att de myndigheter som ansvarar för systemen, i huvudsak centralbanker, tar ställning till vilka typer av aktörer som ska beredas tillgång till systemen, och i vilka syften.¹¹⁸ Det är även en fråga om lagstiftning eftersom det inom EU bland annat är det så kallade Finalitydirektivet som reglerar vilka aktörer som får tillgång till avvecklingssystemen.¹¹⁹ Direktivet har implementerats på olika sätt i olika EU-länder och det pågår nu en översyn av direktivet för att säkerställa att det tillämpas på samma sätt i hela EU.¹²⁰

¹¹⁸ Till exempel har Bank of England sedan 2017 gett betaltjänstleverantörer som inte är banker (så kallade non-bank payment service providers) möjligheten att ansöka om tillgång till deras avvecklingssystem. Dessa aktörer måste dock leva upp till ett omfattande riskhanteringsramverk som är framtaget av olika brittiska finansiella myndigheter och bland annat inkluderar en stärkt tillsyn. Se nyheten "Bank of England extends direct access to RTGS accounts to non-bank payment service providers", juli 2017, Bank of England. Senast uppdaterad 19 juli 2017. Hämtad 19 oktober 2021. [Bank of England extends direct access to RTGS accounts to non-bank payment service providers | Bank of England](#)

¹¹⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 98/26/EG av den 19 maj 1998 om slutgiltig avveckling i system för överföring av betalningar och värdepapper.

¹²⁰ För mer information se *Betalningsrapport*, 2021, Sveriges riksbank.

2.6 Den finansiella infrastrukturen är under förändring



De finansiella infrastruktursystemen har haft en hög tillgänglighet under 2021, och det har kontinuerligt gått att genomföra betalningar och transaktioner med finansiella instrument. Det pågår en strukturomvandling på infrastrukturområdet, som bland annat handlar om att harmonisera olika processer. Därtill är det oklart hur clearing-landskapet i Europa kommer att se ut i framtiden till följd av Brexit. Att elpriserna har varit mer volatila än vanligt under hösten har ökat riskexponeringarna för den svenska centrala motparten (CCP:n) och dess deltagare som är aktiva på elmarknaden. Det pågår även ett internationellt arbete för att analysera om de marginalsäkerhetskrav som ställs på CCP-deltagare förstärker marknadsturbulens.

De finansiella infrastruktursystemen har haft en hög tillgänglighet

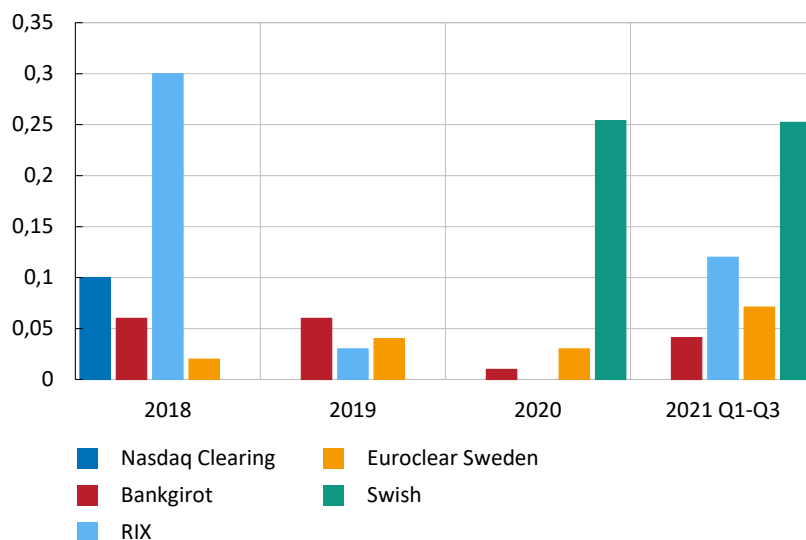
Att undvika driftsavbrott och säkerställa en hög tillgänglighet i de finansiella infrastruktursystemen är viktigt för att företag och privatpersoner ska kunna genomföra betalningar och handla med finansiella instrument. Under de tre första kvartalen 2021 har det gått förhållandevis bra att genomföra transaktioner i den svenska finansiella infrastrukturen (se Diagram 30). Vissa avbrott har emellertid skett men i liten omfattning. Infrastrukturföretagen har även relativt god marginal till kapitalkravens miniminivåer.¹²¹ Det tyder på att de har förutsättningar att kunna klara av stressade situationer där finansiella förluster kan uppstå och samtidigt upprätthålla verksamheterna och deras funktioner.¹²²

¹²¹ Kapitalkraven för infrastrukturföretagen utgår från de internationella principerna Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI).

¹²² Se diagram A.28 i Diagramappendix.

Diagram 30. Avbrott i de svenska infrastruktursystemen

Procent



Anm: 0 procent innebär att systemet har varit tillgängligt hela tiden utan avbrott. 0,2 procent motsvarar 5 timmars avbrott under en period på ett år. 0,2 procent under en period på tre kvartal motsvarar ungefär 3 timmar och 45 minuter. Motsvarande avbrottstider för Swish är ungefär 17,5 timmar respektive 12 timmar eftersom tjänsten är tillgänglig alla dagar och alla dygnets timmar. Avbrotten i Swish är beräknade som den totala avbrottstiden för Bankgirots plattform Betalningar i Realtid, BankID och Getswish. Notera att diagrammet visar avbrottsiffror för Swish endast från och med 2020.

Källor: Bankgirot, BankID, Euroclear Sweden, Getswish, Nasdaq Clearing och Riksbanken.

Riksbanken är en av de drivande parterna i strukturomvandlingen

På flera håll inom det finansiella infrastrukturområdet pågår det en strukturomvandling som påverkar såväl infrastrukturföretagen som deras deltagare.¹²³ Det handlar till exempel om att harmonisera och standardisera processer på betalnings- och värdepappersområdet i såväl Sverige som övriga Europa. Eftersom det svenska finansiella systemet är tätt sammankopplat med utlandet är det viktigt med harmoniserade processer för att verksamhet på de olika marknaderna ska vara effektiv. Rätt hanterad kommer strukturomvandlingen att leda till att den finansiella infrastrukturen som helhet fungerar effektivt även i framtiden.

På den svenska värdepappersmarknaden har aktörerna påbörjat ett omfattande arbete med att harmonisera processerna inom post trade-området med europeiska standarder.¹²⁴ Arbetet behövs för att upprätthålla effektiviteten på den svenska värdepappersmarknaden. Arbetet kommer att följas upp och koordineras i en svensk

¹²³ För mer information, se E. Hellström, A. Börestam och H. Eklöf (2021), "Harmonisering och plattformsdelening inom den finansiella marknaden", *Riksbanksstudier* nr 2, Sveriges riksbank.

¹²⁴ Begreppet "post trade" avser aktiviteter som sker efter order och avslut i ett värdepapper och omfattar bland annat avveckling av värdepapperstransaktionen.

grupp vid namn National Stakeholder Group (NSG) i vilken Riksbanken är ordförande.¹²⁵ Genom att vara en länk till relevanta forum inom Eurosystemet bidrar gruppen till att den svenska värdepappersmarknaden i större utsträckning blir delaktig i det europeiska harmoniseringsarbetet för värdepapper. Det underlättar för att den svenska marknaden kan hålla jämna steg med övriga Europa inom området.

Som en del i strukturomvandlingen har Riksbanken utrett plattformsdelen med andra centralbanker som ett alternativ för att följa med i utvecklingen.¹²⁶ I september i år fattade Riksbanken inriktningsbeslut som innebär att målet är att kunna använda Eurosystemets tekniska plattformar för stora betalningar respektive värdepappersavveckling, T2 och TARGET2-Securities (T2S).¹²⁷ Genom att i framtiden dela plattform med andra centralbanker kan man säkerställa att den svenska finansiella infrastrukturens harmonisering med Europa upprätthålls. Därtill går det att dra nytta av stor driftsfördelar som håller ned kostnaderna för utveckling, drift och säkerhet, inte minst cybersäkerhet.¹²⁸ Vissa frågor, bland annat hur reservlösningar ska utformas, behöver dock utredas vidare.

Osäkerheter kring CCP-landskapets utveckling efter Brexit

En viktig del av infrastrukturen är de centrala motparterna (CCP:erna) och möjligheten till clearing. En stor andel av CCP-clearingen av räntederivat i svenska kronor sker hos den brittiska CCP:n LCH Ltd.¹²⁹ Som en följd av Brexit har de legala förutsättningarna ändrats för brittiska CCP:er att verka i EU och erbjuda sina clearingtjänster till europeiska aktörer. De har tillstånd av europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) för att göra det. Under hösten 2020 bedömde ESMA att LCH är systemviktig för EU och enskilda medlemsländer och gav då LCH ett temporärt tillstånd att verka i EU.¹³⁰ Riksbanken delade ESMA:s bedömning avseende clearingen av räntederivat i svenska kronor, framför allt på grund av LCH:s dominans på ränteswapmarknaden. Ränteswapmarknaden har betydelse för det svenska finansiella systemet då en stor del av de obligationer som bankerna finansierar sig genom har fast ränta samtidigt som en stor del av utlåningen har rörlig ränta, exempelvis bolån till hushåll. Att de olika ränteflödena inte matchar varandra utsätter bankerna för ränterisk vilket brukar hanteras genom att bankerna ingår derivatavtal, vanligtvis i form av ränteswappar.

¹²⁵ NSG:er utgör normen för hur europeiska länder koordinerar och följer upp sitt nationella arbete med standarder inom värdepappersmarknadens post trade-område. Varje marknad har sin egen NSG.

¹²⁶ Plattformsdelen med andra centralbanker innebär att Riksbanken skulle ingå avtal med den eller de centralbanker som äger och driver plattformen. Riksbanken utkontrakterar alltså vissa uppgifter som skulle ske på den tekniska plattformen, men bär fortsatt ansvaret för tjänsterna gentemot sina deltagare.

¹²⁷ Se nyheten "Riksbanken vill använda Eurosystemets plattformar T2 och TARGET2-Securities", september 2021, Sveriges riksbank. Senast uppdaterad den 23 september 2021. Hämtad den 30 september 2021. [Riksbanken vill använda Eurosystemets plattformar T2 och TARGET2-Securities | Sveriges Riksbank](#).

¹²⁸ Se tal av C. Skingsley (2021), 6 oktober 2021, Sveriges riksbank, [Skingsley: Vi behöver uppdatera och modernisera våra betalningstjänster | Sveriges Riksbank](#).

¹²⁹ Se diagram A.29 i Diagramappendix.

¹³⁰ Se nyheten "ESMA to recognise three UK CCPs from 1 January 2021", september 2020, European Securities and Markets Authority. Senast uppdaterad den 28 september 2020. Hämtad den 27 oktober 2021. [ESMA to recognise three UK CCPs from 1 January 2021 \(europa.eu\)](#)

LCH:s, och de andra brittiska CCP:ernas, nuvarande tillstånd löper ut den sista juni 2022 och behöver därför omprövas. ESMA undersöker därför om CCP:er i Storbritannien, eller några av deras clearingtjänster, är så pass systemviktiga för EU, eller ett enskilt medlemsland, att det inte är lämpligt ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv att clearingen sker utanför EU. Det skulle kunna resultera i att europeiska aktörer som är deltagare hos CCP:n behöver flytta sin clearing till CCP:er inom EU eller till CCP:er utanför EU som har tillstånd från ESMA. En flytt av clearingen skulle till exempel kunna påverka räntederivatmarknadens funktion.

Riksbanken är involverad i den process som pågår inom ESMA i sin roll som utgivare av svenska kronan och i Europeiska systemrisknämndens (ESRB:s) process i egenskap av medlem. Riksbankens utgångspunkt i sin egen analys av frågan är att ränteswapmarknadens funktion i svenska kronor ska kunna upprätthållas, oavsett var i världen handel och clearing sker. En förutsättning är emellertid att regleringen och tillsynen bedöms vara fullgod i jämförelse med europeisk lagstiftning. Riksbanken kommer att förmedla sin syn i frågan senare under året.

Hög volatilitet på elmarknaden ökar CCP-deltagares riskexponering

Många deltagare hos den svenska CCP:n, Nasdaq Clearing, är aktiva på råvarumarknaden och använder CCP:n för att cleara olika råvaruderivat. CCP:er är exponerade mot kredit- och likviditetsrisker eftersom de tar på sig motpartsriskerna i de transaktioner de clearar för sina deltagares räkning. Under hösten har elpriserna varit mer volatila än normalt vilket ökar risken i vissa deltagares portföljer som i sin tur genererar högre risk för CCP:n. För att täcka de ökade riskerna som CCP:n utsätts för har deltagarna behövt lämna mer säkerheter genom att det har varit fler intradags-margin calls (IDMC) än vanligt.¹³¹ Om den höga volatiliteten på elmarknaden fortsätter kommer riskerna för CCP:n att fortsätta öka. Deltagarna behöver ha tillgång till likvida tillgångar som snabbt kan lämnas som extra säkerheter för att hantera de ökade riskerna, något som hittills inte har varit ett problem för dem.

Pågående arbete för att analysera procyklikalitet i marginalsäkerhetskrav

I samband med att stressen ökade på finansiella marknader under våren 2020 ökade riskexponeringen för CCP:ers deltagare, och därmed kraven på deras marginalsäkerheter. När marginalsäkerhetskraven ökar behöver deltagarna bidra med mer säkerheter. Det kan skapa likviditetsstress för deltagarna om efterfrågan på likvida tillgångar, framför allt i form av kontanta medel, på de finansiella marknaderna totalt sett blir högre än normalt. Ökade marginalsäkerhetskrav riskerar därmed att medföra procyklikalitet på de finansiella marknaderna, det vill säga att de marknadsförändringar som redan sker förstärks ytterligare och i sin tur ökar riskexponeringen för CCP-

¹³¹ Intradags-margin call (IDMC) innebär att en deltagare måste lämna extra säkerheter under handelsdagen för att täcka sin riskexponering. Det sker när risken i deltagarens portfölj överstiger en förutbestämd nivå.

deltagarna ännu mer. Under förra våren uppstod denna situation på flera håll i världen.¹³² Det bedrivs därför arbete inom olika internationella forum för att vidare analysera den eventuella problematiken kring procyklikalitet i marginalsäkerhetskrav.¹³³

¹³² Se bland annat *Holistic Review of the March Market Turmoil*, november 2020, Financial Stability Board.

¹³³ Se exempelvis *Review of margining practices*, oktober 2021, Bank for International Settlements, Committee on Payments and Market Infrastructures och Board of the International Organization of Securities Commissions.

FÖRDJUPNING – Marknaden för svenska säkerställda obligationer under coronapandemin

Den här fördjupningen undersöker hur marknaden för säkerställda obligationer har utvecklats under pandemin samt beskriver hur Riksbankens åtgärder kopplade till marknaden har fungerat. Riksbanken har köpt säkerställda obligationer och lättat på kraven för bankerna att använda dessa som säkerheter för lån i Riksbanken. Syftet har varit att mildra pandemins effekter på svensk ekonomi. Åtgärderna har bidragit till att hålla det allmänna ränteläget lågt samtidigt som Riksbankens närvaro som köpare hade en stabiliserande effekt på marknaden i pandemins inledande skede. Riksbanken har börjat trappa ner köpen under 2021 och beslutat att vid årsskiftet återgå till de säkerhetskrav som rådde tidigare.

Under pandemin har investerarstrukturen på marknaden förändrats. Mer flyktiga investerare har i takt med Riksbankens köp sålt av sina innehav, däribland många utländska investerare. Även aktiviteten på andrahandsmarknaden har minskat något under pandemin vilket den ändrade investerarstrukturen samt Riksbankens köp kan ha bidragit till. Bankernas finansieringsmöjligheter via säkerställda obligationer är dock fortsatt goda och de har emitterat säkerställda obligationer under hela pandemin.

Även om stödåtgärderna är motiverade kan de på sikt medföra ett överdrivet risktagande och att sårbarheter byggs upp om finansiella aktörer räknar med att de alltid kommer att få hjälp i en kris. Likaså behöver företag och hushåll tänka på att deras räntekostnader kan komma att stiga på sikt.

Marknaden är viktig för finansiell stabilitet och den penningpolitiska transmissionen

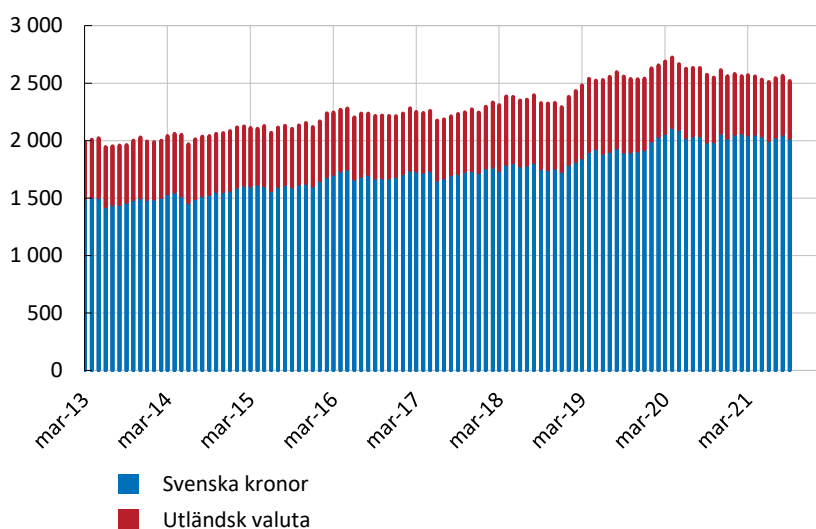
En bank kan finansiera sin utlåning till hushåll och företag på olika sätt, där bolån främst finansieras genom att en bank ger ut säkerställda obligationer. Den svenska marknaden för säkerställda obligationer är väldigt stor och har växt över tid. Den totala utestående volymen uppgår idag till omkring 2 500 miljarder (se Diagram 31).¹³⁴

¹³⁴ Säkerställda obligationer kallas ibland även för bostadsobligationer. Innehavaren av en säkerställd obligation har en särskild förmånsrätt i en så kallad säkerhetsmassa, som främst består av bolån, om banken fallerar.

Det är drygt dubbelt så mycket som den utestående volymen statsobligationer och motsvarar ungefär hälften av Sveriges årliga BNP. Givet marknadens storlek och betydelse för bankernas finansiering är det viktigt för såväl den finansiella stabiliteten som den penningpolitiska transmissionen att den fungerar tillfredsställande.¹³⁵ Försäkringsföretag och pensionsinstitut är stora inhemska investerare i obligationerna, liksom fonder och bankerna själva. Utländska investerare innehar också en väsentlig del av marknaden. Därtill har Riksbanken blivit en betydande aktör under pandemin.

Diagram 31. Utestående volym svenska säkerställda obligationer

Miljarder kronor



Källa: SCB.

Riksbankens åtgärder kopplade till säkerställda obligationer

De restriktioner som myndigheterna införde under pandemin för att minska smittspridningen fick stora realekonomiska konsekvenser och förändrade helt de ekonomiska utsikterna. Osäkerheten kring hur real ekonomin skulle klara av krisen ledde inledningsvis till en kraftig försämring på de finansiella marknaderna. Investerarna sökte sig generellt till säkrare och mer likvida tillgångar. Det ökade ränteskillnaderna mellan statsobligationer och mer riskfyllda tillgångar och man kunde se tecken på ett försämrat funktionssätt på marknaderna. Det gällde även marknaden för säkerställda obligationer där räntorna steg och likviditeten försämrades.¹³⁶ Turbulensen fortsatte, vilket satte kreditförsörjningen i den svenska ekonomin under betydande press. Risken fanns att detta skulle förstärka nedgången i ekonomin och leda till långvarigt negativa konsekvenser för produktion och sysselsättning.

¹³⁵ För en mer utförlig genomgång av säkerställda obligationer och deras koppling till finansiell stabilitet, se J. Fager Wettergren, D. Forsman, M. Sandström och J. Stenkula von Rosen, "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten", *Penning- och valutapolitik* 2013:2, Sveriges riksbank.

¹³⁶ Se *Finansiell stabilitet*, 2020:1, Sveriges riksbank.

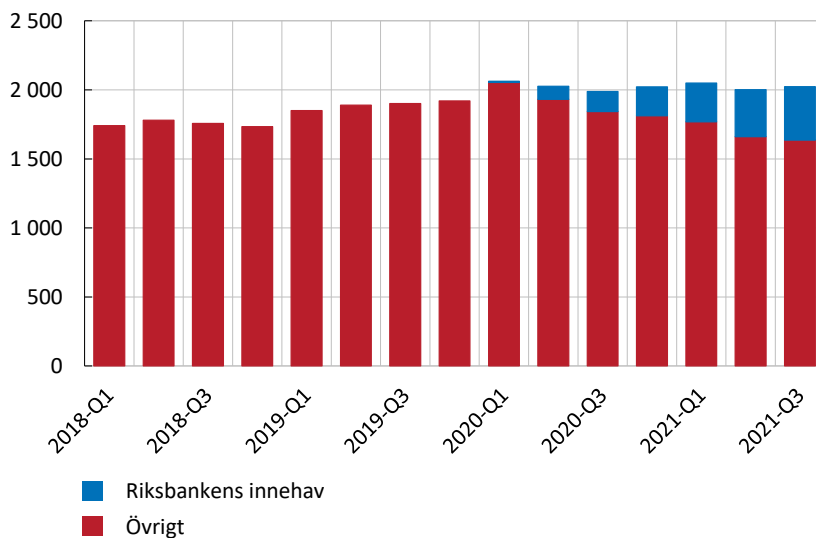
Riksbankens köp av säkerställda obligationer

För att dämpa effekterna av krisen har Riksbanken satt in olika åtgärder. En av dem har varit att utöka köpen av svenska värdepapper till att omfatta fler tillgångsslag än statsobligationer, däribland säkerställda obligationer.¹³⁷ Syftet med köpen var att hålla det allmänna ränteläget nere och bidra till en fungerande kreditförsörjning. Att Riksbanken började köpa även säkerställda obligationer var viktigt för att upprätthålla penningpolitikens genomslag. Köpen av andra tillgångsslag har också gett Riksbanken kapacitet och operationell beredskap att agera snabbt, och gjort det möjligt att genomföra sådana köp om det skulle behövas även i framtida stressade situationer.

Fram till 29 oktober 2021 har de totala köpen av säkerställda obligationer uppgått till 410 miljarder kronor, och Riksbankens innehav uppgår i dagsläget till omkring 20 procent av den totala utestående volymen som är utgiven i svenska kronor (se Diagram 32). Sedan köpen inleddes har de motsvarat drygt 40 procent av de säkerställda obligationer som har emitterats på marknaden (se Diagram 33). Den 31 december 2021 ska Riksbanken ha köpt säkerställda obligationer för 435 miljarder kronor. Riksbanken har prognostiserat att dess samlade värdepappersinnehav kommer att vara ungefär oförändrat under 2022.¹³⁸

Diagram 32. Utestående volym svenska säkerställda obligationer och Riksbankens innehav

Miljarder kronor



Anm: Avser svenska säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor.

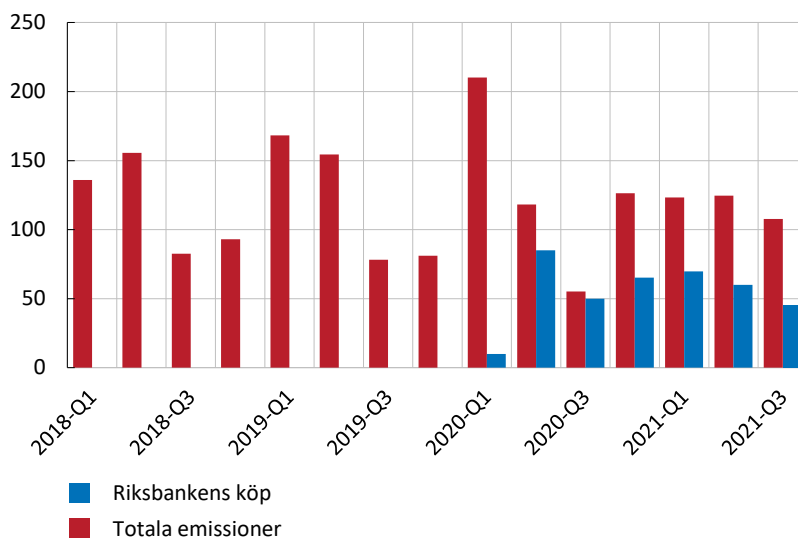
Källor: SCB och Riksbanken.

¹³⁷ Även andra centralbanker, så som europeiska centralbanken och Federal Reserve, utökade sina värdepappersköp. Se J. Birging och D. Hansson (2021), "Riksbankens värdepappersköp under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer* nr 12, Sveriges riksbank för mer information.

¹³⁸ Se *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 33. Totala emissioner svenska säkerställda obligationer och Riksbankens köp

Miljarder kronor



Anm: Avser svenska säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor.

Källor: SCB och Riksbanken.

Riksbanken lättade tillfälligt på säkerhetskraven i sina lånevillkor

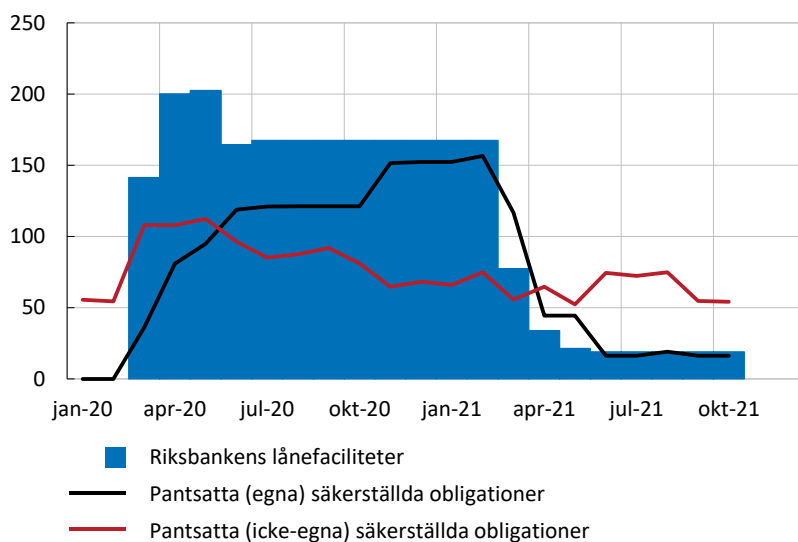
När Riksbanken ger krediter till sina motparter krävs det att dessa i utbyte lämnar betryggande säkerheter. Riksbanken lättade på säkerhetskraven under pandemin för att stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor samt för att främja genomslaget av utlåningsprogrammet till bankerna som syftade till att stödja företagsutlåningen. Lättnaderna innebar att de särskilda begränsningsregler som gällt för säkerställda obligationer slopades, och att även egna säkerställda obligationer, det vill säga säkerställda obligationer som givits ut av motparten själv, kunde börja användas som säkerhet.¹³⁹ På så sätt kunde bankerna använda betydligt fler säkerställda obligationer för kredit hos Riksbanken. I takt med att bankerna lånade i de lånefaciliteter som Riksbanken lanserade under pandemin ökade mängden säkerställda obligationer som ställdes som säkerhet i Riksbanken, och ökningen bestod nästan uteslutande av bankernas egna obligationer (se Diagram 34). När den av bankerna lånade volymen minskade under våren 2021, minskade också mängden egna säkerställda obligationer pantsatta hos Riksbanken. Den 21 september 2021 avslutade Riksbanken de lånefaciliteter som lanserats under pandemin. Vid årsskiftet återgår dessutom säkerhetskraven till de som rådde före pandemin.¹⁴⁰

¹³⁹ Lättnaderna innebar att den tillåtna andelen säkerställda obligationer av en motparts totala säkerhetsmassa vid krediter hos Riksbanken höjdes från 60 procent till 100 procent, och att det tillåtna säkerhetsvärdet för säkerställda obligationer utgivna av en enskild emittent, eller grupp av enskilda emittenter, höjdes från 50 procent till 100 procent.

¹⁴⁰ De skärpta säkerhetskraven och begränsningskraven kommer att återinföras 3 januari 2022. För utestående lån inom programmet för företagsutlåning via bankerna gäller befintligt krav på säkerheter tills lånet reglerats. Se *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 34. Volym lånad i Riksbankens lånefaciliteter samt pantsatta säkerställda obligationer

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Åtgärderna bidrog till att stabilisera marknaden och till att hålla ränteläget lågt

Riksbankens köp förbättrade funktionssättet på marknaden för säkerställda obligationer i inledningen av pandemin, delvis genom att minska marknadsaktörernas oro över att inte kunna hitta köpare till sina innehav om de skulle vilja sälja. Riskpremierna på säkerställda obligationer steg kraftigt i inledningen av pandemin men föll sedan fram till hösten 2020 (se Diagram 22 i kapitel 2), vilket köpen sannolikt bidrog till. Det är dock svårt att avgöra i vilken grad Riksbankens köp påverkade räntorna givet den turbulens som rådde och givet att många åtgärder sattes in samtidigt, i både Sverige och omvärlden.

I dagsläget ligger både räntorna och riskpremierna på en historisk låg nivå. Räntorna har sjunkit även för obligationer utgivna av institut Riksbanken inte köpt av och för den typ av obligationer som Riksbanken inte köpt, vilket kan tyda på att köpen har fått ett brett genomslag på marknaden.¹⁴¹ Det låga ränteläget har medfört att bankernas utlåningsräntor till hushåll och företag inte har stigit samt att kreditgivningen har kunnat upprätthållas.

¹⁴¹ Riksbanken köper s.k. benchmarkobligationer utgivna i svenska kronor av svenska institut med återförsäljaravtal. Se J. Alsterlind (2021), "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer* nr 13, Sveriges riksbank för en mer ingående genomgång.

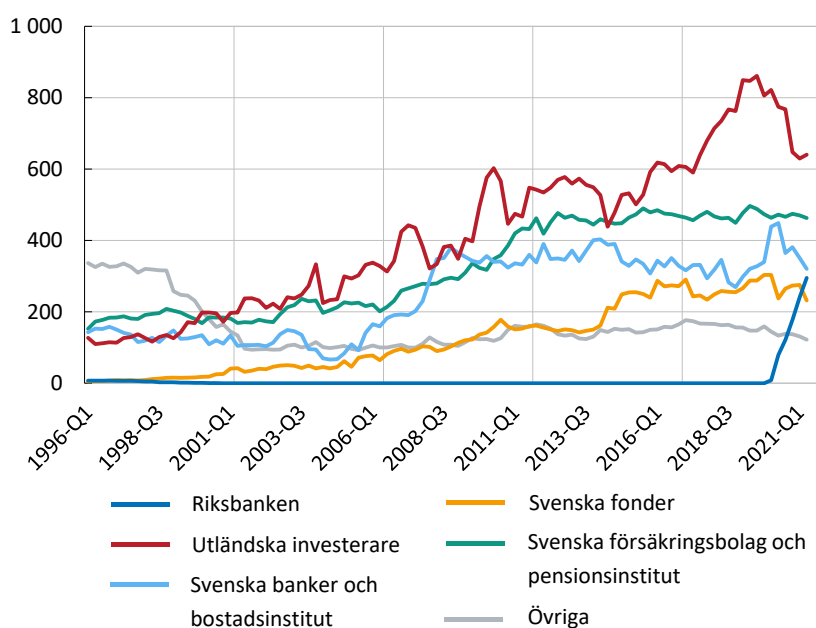
Investerarstrukturen har förändrats och aktiviteten minskat

Investerarstrukturen på marknaden har kommit att förändras under pandemin. Det är framför allt utländska investerare som successivt har sålt av sina innehav av säkerställda obligationer (se Diagram 35). Det har skett allt eftersom Riksbanken köpt och i takt med att riskpremierna har fallit. För övriga investerarkategorier har förändringarna överlag varit små. Det kan bero på att andra aktörer, som försäkringsföretag och pensionsinstitut, har en mer långsiktig placeringshorisont. Fonderna sålde dock av en del av sina innehav i början av pandemin när uttagen från andelsägarna ökade som en följd av oron. Bankernas innehav ökade något i pandemins inledande skede men är i dagsläget tillbaka på ungefär samma nivå som före pandemin.

Vissa investerare på marknaden är generellt mer flyktiga och mer känsliga för förändrade marknadsvillkor, däribland delar av de utländska investerarna. Utländska investerare har inte heller så ofta ett behov av tillgångar i en specifik valuta, som svenska kronor, utan de kan byta valuta utifrån vad som passar deras riskprofil i olika situationer. De kan därför vara mer benägna att sälja av sina innehav av säkerställda obligationer i en stressad situation, vilket inträffade under den globala finanskrisen 2008-2009. När en stor andel investerare samtidigt vill sälja sina innehav kan det få flera negativa effekter, inte minst givet den svenska säkerställda obligationsmarknadens storlek och betydelse. Om det inte finns tillräckligt med köpare kan det förvärra en redan stressad situation. I förlängningen kan det försvåra för bankerna att finansiera sig genom säkerställda obligationer.

Diagram 35. Ägare av svenska bostadsinstituts obligationer

Miljarder kronor



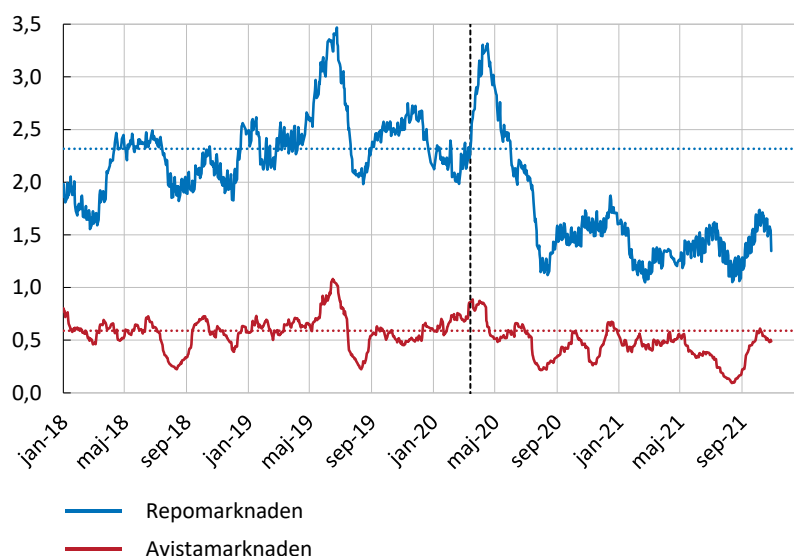
Anm: Avser svenska bostadsobligationer utgivna i samtliga valutor.

Källa: SCB.

Även aktiviteten på andrahandsmarknaden, alltså handeln mellan olika investerare, har minskat något under pandemin (se Diagram 36). Det gäller både handeln på avistamarknaden och på repomarknaden, där en repa innebär att en obligation lånas eller lånas ut under en viss tid. Nedgången är dock mest påtaglig på repomarknaden. Riksbankens köp kan ha bidragit till att minska omsättningen eftersom de minskat utbudet av obligationer som finns fritt tillgängligt för handel. Att de utländska aktörerna minskat sin närvaro har också bidragit till minskningen, framför allt på repomarknaden där bland annat utländska hedgefonder vanligtvis är aktiva.

Diagram 36. Daglig omsättning på sekundärmarknaden

Procent av total utestående volym



Anm: Rullande medelvärde 30 dagar. Horisontella streckade linjer avser genomsnitt före coronapandemin. Avser säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor.

Källor: SCB och SELMA.

Riksbankens pandemiåtgärder är motiverade men aktörer kan inte alltid räkna med stöd

Trots den förändring som skett på marknaden för säkerställda obligationer under pandemin är bankernas finansieringsmöjligheter via säkerställda obligationer fortsatt goda. Bankerna har emitterat säkerställda obligationer under hela pandemin för att upprätthålla marknaden och vårda sina relationer med investerarna. Om en del av den inlåning som ökat under pandemin minskar framöver kan bankerna behöva emittera fler obligationer, vilket de bedöms kunna göra.

Det är viktigt att bankerna reflekterar kring sammansättningen av sin investerarstruktur och är medvetna om att vissa, ofta utländska, investerare historiskt har visat sig vara mer flyktiga i oroliga situationer, vilket skapar en stress om det inte finns andra aktörer som vill köpa. Ju större andel av de säkerställda obligationerna som ägs av sådana flyktiga investerare desto större kan stressen komma att bli i sådana situationer. För att upprätthålla stabiliteten på marknaden är det därför viktigt att bankerna har

en investerarstruktur med en långfristig investeringshorisont så att enskilda grupper av investerare inte riskerar att förstärka en redan stressad utveckling. För att främja detta är det viktigt att det finns tillfredsställande data över ägandet i obligationerna, och att bankerna arbetar för att bli mer transparenta om strukturen.

Under pandemin har bankerna använt sig av Riksbankens lånefaciliteter och har i hög grad ställt sina egna säkerställda obligationer som säkerheter. Idag har nästintill allt som lånades av Riksbanken betalats tillbaka, samtidigt som Riksbanken kommunicerat att säkerhetskraven kommer att återställas. Riksbanken har även börjat trappa ner köpen av säkerställda obligationer under 2021.

De stödåtgärder som har satts in har bidragit till att det finansiella systemet har fungerat tillfredsställande genom pandemin. Åtgärderna är motiverade men de kan samtidigt bidra till att öka sårbarheterna i det finansiella systemet på längre sikt.

En annan farhåga är att den finansiella sektorn räknar med att statliga åtgärder alltid kommer att skydda banker och andra finansiella aktörer från förluster i en kris. På sikt kan detta leda till överdrivet risktagande, så kallad "moral hazard", och till att sårbarheter byggs upp i det finansiella systemet. Det är viktigt att de finansiella aktörerna inser att de inte alltid kan räkna med stödåtgärder. De åtgärder som sattes in under pandemin syftade till att förbättra situationen för marknaden som helhet och hela ekonomin, och inte till att stötta enskilda institut. Både företag och hushåll bör dessutom ta höjd för att deras räntekostnader kan komma att stiga på sikt, inte minst eftersom dagens räntenivåer är låga historiskt sett.

Ordlista

Aktieåterköp: När ett företag köper tillbaka sina egna aktier från investerare, vilket kan ses som ett alternativt sätt att ge aktieägare utdelning.

Avgifter för utspädningskydd: Avgifter som tas ut från investerare vid försäljning respektive inlösen av fondandelar. Detta för att kompensera för de transaktionskostnader som fonden drabbas av vid köp och försäljning av underliggande tillgångar som följer av teckning eller inlösen av fondandelar. I likhet med swing pricing (se längre ner i ordlistan) är syftet att förhindra att transaktionskostnaderna inte drabbar befintliga eller kvarvarande andelsägare i fonden, det vill säga att förhindra utspädning av fondförmögenheten.

Bruttosoliditet: Ett mått som anger hur stort bankens primärkapital är i förhållande till dess totala exponeringsbelopp (beräknat utifrån dess totala tillgångar och åtaganden utanför balansräkningen).

CCP, central motpart: Mellanhand i finansiella transaktioner och som går in som köpare till alla säljare respektive säljare till alla köpare. De ursprungliga parterna i en transaktion har en fordran på, eller skuld till, CCP:n 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.

Cyberrisk: Kombinationen av sannolikhet för och konsekvenserna av cyberincidenter, där en cyberincident är en händelse i ett informationssystem som äventyrar säkerheten i informationssystemet eller bryter mot säkerhetspolicyer.

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 vanligtvis kortare än ett år.

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

IFRS, International Financial Reporting Standards: Global redovisningsstandard som har utvecklats av International Accounting Standards Board (IASB), och som alla börsnoterade bolag inom EU är skyldiga att tillämpa.

IFRS Foundation, International Financial Reporting Standards Foundation: En ideell redovisningsorganisation vars främsta mål är att utveckla och främja IFRS genom International Accounting Standards Board (IASB), som den övervakar.

Inlösen spärrar: Inlösen spärrar är en form av senareläggning av inlösen, det vill säga en temporär stängning av handel i fondandelar. Inlösen spärrar kan även göras med brytgränser vilket innebär att om den totala inlösen begäran i en fond överstiger en viss brytgräns kan fondförvaltaren senarelägga inlösen av den överskjutande delen.

Interbankränta: Räntan på lån utan säkerhet mellan större banker. Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) ska avspegla räntan på sådana lån och är idag den dominerande referensräntan i svenska kronor. Stibor används bland annat som referens för lån, räntebärande värdepapper och derivatkontrakt.

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

Kapitalmarknad: Omfattar marknaden för företagscertifikat och företagsobligationer.

Klimatrelaterade risker: Risker som är kopplade till effekterna av den globala uppvärmningen men också omställningen i sig.

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

Konkurs: Ett företag eller dess borgenärer kan ansöka om att företaget ska försättas i konkurs. En tingsrätt fattar i så fall beslutet. En konkurs sker då företaget inte kan betala sina skulder vare sig nu eller framöver, och innebär att företaget avvecklas.

Kontracyklisk kapitalbuffert: Ett tidsvarierande kapitalkrav med det primära syftet att öka motståndskraften i goda tider så att bankerna bättre kan bära förluster i dåliga tider.

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 som mäter en banks förmåga att hantera ett stressat nettokassautflöde under 30 dagar.

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.

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

Moratorium: Ett myndighetsbeslut att låntagare inte längre behöver betala räntor eller amorteringar under en begränsad tid. Betalningarna skjuts fram och måste betalas längre fram i tiden.

MREL, Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities: ett krav som syftar till att säkerställa att banker och institut ska ha en tillräckligt stor andel kapital och

skulder som går att skriva ner och omvandla till kapital om de fallerar och behöver hanteras genom resolution. Kravet beslutas av Riksgälden.

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.

Rekonstruktion: Ett företag eller dess borgenärer kan ansöka om att företaget ska försättas i rekonstruktion. En tingsrätt beslutar i så fall om detta. En rekonstruktion sker då företaget har ekonomiska problem men på sikt har möjlighet att överleva. Syftet är att företaget ska kunna fortsätta sin verksamhet.

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

Riskvikt: Bestäms utifrån hur troligt det är att låntagaren inte kan fullgöra sina låneåtaganden och varierar mellan låntagare – en hög riskvikt innebär större risk än en låg. Används för att räkna fram bankens riskvägda tillgångar då man förenklat multiplicerar utlånat belopp med en riskvikt.

Riskvägt exponeringsbelopp eller **riskvägda tillgångar**: Tillgångar på balansräkningen och åtaganden utanför balansräkningen värderade efter kredit-, marknads- och operativ risk enligt kapitaltäckningsreglerna.

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.

Stablecoin: En kryptotillgång som har ett värde som är knutet till värdet på andra tillgångar, såsom en eller flera nationella valutor eller andra finansiella tillgångar. Tanken med stablecoins är att värdet ska vara stabilt över tid, och att utgivna stablecoins ska vara backade mot de bakomliggande tillgångarna.

Systemrisk: Risken att en störning inträffar i det finansiella systemet som kan leda till stora samhällsekonomiska kostnader.

Swing pricing: Innebär antingen att fondandelsvärdet justeras eller att försäljnings- och inlösenpriset för fondandelar justeras. Fondandelsvärdet eller priset på fondandelarna justeras upp eller ner beroende på nettoflöden i fonden. Syftet är att omfördela kostnaderna för köp och försäljning av de underliggande tillgångarna till de andelsägare som orsakar nettoflödena och därmed kostnaderna så att inte kvarvarande andelsägare behöver täcka dessa transaktionskostnader.

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.

TCFD, Task Force on Climate-related Financial Disclosures: Skapades 2015 av Financial Stability Board i syfte att utveckla rekommendationer för frivillig och konsekvent rapportering av klimatrelaterade finansiella risker och möjligheter.

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.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK