

Ekonomiska kommentarer

Storbankernas finansiering och dess påverkan på hushållens bolåneräntor

Richard Eidestedt, David Forsman och Emre Ünlü

Författarna är verksamma vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.¹

Av flera skäl behöver Riksbanken ha en god förståelse för hur de svenska storbankernas finansiering fungerar.

Bankernas finansiering har bland annat stor betydelse för räntenivån på hushållens och företagens banklån. Därmed påverkar bankernas finansiering transmissionsmekanismen, analysen av finansiell stabilitet och Riksbankens penningpolitiska överväganden.

Även för hushållen är det viktigt att förstå vad som kan påverka bolåneräntorna när de belånar sig och väljer räntebindning.

I denna ekonomiska kommentar ger vi en övergripande beskrivning av hur svenska storbanker är finansierade och hur förändringar i marknadsförhållandena påverkar bankernas finansieringskostnader och i slutändan hushållens bolåneräntor.

Bolåneräntorna är av intresse för många svenska hushåll, inte minst för att bolånekostnaderna är en stor och återkommande utgift. Bolånen utgör också en stor andel av bankernas tillgångar. Hur bolåneräntorna utvecklas är därmed av vikt för Riksbanken vid penningpolitiska avvägningar och i analysen av finansiell stabilitet.

Förändringar i Riksbankens styrränta, reporäntan, sprider sig till bolåneräntor och andra marknadsräntor. Under de senaste åren har Riksbanken fört en expansiv penningpolitik och hushållen har således haft låga bolåneräntor. Men utvecklingen av svenska hushålls bolåneräntor beror inte bara på hur Riksbankens styrränta utvecklas och skillnaden mellan den genomsnittliga bolåneräntan och Riksbankens reporänta har varierat över tid. En viktig anledning är att hushållens bolåneräntor också påverkas av hur bankerna finansierar sig och hur deras finansieringskostnader utvecklas. Utöver det kan även andra faktorer, som förändrade regler och konkurrensen på bolånemarknaden påverka vilka räntor bankerna erbjuder sina kunder.

I denna ekonomiska kommentar delar vi upp skillnaden mellan reporäntan och bolåneräntan i olika delkomponenter, främst för att visa hur finansieringskomponenterna har påverkat hushållens bolåneränta över tid. Det som i kommentaren definieras som bankens marginal är den delkomponent som bidragit mest till den rörliga bolåneräntan under de senaste tio åren men vi fokuserar dock inte djupare på denna utveckling. Av de finansieringskomponenter som vi går igenom så bidrar främst riskpremien förknippad med säkerställda obligationer och skillnaden mellan 3 månaders Stibor och reporäntan till bankens finansieringskostnad. De svenska storbankerna använder marknadsfinansiering i hög utsträckning för att finansiera bolånen. Det ger att bankernas finansieringskostnad varierar över tid och särskilt vid finansiell stress kan finansieringskostnaden öka kraftigt. Dessa ökade kostnader mildras dock av centralbankens åtgärder.

¹ Emre Ünlü deltog i arbetet när han var verksam vid avdelningen för finansiell stabilitet men har nu slutat på Riksbanken. Författarna vill tacka Jesper Hansson, Mattias Hector, Jens Iversen, Reimo Juks och Olof Sandstedt för värdefulla kommentarer. De åsikter som framförs i denna kommentar är författarnas egna och ska inte uppfattas som uttryck för Riksbankens syn i dessa frågor.

Kopplingen mellan de svenska storbankernas finansiering och bolånemarknaden

Sverige har en stor bolånemarknad som är koncentrerad till ett fåtal aktörer

De svenska hushållens skulder har ökat under en längre tid. Vid utgången av 2019 uppgick de till över 4 200 miljarder kronor vilket motsvarade 85 procent av Sveriges bruttonationalprodukt (BNP). Av detta utgjordes merparten, drygt 3 400 miljarder kronor, av bolån.

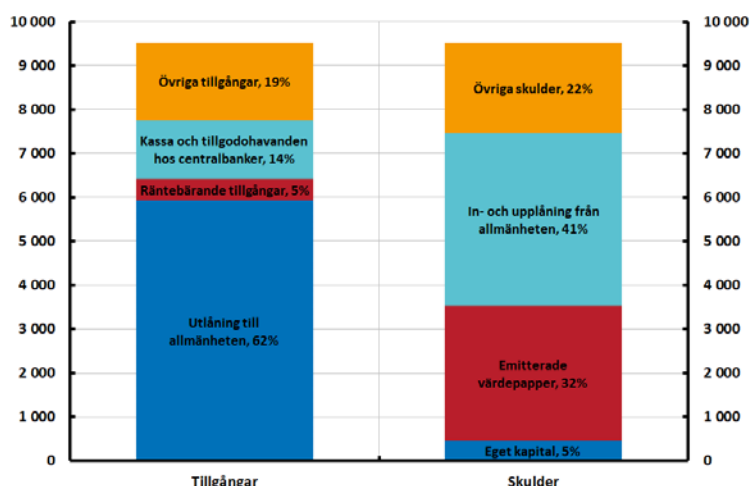
Bolånen i Sverige är även koncentrerade till ett fåtal aktörer. De fyra största bankkoncernerna i Sverige har idag ungefär 75 procent av bolånemarknaden.² Detta innebär att ett fåtal bankers utlåningsräntor styr majoriteten av hushållens bolåneräntor.

Bolån utgör en stor del av de största svenska bankernas totala tillgångar och de finansierar dessa bolån på liknande sätt

De svenska storbankernas utlåning till allmänheten, det vill säga främst hushåll och icke-finansiella företag, står för drygt 60 procent av deras totala tillgångar (se Diagram 1) och exponeringar mot fastigheter, antingen i form av bolån, kommersiella fastighetsbolag eller lån med fastighet som säkerhet utgör i sin tur cirka tre fjärdedelar av denna utlåning.

Diagram 1. Svenska storbankernas aggregerade balansräkning

Juni 2020, miljarder kronor



Anm. I övriga tillgångar samt övriga skulder ingår derivatkontrakt och interbanklån. Med de svenska storbankerna avses Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Källor: Bankernas kvartalsrapporter och Riksbanken

Storbankerna finansierar sig dessutom relativt likartat. Traditionellt sett finansierar banker sin utlåning främst med inlåning från allmänheten.³ Banksystemet i Sverige har emellertid ett inlåningsunderskott på drygt 3 000 miljarder kronor. Detta innebär att bankernas inlåning i Sverige inte är tillräcklig för att finansiera deras utlåning och bankerna täcker detta underskott med marknadsfinansiering, främst genom emissioner av värdepapper. Inlåningsunderskottet hänger samman med hur svenska allmänheten sparar och på hur bankerna föredrar att finansiera sig.⁴

² Dessa bankkoncerner är Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank.

³ Se exempelvis Beau m.fl., (2014) eller McLeay m.fl. (2014).

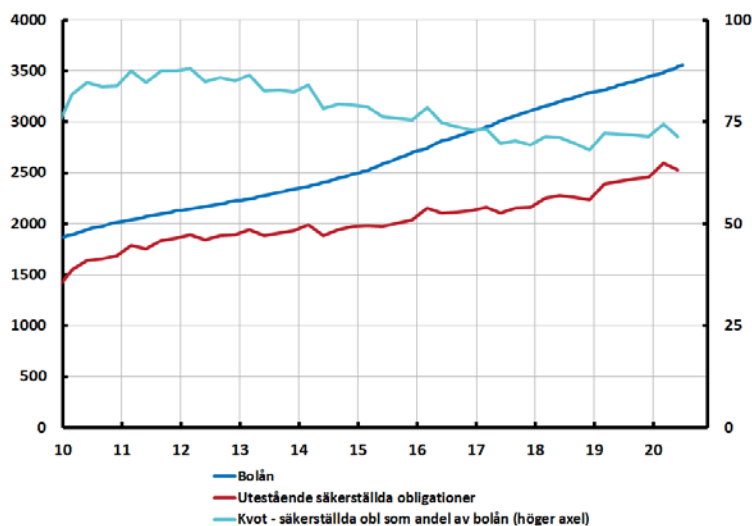
⁴ Se exempelvis Nilsson m.fl. (2014) eller Sveriges riksbank (2014a).

Bankerna emitterar flera olika typer av värdepapper och Diagram 1 ger endast en övergripande bild av bankernas finansiering. Marknadsfinansieringen sker i både svenska kronor och utländsk valuta och på olika löptider (se Diagram 8 i appendix).⁵ Hur bankerna väljer att finansiera sig beror av en rad faktorer, bl.a. regler om likviditetskrav och kapitalkrav.⁶

Säkerställda obligationer utgör den största finansieringskällan för ett svenskt bolån

Alla finansieringskällor har dock inte lika stor betydelse för prissättningen av bolån och därför kommer denna ekonomiska kommentar att fokusera lite närmare på vissa delar av finansieringen. Den enskilt största finansieringskällan för ett bolån är säkerställda obligationer.⁷ För banksystemet som helhet utgör de säkerställda obligationerna ungefär 70 procent av den totala finansieringen för svenska bolån (se Diagram 2). Återstående 30 procent finansieras genom en blandning av andra skulder och eget kapital.

Diagram 2. Utestående säkerställda obligationer och utlåning till hushåll för bostadsändamål
Miljarder kronor (vänster axel) och procent (höger axel)



Källor: Riksbanken, SCB och Bankföreningen (www.ascb.se)

En bolåneränta kan dekomponeras så att de olika delarna av finansieringskostnaden syns tydligare

Bankerna finansierar normalt ett bolån på samma löptid oavsett vilken räntebindning hushållet väljer...

Ett bolån har en avbetalningstid som vanligtvis sträcker sig över flera decennier och i regel stannar en kund åtskilliga år med samma bank. För att inte utsätta sig för alltför stor refinansieringsrisk behöver banken därför finansiera sig långfristigt.⁸ Banken finansierar sig på

⁵ Den höga graden av utländsk finansiering speglar dels att bankernas verksamhet i stor utsträckning bedrivs i utlandet, dels att storbankerna där får tillgång till mer likvida marknader och en större investerarbass, och därmed en billigare och mer diversifierad finansiering.

⁶ För mer information om likviditetskrav och kapitalkrav, se www.finansinspektionen.se. För mer information om minimikrav för nedskrivningsbara skulder (MREL), se www.riksdagen.se.

⁷ Detta är en form av finansiering där bolånen örönmärks och placeras i en säkerhetsmassa (en så kallad cover pool). De som investerat i de säkerställda obligationerna har rätt att få kassaflöden och bakomliggande säkerheter i denna säkerhetsmassa om banken inte kan återbetala sin skuld. För en mer utförlig genomgång av säkerställda obligationer och deras koppling till finansiell stabilitet, se Fager Wettergren m.fl. (2013).

⁸ Se Sveriges riksbank (2016) för en diskussion om bankverksamhetens löptidsomvandling och en diskussion kring hur detta genererar strukturella likviditetsrisker i banksystemet.

ungefär samma löptid oavsett om bolånetagaren har valt fast eller rörlig ränta. Denna finansiering sker främst genom att banken emitterar säkerställda obligationer med en löptid på flera år med fast ränta.⁹

... men sättet banken finansierar sig på skiljer sig åt beroende på om kunden väljer bunden eller rörlig ränta

Figur 1 visar något förenklat en dekomponering av en fast bolåneränta, det vill säga de olika delarna av bankens finansieringskostnad samt bolånets marginal. Låt oss anta att räntebindningen på bolånet är fem år. Låt oss även anta att banken matchar löptiden på finansieringen med räntebindningen på bolånet, det vill säga de emitterar en obligation på fem års löptid. Eftersom både räntan på den säkerställda obligationen och bolåneräntan är fast, så vet både banken och kunden sina räntebetalningar på förhand under hela räntebindningsperioden. Räntan på den säkerställda obligationen kan delas upp i en riskfri ränta och en riskpremie. I basen av denna dekomponering finns Riksbankens styrränta, reporäntan, vilken styr de kortaste marknadsräntorna. Reporäntan utgör den riskfria delen av räntan på obligationen. Den slutliga obligationsräntan måste emellertid också täcka olika typer av risker som är kopplade till obligationen. För det första måste banken betala en viss riskpremie, eftersom det inte är riskfritt att låna ut till en bank. Eftersom finansieringen oftast är på längre löptid än en dag får banken också betala en viss löptidspremie¹⁰ Den röda delen i Figur 1 symboliserar båda dessa risker.

Utöver finansieringen via säkerställda obligationer använder även banken annan finansiering, denna övriga finansiering har vi valt att kalla "finansieringsmix" (den turkosa delen i Figur 1 nedan) och vi återkommer till denna senare i den ekonomiska kommentaren. Bankens finansieringskostnad för bolånet kommer, något förenklat, att vara summan av den ränta som investerare kräver för att köpa den säkerställda obligationen och kostnaden för finansieringsmixen.

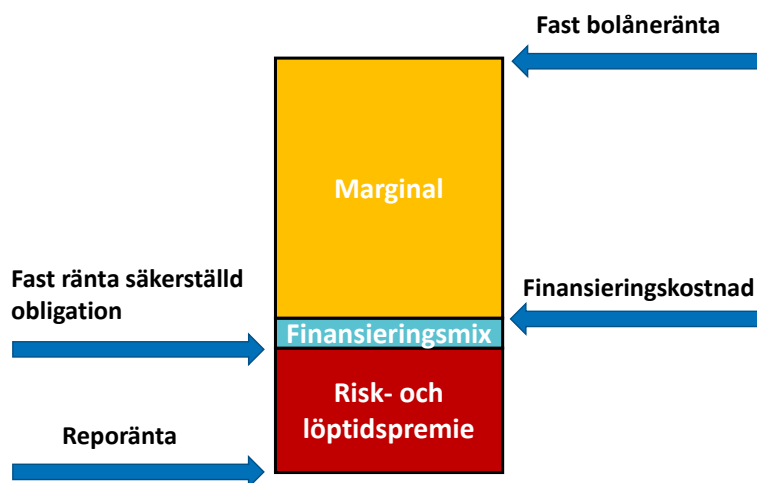
Den gula delen i Figur 1, marginalen, är inte bara bankens vinstmarginal utan består av flera delar.¹¹ Bland annat ska marginalen täcka olika kostnader för att hantera bolånet som kostnader för personal, kontor och IT-system. Marginalen ska även täcka förväntade förluster och kostnaden för det kapital eller den likviditet som banken behöver hålla. Om en bank väljer att behålla sin marginal oförändrad så påverkas bolåneräntan när bankens finansieringskostnad ändras. Möjligheten att kompensera sig på detta vis beror dock på konkurrenssituationen på marknaden. Den här ekonomiska kommentaren kommer dock inte fokusera närmare på utvecklingen av marginalen, trots att även denna har betydelse för nivån på bolåneräntorna.

⁹ Den genomsnittliga löptiden för alla utestående säkerställda obligationer är ungefär 3 år och för nyemitterade säkerställda obligationer är den genomsnittliga löptiden cirka 5 år. Se www.ascb.se för mer information.

¹⁰ Löptidspremie är en typ av kompensation som investerare kräver för att investera i tillgångar, exempelvis obligationer med längre löptid. Även förväntningar om reporäntans framtida nivå kan spela roll för skillnaden mellan dagens reporänta och en marknadsränta med längre löptid.

¹¹ Vi beräknar marginalen på ett sätt likt Finansinspektionens (se <https://www.fi.se/sv/publicerat/statistik/bankernas-marginal-pa-bolan2/>). Till skillnad från Finansinspektionen tar vi hänsyn till den genomsnittliga löptiden på samtliga utestående obligationer. Se även anmärkningen till Tabell 2 i appendix för mer detaljer.

Figur 1. En förenklad dekomponering av en fast bolåneränta



Anm. Kostnaden för kapital antas i figuren ovan ingå i marginalen. Detsamma gäller för personalkostnader, kontor, IT-system etc.
Källa: Riksbanken

För att få nivån på den fasta bolåneräntan summerar man delkomponenterna.

Fast bolåneränta = räntan på den säkerställda obligationen + räntebidraget från finansieringsmixen + lånets marginal

Den största delen av bolånetagarna i Sverige har valt rörlig, inte fast, räntebindning

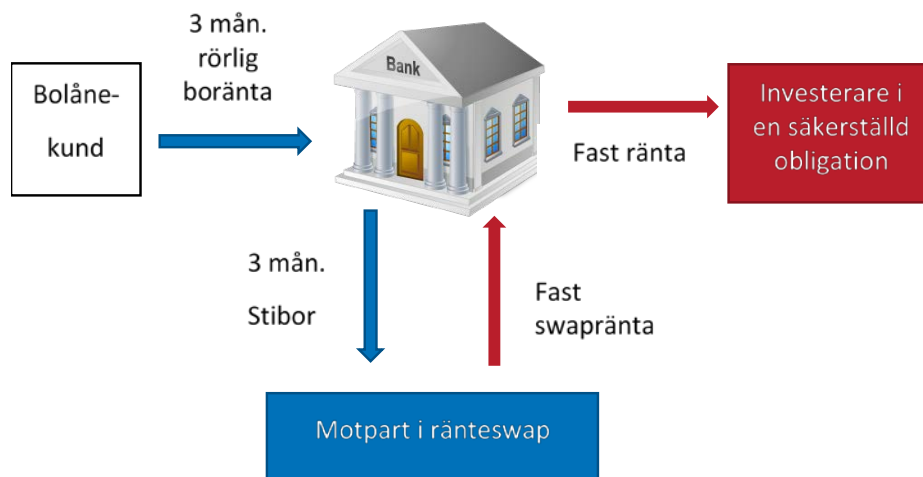
Eftersom rörliga räntor är vanligast för hushåll, de utgör ungefär 60 procent av utestående bolån, koncentrerar vi oss i fortsättningen främst på finansieringskostnaden för ett bolån med rörlig ränta.¹² Då räntebindningen för lån med rörlig ränta ofta förändras så kommer nya och gamla låntagare i princip att ha samma ränta. Vi klumpar därför ihop nya och gamla lån som *bolån med rörlig ränta* utan inbördes skillnader. Vidare antar vi i denna ekonomiska kommentar att bankerna inte använder sig av den dagsaktuella finansieringskostnaden för sina emitterade obligationer, den så kallade marginalkostnaden, när de prissätter ett bolån med rörlig ränta. Eftersom banken löpande emitterar obligationer använder den istället en flerårig genomsnittlig obligationskostnad i sin prissättning av rörliga bolån.

Banken omvandlar den fasta finansieringskostnaden till en rörlig för att kunna matcha bolånets rörliga ränta

För att minska ränterisken som uppstår på grund av att obligationsräntan är fast och bolåneräntan är rörlig omvandlar banker den fasta räntan på de säkerställda obligationerna till en tre månaders Stiborränta genom räntederivat (se Figur 2). Skillnaden mellan den fasta räntan som banken betalar för den säkerställda obligationen och den fasta delen i swapkontraktet, som banken får från swapmotparten, är obligationens riskpremie. Bankens finansieringskostnad kan därför uttryckas som Stibor 3 månader plus en riskpremie.

¹² Med rörlig ränta avses här en ränta med tre månaders bindningstid. Se även Sveriges riksbank Finansiella Stabilitetsrapport 2020:1, diagram 20 sid 20.

Figur 2. Förenklad bild över vissa ränteflöden som uppstår vid finansieringen av ett rörligt bolån via säkerställda obligationer



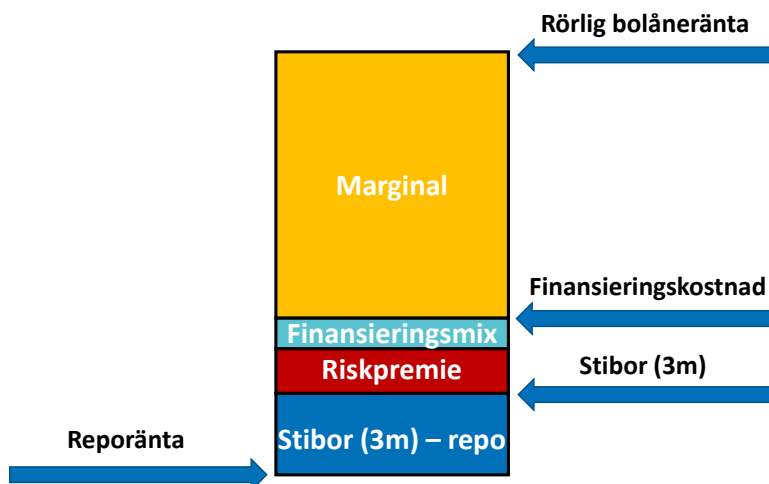
Anm. Skillnaden mellan den fasta räntan banken betalar till investeraren och swapräntan som banken får från swapmotparten utgör riskpremiem för finansiering via säkerställda obligationer.

Källa: Riksbanken

I likhet med Figur 1, illustreras finansieringskostnaden för ett bolån med rörlig ränta i Figur 3 nedan. Som vi tidigare har noterat har bankens finansiering vanligtvis en och samma löptid, oavsett räntebindningstid på kundens bolån. Precis som i exemplet med en fast bolåneränta tidigare antar vi därför att majoriteten av finansieringen utgörs av en säkerställd obligation med fem års löptid och fast ränta. Bankens finansieringskostnad är i fallet med fast bolåneränta känd under hela obligationens löptid. När man ska dekomponera en rörlig bolåneränta blir det lite mer komplext än i fallet med en fast bolåneränta. Eftersom bolånetagaren kommer att betala en rörlig ränta i det här fallet vill banken omvandla den fasta obligationsräntan till en rörlig, för att på så sätt få matchning mellan sina inflöden från lånet och sina utflöden för finansieringen. I Figur 3 förändras därför delkomponenterna något jämfört med Figur 1. De nya delkomponenterna är Stibor 3 månader minus reporäntan (den blå delen av Figur 3) och en riskpremie kopplad till den säkerställda obligationen (den röda delen av Figur 3). Riskpremiem avser alltså i detta fall skillnaden mellan obligationens fasta ränta och swapräntan. Eftersom bankerna löpande emitterar nya obligationer sker detta med olika riskpremier beroende på de villkor som gäller när obligationerna emitteras. Den riskpremie som banken använder i sin prissättning och som beskrivs i figuren nedan är därför det vägda genomsnittet av riskpremierna på bankens utestående säkerställda obligationer. Stibor (Stockholm interbank offered rate) är den svenska referensräntan och sätts dagligen av de största bankerna på den svenska marknaden. Stibor reflekterar i sin tur dessa bankers finansieringskostnader på olika löptider, däribland tre månader.¹³

¹³ Sedan april 2020 har Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF) övertagit beräkningen och administrationen för Stibor. Stibor ska fram till utgången av 2021 ha anpassats till den nya lagstiftningen om referensräntor (Benchmarkförordningen, BMR). Sedan 21 april 2020 har beräkningen bakom Stibor förändrats något, bland annat vikterna i den valutakorg som Stibor baseras på. Trots detta kan man fortsatt få en god förståelse för hur Stibor fungerar i exempelvis Sveriges riksbank (2012) och Sveriges riksbank (2014b).

Figur 3. En förenklad dekomponering av en rörlig bolåneränta



Anm. Kostnaden för kapital antas i figuren ovan ingå i *marginalen*. Detsamma gäller för personalkostnader, kontor och IT-system. Riskpremien utgör skillnaden mellan den fasta räntan som banken betalar för den säkerställda obligationen och den fasta delen i swapkontraktet, som banken får från swapmotparten.

Källa: Riksbanken

För att få nivån på den rörliga bolåneräntan summerar man de olika delkomponenterna.

Rörlig bolåneränta = reporänta + (Stibor 3 månader – reporänta) + riskpremie relaterat till säkerställda obligationer + räntebidraget från finansieringsmixen + lånets marginal

Referensräntan Stibor påverkar räntenivån för rörliga bolåneräntor

Figur 2 illustrerar inte bara hur obligationens riskpremie uppstår utan även att finansieringskostnaden för banken sker till rörlig ränta efter omvandlingen. Detta skiljer sig från det tidigare exemplet med finansiering av ett bolån med fast ränta, där finansieringskostnaden är fast och därmed känd under hela räntebindningen. Finansieringskostnaden för ett bolån med rörlig ränta är således kopplad till tre månaders Stibor. Eftersom Stibor i sin tur baseras på bankernas kortfristiga finansieringskällor kommer en förändring av prissättningen på dessa finansieringskällor även att påverka bolånetagare med rörlig ränta. Skillnaden mellan Stibor 3 månader och reporäntan (den blå delen av Figur 3) kommer således variera när kostanden för den kortfristiga finansieringen förändras. Den svenska penningmarknaden är i princip obefintlig (se Diagram 8 i appendix) och bankernas kortfristiga finansiering består främst av certifikat i USD och EUR. Stibor påverkas därför både av bankernas finansiering via utländska penningmarknader och av kostnaden för att sedan omvandla den utländska valutan till svenska kronor via valutaswapmarknaden.^{14,15,16}

Kostnaden för den övriga finansieringen av ett bolån (finansieringsmixen) beror bland annat på finansieringens totala sammansättning

Kostnaden för den övriga finansieringen av ett bolån, finansieringsmixen (den turkosa delen av Figur 3), beror för det första på hur stor andel den utgör av bolånets totala finansiering. Sammanlagt för det svenska banksystemet är denna andel i dagsläget ungefär 30 procent (se Diagram 2) men den kan variera för enskilda banker. För det andra beror det på hur denna

¹⁴ Se exempelvis Sveriges riksbank (2020a).

¹⁵ Se Hilander (2014) för en mer utförlig diskussion om hur bankerna använder dessa derivatkontrakt.

¹⁶ En valutaswap består av både ett köp och en försäljning av samma valutapar (exempelvis USD/SEK) men vid två olika tillfällen. Ett exempel på detta är då en bank säljer dollar i utbyte mot kronor genom en spot-transaktion och samtidigt ingår en terminstransaktion där den i framtiden ska köpa tillbaka dollar mot kronor.

finansiering är sammansatt, dvs. vilka finansieringskällor som ingår i finansieringsmixen och hur dess volym utvecklas. Vi har något förenklat antagit att denna finansiering utgörs av inlåning och icke säkerställda obligationer.¹⁷ För det tredje beror kostnaden på hur räntan för inlåning respektive icke säkerställda obligationer¹⁸ utvecklas.

Vi har nu redovisat vilka delar av en banks finansiering som är av vikt för finansieringskostnaden av ett rörligt bolån. Förutom reporäntan är riskpremien på säkerställda obligationer, Stibor 3 månader, inlåningsräntan och räntekostnaden för bankens icke säkerställda obligationer av intresse. I nästa stycke går vi igenom utvecklingen av dessa finansieringskällor.

Utvecklingen av de svenska storbankernas finansieringskostnader

Riskpremien på den säkerställda finansieringen ökar under perioder av stress

Generellt sett har kostnaden för att låna pengar på de finansiella marknaderna minskat sedan den globala finanskrisen för drygt tio år sedan på grund av bland annat den expansiva penningpolitiken och investerarnas allt ivrigare jakt på avkastning.¹⁹

Finansieringskostnaderna har varit extra låga för banker som har bedömts ha hög lönsamhet, däribland de svenska bankerna. De svenska storbankernas långfristiga finansiering i form av säkerställda obligationer har därför under denna tid varit en billig finansiering både i EUR och i SEK relativt många andra europeiska bankers (mätt som riskpremie, det vill säga skillnad mot swapräntan). Diagram 3 illustrerar utvecklingen av riskpremierna (som symboliseras av den röda delen i Figur 2) på två- och femåriga säkerställda obligationer. I diagrammet kan man se hur riskpremierna typiskt sett ökar i perioder av finansiell stress, som 2008-2009, 2011, 2015 och början av 2020. Vidare kan man se att den femåriga obligationen ligger på en högre räntenivå än den tvååriga – bland annat på grund av den extra premie som investerare kräver för att köpa en obligation med längre löptid.

¹⁷ Även vissa andra finansieringskällor kan ingå (som exempelvis certifikat och efterställda skulder) men dessa utgör inte någon större del av de totala finansieringskällorna för ett bolån. Det egna kapitalet finansierar även ett bolån men kostnaden för detta har vi här infogat i marginalen.

¹⁸ Den fasta räntan på de icke säkerställda obligationerna omvandlas också till en tremånaders ränta vid finansiering av ett bolån med rörlig ränta.

¹⁹ Även andra faktorer såsom demografiska förändringar och ökat sparande i Asien har bidragit till trenden med lägre reala räntor. Se exempelvis Lundvall (2020).

Diagram 3. Utvecklingen av riskpremier på säkerställda obligationer

Procent



Anm. Obligationerna är emitterade i svenska kronor. Avser skillnad mellan räntan på den säkerställda obligationen och swapräntan på motsvarande löptid. Obligationerna är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden.

Källa: Riksbanken

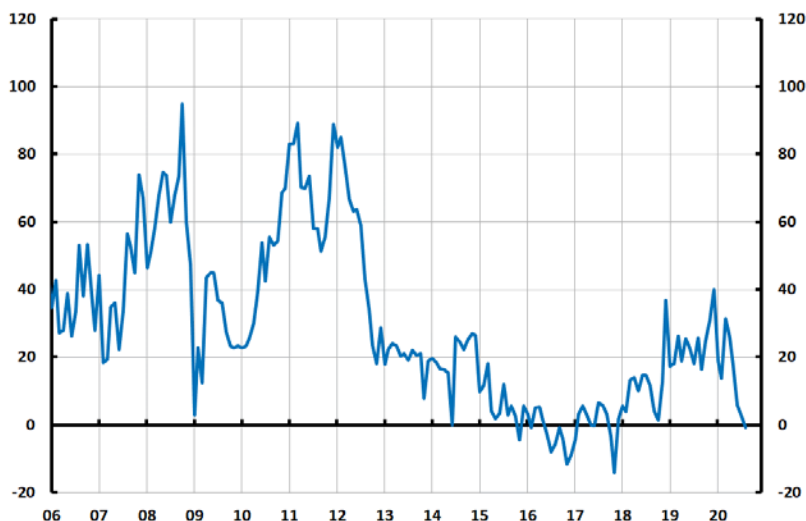
Skillnaden mellan Stibor och reporäntan tenderar att öka under stressade perioder och det har främst drivits av en ökad kostnad för bankernas kortfristiga finansiering i utländsk valuta

Den korta marknadsfinansieringen sker, som vi tidigare sagt, nästan uteslutande i utländsk valuta och särskilt förmånligt har det varit att omvandla kort dollarfinansiering till svenska kronor via valutaswappar.²⁰ Diagram 4 visar dock att differensen mellan Stibor 3 månader och reporäntan har varierat över tid. Under stressade perioder tenderar skillnaden att öka på grund av ökade kortfristiga finansieringskostnader. Skillnaderna hänger dock inte bara samman med den kortfristiga finansieringskostnaden i sig, utan också på tillgången till utländsk valuta. Priset och tillgången på utländsk valuta kan variera kraftigt i turbulenta tider. Detta blev uppenbart både under den globala finanskrisen 2008, den europeiska statsfinansiella krisen 2010-2013 och nu senast under inledningen av coronapandemin. Den senaste turbulensen innebär t.ex. att bankernas tillgång till dollar försämrades samtidigt som valutaswapmarknaderna fungerade allt sämre. Det fick till följd att även priset på kort kronfinansiering ökade, med en ökad differens mellan Stibor och reporäntan som resultat (se Diagram 9 i appendix).²¹ Efter att Federal Reserve har vidtagit åtgärder både i USA och globalt för att öka bankernas tillgång till dollar har emellertid stressen på dollarmarknaden minskat och dollarmarknaden fungerar i dagsläget väl. Storskaliga köp av tillgångar från flera centralbanker, däribland Riksbanken, har dessutom ökat likviditeten i marknaden vilket ytterligare reducerat penningmarknadsräntorna.

²⁰ Se exempelvis Sveriges riksbank (2020b).

²¹ Se exempelvis Avdjiev (2020).

Diagram 4. Stibor 3 månader - reporäntan
Räntepunkter



Källa: Riksbanken

Inlåning är normalt sett en relativt billig finansiering jämfört med kortfristig marknadsfinansiering men vid negativ styrränta kan detta förhållande förändras

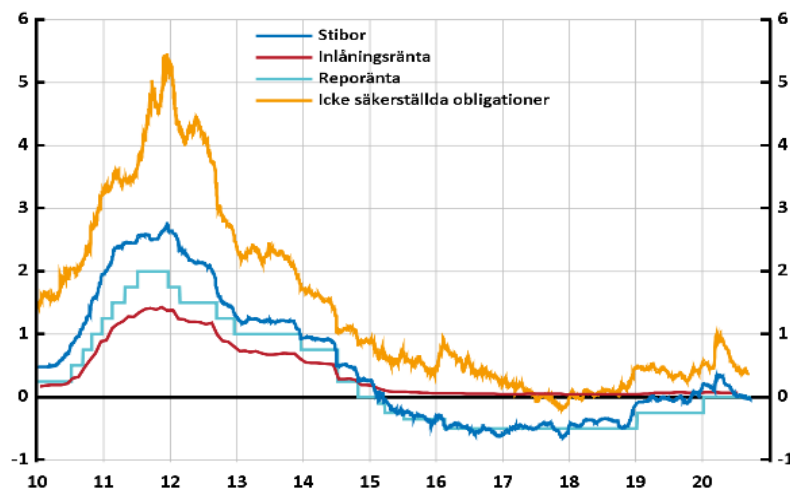
Innan Riksbanken sänkte reporäntan till negativa nivåer 2015 var kostnaden för inlåning från allmänheten relativt billig i jämförelse med marknadsfinansiering (se Diagram 5). När Riksbanken sedan införde negativ reporänta sänkte storbankerna inlåningsräntor endast för finansiella och stora icke-finansiella företag till negativa nivåer. I jämförelse med referensräntor som Stibor och annan kortfristig marknadsfinansiering var således den genomsnittliga räntan på inlåning från allmänheten högre under perioden med negativ styrränta, eftersom inlåningen låg kvar på noll medan korta marknadsräntor blev negativa. Efter det att reporäntan vid senaste årsskiftet höjdes till noll har inlåningsräntorna stundtals varit på nivåer lägre än Stibor återigen.²²

Finansieringskostnaden för de icke säkerställda obligationerna, som vi tillsammans med inlåningen kallar för finansieringsmix, har likt annan marknadsfinansiering en tendens att öka snabbt i tider av finansiell stress och oro (Diagram 5). Utvecklingen är generellt sett mer volatil än för säkerställda obligationer på grund av den högre risken i instrumentet. Men eftersom finansieringskällan inte används i samma utsträckning för att finansiera ett bolån så påverkar detta bolåneräntorna i en mindre utsträckning.

²² Stibor 3 månader är i dagsläget tillbaka på negativa nivåer.

Diagram 5. Utvecklingen av räntan på inlåning från allmänheten och femåriga icke säkerställda obligationer i jämförelse med reporänta och 3-månaders Stibor

Procent



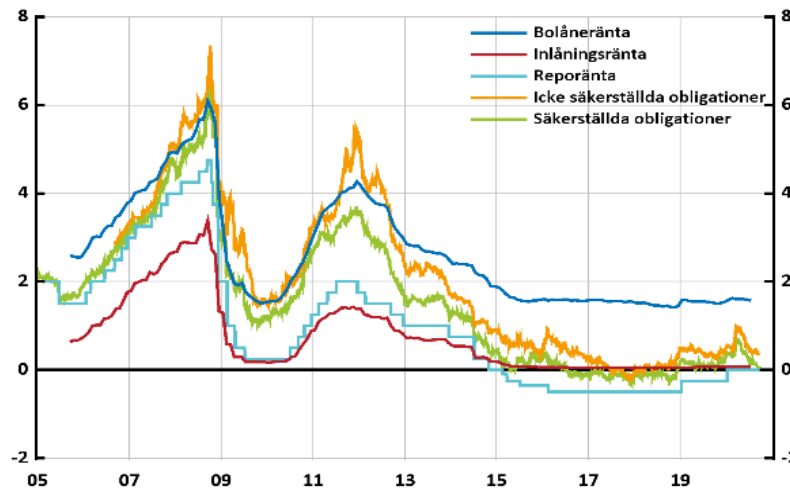
Anm. Inlåningsräntan avser nya avtal för både hushåll och icke-finansiella företag. På grund av begränsad tillgänglighet till data över räntor på seniora icke säkerställda obligationer använder vi femåriga Credit Default Swappar (CDS), eftersom det finns ett teoretiskt samband mellan just CDS-spread och obligationsränta över swappränta. Se exempelvis Hull (2004). Dessa CDS:er är denominerade i EUR, och har därför omvandlats till SEK genom användning av femåriga cross-currency basis swappar.

Källor: Riksbanken och SCB

Diagram 6 nedan summerar de olika finansieringskostnader vi hittills gått igenom tillsammans med utvecklingen av bolåneräntan. Man kan även se att reporäntan och bolåneräntan har en tydlig samvariation men att skillnaden mellan dessa räntor varierar över tid.

Diagram 6. Utveckling av Riksbankens reporänta och olika finansieringskällor samt bankernas bolåneränta gentemot kund

Procent



Anm. Säkerställda obligationer avser här riskpremien (mätt som femårig säkerställd obligation minus swappränta med motsvarande löptid) plus Stibor 3 månader. Inlåningsränta avser nya avtal, liksom bolåneräntan. Bolåneräntan här är rörlig ränta, dvs. 3 månaders löptid.

Källor: Riksbanken och SCB

Förändringar i prissättningen på finansieringskällorna slår igenom till bolåneräntor med olika hastighet

Att kostnaderna för vissa finansieringskällor, exempelvis riskpremierna vid emissioner av nya säkerställda obligationer, ökar typiskt sett i tider av stress innebär visserligen att marginalkostnaderna för banken ökar. Men som vi tidigare diskuterat påverkar tenderar

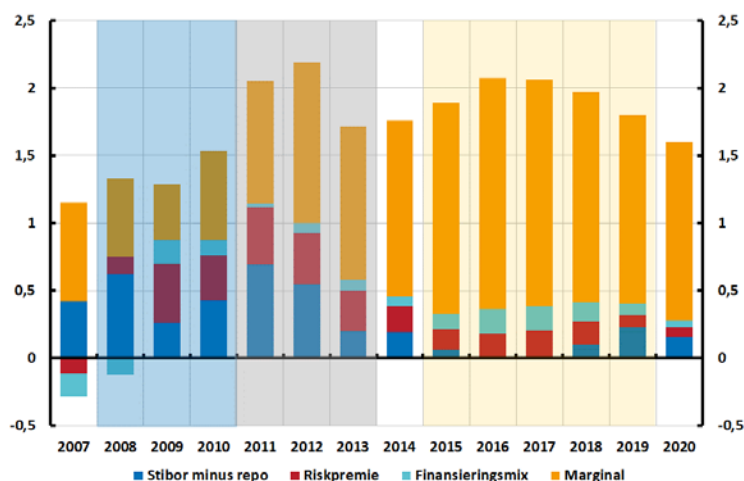
förändringar i riskpremierna att påverka bankernas totala kostnader långsamt, då det tar tid för nya obligationer att ersätta hela stocken av utestående obligationer. Men som vi tidigare har beskrivit är bankens finansieringskostnad för bolån med rörlig ränta även kopplad till Stibor och förändringar i Stibor kan slå igenom i de totala finansieringskostnaderna snabbt. I nästföljande diagram (Diagram 7) viktas de olika komponenterna i enlighet med hur lång genomsnittlig löptid de olika finansieringskällorna har och hur mycket av den enskilda komponenten som ingår i bankernas totala finansieringskostnader. Detta ger en bättre bild av den genomsnittliga finansieringskostnaden som bankerna använder sig av i prissättningen av ett bolån.

Delkomponenterna i bankernas finansieringskostnader har påverkat bolåneräntorna på olika sätt över tid

I Diagram 7 kan man bland annat se hur mycket de olika komponenterna i finansieringskostnaden bidrar till utlåningsräntan. Diagrammet visar att bidraget från olika finansieringskomponenter och marginalen har varierat under perioden.²³ Här kan man också se hur de olika delkomponenterna påverkas av den ekonomiska utvecklingen och vilken stressnivå som finns på de finansiella marknaderna.

Den komponent som bidrar mest till skillnaden mellan reporäntan och den rörliga bolåneräntan (förutom under 2008 och 2009) är marginalen. Av de komponenter som vi gått igenom i tidigare avsnitt så spelar skillnaden mellan 3 månaders Stibor och reporäntan (den blå delen i diagrammet) också en stor roll. Riskpremien (den röda delen i diagrammet) ger likaså ett relativt betydande bidrag under vissa år medan finansieringsmixen har en något mindre betydelse.

Diagram 7. Dekomponering av skillnaden mellan reporäntan och en rörlig bolåneränta under olika perioder
Procent



Anm. Notera att diagrammet inte summerar till bolåneräntan eftersom reporäntan saknas i figuren – bolåneräntan blir därför höjden på staplarna plus reporäntan vid den tidpunkten.

Blått område representerar den globala finanskrisen, följt av den europeiska skuldkrisen i grått och slutligen en period av låga räntor och expansiv penningpolitik i gult. Vissa kostnader började öka redan under 2007, innan den globala finanskrisen fullt bröt ut. År 2020 sträcker sig fram till och med sista augusti.

Källor: Riksbanken, SCB, Markit, Macrobond och Bloomberg

²³ Diagram 7 kan dock dölja och underskatta kostnadsökningar eftersom de data som används är beräknad som ett genomsnitt över året. Exempelvis har skillnaden mellan Stibor och reporäntan varierat mer än diagrammet ovan illustrerar (se exempelvis Diagram 4).

Skillnaden mellan Stibor och reporäntan tenderar att öka i perioder av stress och var som störst under åren 2007-2012, dvs. under den globala finanskrisen och under den statsfinansiella krisen. Även under inledningen av coronapandemin ökade denna komponent av efter att ha varit låg under en flerårig period. Skillnaden mellan Stibor och reporäntan har dock minskat återigen och är i dagsläget till och med negativ, främst drivet av de stödåtgärder som bland annat centralbanker vidtagit.

Riskpremien har tidigare utvecklats på ungefär samma sätt som skillnaden mellan Stibor och reporäntan och bidrog som mest under åren 2009-2013. En skillnad man kan se är att riskpremierna har minskat efter att Riksbanken började använda sig av tillgångsköp i sin expansiva penningpolitik under 2015.²⁴ Under inledningen av coronapandemin ökade riskpremierna generellt sett men efter de storskaliga stödåtgärderna och fortsatta tillgångsköp är riskpremierna nu på historiskt låga nivåer.

I diagrammet ovan har vi summerat bidraget från inlåning och kostnaden för icke säkerställd finansiering under rubriken *Finansieringsmix*. I Tabell 2 i appendix har vi brutit ner finansieringsmixen till dessa två komponenter. Från tabellen kan man utläsa att kostnaden för inlåning ofta gett ett negativt bidrag, vilket innebär att inlåning ofta har varit en billig finansieringskälla relativt Stiborräntan - exempelvis gällde detta under åren 2007 och 2008. Mellan 2015-2019 var dock inlåningsräntan nära noll procent medan reporäntan och andra marknadsräntor var negativa vilket innebär att inlåningen var dyr i jämförelse. I Diagram 7 kan man se att bidraget från finansieringsmixen därför ökar under denna period. Den icke säkerställda obligationsfinansieringen är normalt sett dyrare än inlåningen. Detta har accentuerats under perioder av stress men bidraget till de totala finansieringskostnaderna är inte så stort eftersom dess finansieringsandel är relativt liten (se Tabell 2 i appendix).

Diagram 7 visar att marginalen har varierat över tid. Finansinspektionen införde högre kapitalkrav efter den globala finanskrisen (under 2010 och 2011) vilket innebär en ökad kapitalkostnad för bankerna. För att behålla avkastningsnivån på bolån har bankerna ökat marginalen vilket man även kan se i diagrammet. Studier om bankernas finansieringskostnader och deras påverkan på utlåningsräntorna tyder på att bankerna tenderar att kompensera sig för ökade finansieringskostnader genom att ta ut en högre ränta från kunderna. Det vill säga, de försöker bibehålla sina marginaler även när kostnaderna ökar.²⁵ Under perioden med negativ reporänta ökade även marginalen och detta fanns troligtvis olika skäl till, bland annat finns det skäl att tro att bankerna kompenserade sig extra för den relativt dyrare inlåningen men även på grund av hög efterfrågan på bolån. I vilken utsträckning banker kan kompensera sig på detta vis varierar beroende på flera olika faktorer, däribland konkurrensen på marknaden.²⁶

Vad händer med den rörliga bolåneräntan om finansieringskostnaderna förändras framöver?

Nedan följer ett antal typexempel på vad som kan hända med bolåneräntan vid olika förändringar av bankernas finansieringskostnader. I exemplen antas banken vilja bibehålla sin marginal och därför kommer förändringar av finansieringskostnaderna att få följd effekter för bolåneräntorna. I praktiken kan dock banken välja att ändra sin marginal i stället för att ändra hushållens bolåneräntor.

²⁴ Riksbanken köpte redan 2012-2013 obligationer men i mindre utsträckning. Köpen summerade till 10 miljarder kronor.

²⁵ Se exempelvis Illes (2015).

²⁶ Se exempelvis Engström (2020) eller Sveriges riksbank (2018).

Långfristiga räntor förändras

Långfristiga räntor på säkerställda obligationer kan förändras på två olika sätt.

Antingen förändras de säkerställda obligationernas **riskpremie** vilket skulle påverka bankernas marginalkostnad direkt. De säkerställda obligationerna utgör dessutom en så pass stor del av den totala finansieringen för ett bolån att en förändring av dess riskpremie påverkar den totala finansieringskostnaden i hög utsträckning. Men eftersom den genomsnittliga löptiden på denna finansiering är ett antal år så kommer den genomsnittliga finansieringskostnaden att påverkas med endast cirka ett par procent per månad. Denna justering sker således gradvis över tid.²⁷ Alternativt kan **riskfria räntor**, som swapräntor förändras.²⁸ Rörliga bolåneräntor påverkas normalt sett inte av detta så länge som de kortfristiga räntorna är oförändrade. Men om riskfria långräntor förändras finns det normalt en förväntan om framtida förändringar även av kortfristiga riskfria räntor vilket innebär att det på sikt i så fall även borde påverka rörliga bolåneräntor.

Kortfristiga räntor förändras

Förändringar i de kortfristiga räntorna har en hög påverkan på rörliga bolåneräntor. Stibor och andra kortfristiga marknadsräntor kan förändras då den riskfria räntan, **reporäntan**, förändras. Stibor påverkas även av bankernas kortfristiga finansieringskostnader. Förändringar i referensräntan **Stibor** påverkar i sin tur bankernas finansieringskostnader för bolån med rörlig ränta eftersom bankerna via ränteswappar knutit sina finansieringskostnader för de säkerställda obligationerna till just referensräntan Stibor. Detta innebär, som nämnts ovan, att förändringar i kortfristiga räntor ger relativt omgående förändringar i rörliga bolåneräntor.

Räntor förändras för finansieringskällor i finansieringsmixen

Majoriteten av **inlåningen** sker med kort räntebindning vilket innebär att en ränteförändring slår igenom relativt omgående i bankens räntekostnad.

Finansieringskostnaden relaterad till **inlåningen** påverkar dock endast den totala finansieringskostnaden måttligt då den utgör en liten andel av den totala finansieringen för just bolån.

De **icke säkerställda obligationerna** har däremot en löptid på flera år vilket gör att den genomsnittliga finansieringskostnaden för finansieringskällan, liksom de säkerställda obligationerna, påverkas marginellt per månad. Även de **icke säkerställda obligationerna** utgör en liten andel av den totala finansieringskostnaden.

Tabell 1 sammanfattar texten ovan. Tabellen visar något förenklat i vilken utsträckning och hur snabbt finansieringskostnaden för ett rörligt bolån påverkas vid olika ränteförändringar.

²⁷ Vi antar här att banken vill använda den genomsnittliga riskpremierna för obligationer emitterade under de senaste tre åren. Om banken under en månad finansierar sig till högre kostnad än föregående månad så innebär det att en enskild månad påverkar den genomsnittliga kostnaden med $1/36 =$ strax under 3 %.

²⁸ Riskpremierna antas här vara oförändrade.

Tabell 1. Sammanfattande tabell, finansieringskostnad för bolån med rörlig räntebindning

	Långfristiga räntor		Kortfristiga räntor		Finansieringsmix*	
	Riskpremie säkerställda obligationer	Swapränta	Stibor - reporänta	Repo-räntan	Icke säkerställda obligationer	Inlånings-räntor
<i>Påverkan finansieringskostnad</i>	Hög	**	Hög	Hög	Måttlig	Måttlig
<i>Hur snabbt slår en förändring igenom?</i>	Långsamt	**	Direkt	Direkt	Långsamt	Direkt

Anm. * Med finansieringsmix avses ränteförändringar på de finansieringskällor som ingår i finansieringsmixen. ** påverkar inte finansieringen för bolån med rörlig ränta utan endast för bolån med bunden räntebindning. Men då riskfria långräntor förändras finns det normalt en förväntan att även framtida kortfristiga riskfria räntor kommer förändras i samma riktning, vilket innebär att det på sikt i så fall även borde påverka rörliga bolåneräntor.

Avslutande ord

Svenska hushålls bolåneräntor samvarierar med Riksbankens reporänta men är även beroende av flera andra faktorer. En av dessa är hur svenska banker är finansierade och hur kostnaden för deras finansiering utvecklas.

Då svenska banker till stor del använder sig av marknadsfinansiering för att finansiera ett bolån kan svenska hushålls bolåneräntor påverkas när förhållandena på finansieringsmarknaden förändras. Detta kan exempelvis ske genom förändringar av räntekostnaden i bankernas obligationsfinansiering eller förändringar i referensräntan Stibor, vilken baseras på deras kortfristiga finansiering. Risker på finansiella marknader eller i enskilda banker kan därför vara av intresse för hushåll som tagit bolån eftersom deras bolåneränta påverkas om dessa risker materialiseras.

Vid tidigare kriser har finansieringskostnaderna för bankerna ökat av olika orsaker och ökade finansieringskostnader kan i sin tur leda till höjda bolåneräntor. Detta kan dock pareras i stor grad av expansiv penningpolitik. Även i dagens coronapandemi såg vi en initial ökning av vissa obligationsräntor och bankers korta finansieringskostnader, men denna ökning har därefter mildrats av centralbankers åtgärder och nu är bankers finansieringskostnader tillbaka på mycket låga nivåer.

Förutom centralbankers åtgärder under perioder med finansiell stress kan banker och hushåll agera förebyggande i normala tider. Hushållens val av räntebindning på sina bolån och bankernas val av löptid på sin finansiering är nämligen en avgörande faktor för hur mycket en tillfällig stress på finansieringsmarknaderna påverkar den totala finansieringskostnaden och i slutändan hushållens bolåneränta. En längre löptid på bankers finansiering samt längre räntebindningstider för hushållens bolån skulle innebära att bolåneräntorna blev mindre känsliga för stress på finansieringsmarknaderna. Detta skulle kunna vara gynnsamt för den finansiella stabiliteten vilket i sin tur skapar förutsättningar för en stabil penningpolitisk transmission.

Referenser

Avdjiev, Stefan, Eren, Egemen & McGuire, Patrick (2020). "Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market". *BIS Bulletin*, No.1. 1 april.

Beau, Emily, Hill, John, Hussain, Tanveer & Nixon, Dan (2014). "Bank funding costs: what are they, what determines them and why do they matter?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Bank of England, vol. 54(4), pages 370-384.

Engström, Nina (2020). "Nya utmanare på bolånemarknaden – Ökad konkurrens och möjlig räntepress". *Ekonomiska Kommentarer*, Nr 1, Sveriges Riksbank.

Fager Wettergren, Johanna, Forsman, David, Sandström, Maria & Stenkula von Rosen, Johanna (2013). "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten". *Penning- och valutapolitik* 2013:2, s 22-49

Hilander, Ida (2014). "Storbankernas kortfristiga upplåning i utländsk valuta och deras användning av den kortfristiga valutaswapmarknaden". *Penning- och valutapolitik*, 2014:1, s 27-46.

Hull, John, Predescu, Mirela & White, Alan (2004). "The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements". *Journal of Banking & Finance*, vol 28, issue 11, s 2789-2811

Illes, Anamaria, Lombardi, Marco & Mizen, Paul (2015). "Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?". *BIS, Working Papers*, No 486.

Lundvall, Henrik (2020). "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?". *Penning- och valutapolitik*, 2020:1, s 101-122.

McLeay, Michael, Radia, Amar & Thomas, Ryland (2014). "Money creation in the modern economy". *Bank of England Quarterly Bulletin*, Bank of England, Q1.

Nilsson, Christian, Söderberg, Jonas & Vredin, Anders (2014). "Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet". *Ekonomiska kommentarer*, Nr 3, Sveriges Riksbank.

Sveriges riksbank (2012). "Riksbankens utredning om Stibor". *Riksbanksstudie*, november.

Sveriges riksbank (2014a). "Från ax till limpa: den svenska bolånemarknaden och dess roll i det finansiella systemet". *Riksbanksstudier*, april.

Sveriges riksbank (2014b). "Stibor synas på nytt – en uppföljning". *Riksbanksstudie*, maj.

Sveriges Riksbank (2016). "De svenska storbankernas strukturella likviditetsrisker". *Riksbanksstudie*, november

Sveriges riksbank (2018). "Fördjupning: Nya aktörer på bolånemarknaden", *Finansiell Stabilitetsrapport*, maj

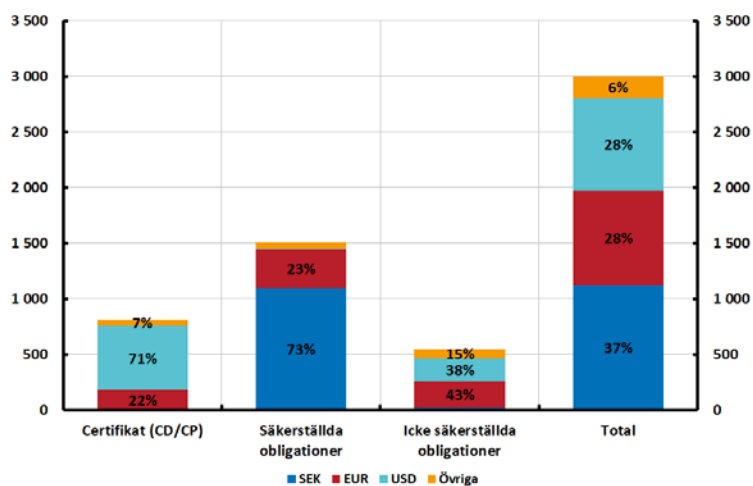
Sveriges riksbank (2020a). "Sammanlänknigen mellan försäkringsföretag, AP fonder och banker via valutamarknaden", *Finansiell Stabilitetsrapport fördjupning*, maj

Sveriges riksbank (2020b). "Hur bestäms Stibor?", *Finansiell Stabilitetsrapport marginalruta*, maj

Diagram och tabeller

Diagram 8. De svenska storbankernas värdepappersfinansiering

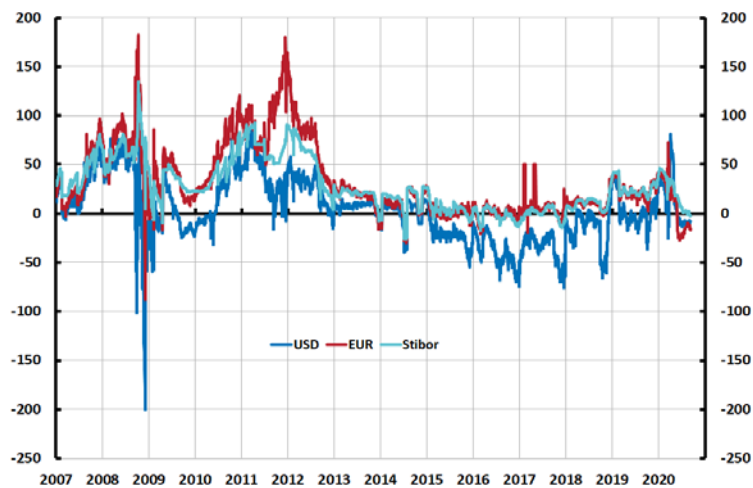
Miljarder kronor, procenttalen avser hur stor andel av den kategorin respektive valuta utgör



Anm. Avser utestående värden per sista juli 2020. CD är en förkortning för *Certificate of time deposits*, och CP för *Commercial Paper*. Båda är kortfristiga finansieringsinstrument. Med kortfristig här innebär en löptid under ett år.
Källa: Riksbanken

Diagram 9. Spread mellan korta finansieringskostnader i svenska kronor och repo

Räntepunkter



Anm. De implicita SEK-räntorna avser de räntor som bankerna erhåller finansiering i svenska kronor genom att först låna upp i dollar eller i euro och sedan omvandla det till svenska kronor genom valutaswappar. De beräknas genom att använda det täckta ränteparitetsförhållandet baserat på spot- och terminkurser samt de inhemska tremånadersräntorna (Euribor och Libor).

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Tabell 2. Genomsnittliga värden på olika ränteskillnader samt deras bidrag till finansieringskostnaden**Procent**

	Finansieringsmix				
	Stibor minus repo	Säkerställda obligationer (riskpremie)	Icke-säkerställda obligationer	Inlåningsränta minus Stibor	Bolåneränta minus repo
2007	0,42	-0,14	0,13	-1,83	0,88
2008	0,62	0,17	0,98	-1,96	1,21
2009	0,26	0,59	1,66	-0,30	1,29
2010-2014	0,41	0,33	1,23	-0,48	1,85
2015-2019	0,08	0,23	0,65	0,43	1,96
2020	0,16	0,10	0,45	-0,04	1,60

	Finansieringsmix					Summa finansieringskostnader	Marginal	Bolåneränta minus repo
	Stibor minus repo	Säkerställda obligationer (riskpremie)	Icke-säkerställda obligationer	Inlåningsränta minus Stibor				
2007	0,42	-0,11	0,01	-0,18	0,14	0,73	0,88	
2008	0,62	0,13	0,12	-0,24	0,63	0,58	1,21	
2009	0,26	0,44	0,21	-0,04	0,87	0,42	1,29	
2010-2014	0,41	0,33	0,11	-0,03	0,81	1,04	1,85	
2015-2019	0,08	0,16	0,08	0,06	0,38	1,58	1,96	
2020	0,16	0,07	0,06	-0,01	0,28	1,32	1,60	

Anm. Beräkningen för den nedre delen av tabellen (B. Viktade bidrag per post) sker enligt följande:

Kolumn 1: Differens mellan genomsnittlig Stibor (3m) samt reporänta beräknas för respektive period.

Kolumn 2: Daglig differens mellan säkerställda obligationer och swap ränta med motsvarande löptid, ur denna differens (spread) beräknas sedan ett genomsnitt för respektive period. Sedan tas medelvärde för 2 och 5 åriga årssnitten. Sedan viktas denna kostnad med kvoten Utestående bolån/Utestående mängd säkerställda obligationer. För åren 2010 och framåt antar vi sedan en duration på 3 år i utestående mängden obligationer, vilket innebär att respektive år får 1/3 vikt.

Kolumn 3: Femårig CDS-premie plus femårig cross-currency basis swap, båda serierna på daglig basis, beräknas för att sedan räknas om till årssnitt. Sedan viktas denna post med $(1 - \text{andel finansiering via säkerställda obligationer})/2$, för att sedan åter igen viktas med antagandet att stocken har en duration på cirka 2 år.

Kolumn 4: Månadsgenomsnittliga Stibor (3m) subtraheras från SCB's rapportering av bankers inlåningsränta från hushåll. Antar att omprisering slår igenom på hela stocken omedelbart. Sedan viktas denna post med $(1 - \text{andel finansiering via säkerställda obligationer})/2$.

Kolumn 5: Summa av tidigare kolumner.

Kolumn 6: Utlåningsränta minus reporänta, minus Kolumn 5.