

Finansiell stabilitet

2025:2



Riksbankens rapport finansiell stabilitet

Riksbanken ska enligt lagen (2022:1568) om Sveriges Riksbank bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. Som en del i det ska Riksbanken övervaka det finansiella systemet, bedöma hur väl det fungerar och hur motståndskraftigt det är mot eventuella störningar. Riksbanken ska också redovisa bedömningarna.

Riksbankens rapport Finansiell stabilitet publiceras två gånger om året. I rapporten ger Riksbanken sin samlade bedömning av riskerna och hoten mot det finansiella systemet och värderar systemets motståndskraft mot dessa. Vårens rapport ger en mer ingående beskrivning av bedömningen, medan höstens rapport är mer kortfattad. Rapporten innehåller också fördjupningar om aktuella frågor kopplade till finansiell stabilitet.

Genom att publicera sin analys och sina bedömningar vill Riksbanken uppmärksamma och varna för risker och händelser som kan innebära hot mot stabiliteten i det finansiella systemet, samt bidra till debatten i ämnet. Syftet är att minska risken för störningar.

Riksbankens direktion har behandlat rapporten vid två tillfällen – den 22 oktober och den 11 november 2025. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 7 november 2025. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Riksbanken och finansiell stabilitet

En förutsättning för att ekonomin ska fungera och växa är att det finansiella systemet fungerar väl. För att göra det behöver systemet kunna förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och hantera risker. När det tillhandahåller dessa funktioner uppstår samtidigt sårbarheter. Exempelvis finansierar bankerna sin verksamhet på kort löptid men lånar ut på längre löptider, vilket gör dem beroende av allmänhetens och marknadens förtroende. Om förtroendet brister och bankernas finansierar snabbt vill ha tillbaka sina pengar kan det uppstå allvarliga problem. Aktörerna i det finansiella systemet är dessutom sammanlänkade, exempelvis genom att de lånar av varandra, finansierar sig på samma marknader, har likartade verksamheter eller är beroende av samma leverantörer. Därför kan störningar hos en enskild aktör, på en marknad eller i ett visst system snabbt sprida sig, både direkt och genom oro för att andra också ska drabbas. Det finansiella systemet påverkas också av framväxten av nya aktörer och teknologisk innovation. Det kan öka effektiviteten men innebär att systemet blir mer komplext och att spridningsriskerna kan ta sig nya former.

När störningar uppstår behöver det finansiella systemet vara tillräckligt motståndskraftigt för att kunna upprätthålla sina centrala funktioner. Annars riskerar det att uppstå en finansiell kris med stora samhällsekonomiska kostnader som följd. Banker, icke-banker så som försäkringsföretag, fonder och andra finansiella institut, samt övriga marknadsaktörer har i allmänhet inte tillräckligt starka incitament att beakta de risker som deras agerande kan skapa för systemet som helhet. Mot denna bakgrund har staten ett särskilt ansvar för att värna den finansiella stabiliteten. Om en kris ändå skulle inträffa – trots förebyggande åtgärder – kan staten behöva ingripa. Sådana ingripanden bör i så fall ske till så låg samhällsekonomisk kostnad som möjligt.

Enligt lagen (2022:1568) om Sveriges Riksbank (riksbankslagen) ska Riksbanken bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. En central uppgift är därför att övervaka det finansiella systemet. Det innefattar att identifiera risker för allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster, bedöma om det finansiella systemet är stabilt och effektivt samt redovisa bedömningarna. Riksbanken har också en särskild uppgift att övervaka den finansiella infrastrukturen och annan verksamhet som är av särskild betydelse för denna. I rapporten Finansiell stabilitet redovisar Riksbanken sina analyser och bedömningar av det finansiella systemet två gånger per år. Riksbanken har även viktiga likviditetsstödande uppgifter vid en eventuell finansiell kris. Riksbanken kan, för att motverka en allvarlig störning i det svenska finansiella systemet, erbjuda likviditetsstöd till ett eller flera finansiella företag eller marknader. Övervakningen av det finansiella systemet är central också för att Riksbanken ska kunna agera snabbt och effektivt vid en eventuell finansiell kris.

Riksbanken delar ansvaret för att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt med Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret. Inom ramen för det delade ansvaret har dessa myndigheter olika uppgifter men samspelet dem emellan är centralt både i det förebyggande arbetet och vid eventuell krishantering. Även samarbetet med myndigheter i andra länder är viktigt, eftersom de finansiella företagens verksamhet ofta är gränsöverskridande.

Innehållsförteckning

1	Stabilitetsbedömning	6
1.1	Det makrofinansiella läget	6
	FAKTA – Förenklade bankregler diskuteras i flera länder	8
1.2	Svenska hushåll och företag	9
	ANALYS – Fler sårbara hushåll med nya bolåneregler	9
1.3	Det svenska finansiella systemet	12
	ANALYS – SRISK i den svenska banksektorn	13
	FÖRDJUPNING – Växande marknad för stablecoins ställer centralbanker inför nya frågeställningar	19

I KORTHET – Riksbankens stabilitetsbedömning



Stabilitetsrisker kvarstår i en osäker omvärld. Otydligheten kring USA:s handelspolitik har för stunden minskat något, men den kan snabbt komma tillbaka och det säkerhetspolitiska läget är fortfarande allvarligt. Samtidigt finns underliggande sårbarheter, inte minst i form av långvarigt höga och fortsatt växande offentliga skulder i flera stora ekonomier. Trots detta präglas finansmarknaderna av en stor riskvilja, med höga tillgångsvärderingar och låga riskpremier. I en sådan miljö kan oväntade händelser utlösa kraftiga marknadsrörelser som snabbt sprider sig i det globala finansiella systemet. Effekterna kan också förstärkas av att icke-banker har växt snabbt och blivit allt viktigare aktörer.



Storbankerna har ett bra utgångsläge men är sårbara för omvärldsrisker. Storbankerna är lönsamma och uppfyller sina kapital- och likviditetskrav med god marginal. Omvärldsläget understryker vikten av god beredskap mot operativa risker, som cyberhot och beroenden av tredjepartsleverantörer. Storbankerna finansierar sig på globala kapitalmarknader och behöver ha god likviditet i relevanta valutor. De penningpolitiska motparterna behöver dessutom ha en mer aktiv likviditetshantering, samt en operativ förmåga och vilja att vid behov låna av Riksbanken.



Mer generösa låneregler kan göra fler hushåll sårbara. Hushållen är återhållsamma och såväl bostadspriser som skulder utvecklas i dämpad takt. Skuldsättningen är dock fortsatt hög i ett internationellt perspektiv. Det finns också en risk för att de föreslagna lättnaderna i bolånereglerna leder till att skulder och bostadspriser åter börjar växa på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Ett skuldkvotstak skulle utgöra en effektiv broms mot en sådan utveckling, och bör därför ingå i makrotillsynens verktygslåda.



Bättre finansiella förutsättningar gynnar fastighetssektorn men vakanser tynger. Konjunkturen är fortsatt svag, men de finansiella förutsättningarna har förbättrats i företagssektorn. Det har särskilt gynnat högt skuldsatta fastighetsföretag, men höga vakanser i vissa segment och beroendet av företagsobligationsfonder gör att många av dem är fortsatt sårbara. Längre ränte- och kapitalbindningstider skulle göra fastighetsföretagen mer motståndskraftiga.



Fondernas likviditetsrisker kan begränsas med nya verktyg. Investeringsfonder spelar en allt viktigare roll i det finansiella systemet men erbjuder ofta dagliga uttag även när de har illikvida tillgångar, som företagsobligationsfonder. Det är därför viktigt att fonderna stärker sin likviditetshantering, bland annat genom att de verktyg som planeras att införas används på ett ändamålsenligt sätt.



Stablecoins växer snabbt och ökar komplexiteten i det finansiella systemet. Om användningen fortsätter att öka snabbt kan risker uppstå, exempelvis genom uttagsanstormningar, ett ökat beroende i Europa av utländsk infrastruktur, bristande transparens och finansiering av kriminella aktiviteter. Det är därför viktigt att regelverk anpassas och harmoniseras. Det är också viktigt att centralbankernas avvecklingstjänster används ifall en större marknad skulle växa fram.

1 Stabilitetsbedömning

1.1 Det makrofinansiella läget

Ökad riskvilja trots stora osäkerhetsfaktorer i världsekonomin

Osäkerheten i omvärlden är fortsatt förhöjd. Det säkerhetspolitiska läget är alltså alltjämt allvarligt, inte minst till följd av Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina. Otydligheten kring USA:s handelspolitik har visserligen minskat något i och med de tullöverenskommelser som slutits mellan USA och ett antal länder.¹ Vissa överenskommelser har dock visat sig vara kortlivade, och det är ännu oklart hur bestående den nuvarande handelspolitiska inriktningen kommer att vara eller vilka effekter de ökade handelshindren får.

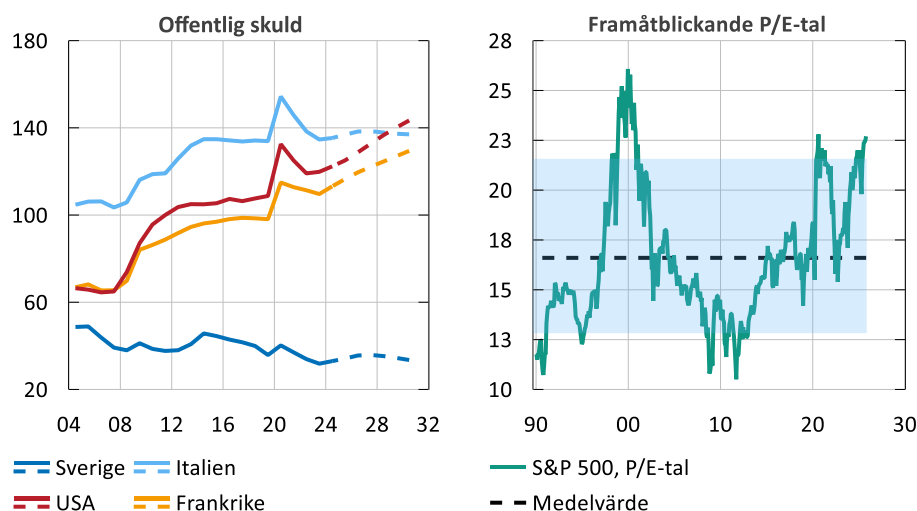
Vid sidan av handelspolitiken finns fortsatt betydande osäkerhet kring den bredare ekonomiska och politiska inriktningen i USA. Det har bidragit till att den amerikanska dollarn försvagats under året och att investerare i ökad utsträckning valutasäkrat sina innehav i dollar. USA har stora budgetunderskott samt växande offentliga skulder och stigande offentliga ränteutgifter – en trend som även präglar ett antal stora europeiska ekonomier (se diagram 1, vänster). Detta minskar möjligheten att använda finanspolitiken vid en ekonomisk störning. De långa amerikanska obligationsräntorna har varit relativt stabila under året, men riskpremierna på dessa har ökat sedan en tid tillbaka. Om investerare exempelvis börjar ifrågasätta Federal Reserves oberoende eller amerikanska statspappers ställning som säkra tillgångar, kan såväl riskpremier som räntor komma att stiga snabbt och kraftigt. En sådan utveckling skulle kunna få betydande negativa konsekvenser för den globala ekonomin.

Trots det osäkra omvärldsläget är riskviljan hög på de finansiella marknaderna. Det har drivit upp tillgångspriserna och lett till värderingar som på flera håll ligger klart över historiska genomsnitt, särskilt på den amerikanska aktiemarknaden (se diagram 1, höger). Samtidigt har koncentrationsriskerna ökat då utvecklingen i stor utsträckning drivs av ett fåtal stora teknikbolag. Volatiliteten är därtill låg och riskpremierna på mer riskfyllda tillgångar har fortsatt att minska från redan låga nivåer. I en sådan miljö kan oväntade händelser snabbt utlösa kraftiga marknadsrörelser som kan spridas genom det globala finansiella systemet och även påverka svenska aktörer.

¹ Den genomsnittliga faktiska tullsatsen i USA, beräknad som kvoten mellan tullintäkter och total varuimport, har ökat från drygt 2 procent till drygt 11 procent. Se *Penningpolitisk rapport*, september 2025, Sveriges riksbank.

Diagram 1. Offentlig skuld i Sverige och omvärlden samt aktievärdering i USA

Procent, kvot



Anm. Vänster diagram avser offentlig skuld som andel av BNP, procent. Streckade linjer visar prognoser från IMF. Höger diagram visar 12 månaders framåtblickande P/E-tal för amerikanska börsindexet S&P 500. P/E-tal visar priset på en aktie i relation till bolagets vinst per aktie vid en viss tidpunkt. Medelvärde är beräknat från 1990 till senaste observationen. Det skuggade området visar avståndet mellan den 10:e och 90:e percentilen.

Källa: IMF och S&P Global.

Effekterna av marknadsturbulens kan också förstärkas av icke-banker som fått en allt viktigare roll i det globala finansiella systemet. Hedgefondernas växande betydelse på den amerikanska statsobligationsmarknaden kan exempelvis, genom deras höga belåning, bidra till att förstärka marknadsrörelser vid stress.² En växande del av den finansiella aktiviteten, inklusive företagens skuldfinansiering, sker dessutom numera utanför det traditionella banksystemet, bland annat genom private credit och företagsobligationsfonder. Det beror delvis på att det inte ställs samma kapitalkrav på icke-banker som på banker. I Europa och USA har dessutom bankernas exponeringar mot icke-banker ökat, vilket stärkt kopplingarna mellan dessa aktörer. Detta gör att problem i en del av systemet sprids snabbare och kan få större konsekvenser. På längre sikt kan även framväxten av nya teknologier och betalningslösningar bidra till att öka komplexiteten i det finansiella systemet (se FÖRDJUPNING – Växande marknad för stablecoins ställer centralbanker inför nya frågeställningar).

Trots det osäkra omvärldsläget har det globala finansiella systemet visat god motståndskraft och de finansiella marknaderna har i stort fungerat väl. En viktig förklaring till det är de regelverk och standarder som infördes efter den globala finanskrisen – med högre kapital- och likviditetskrav för banker, resolutionsramverk och krav på central clearing. Reformerna har stärkt banksystemets motståndskraft, vilket har gjort det möjligt för banker att upprätthålla kreditgivningen till hushåll och företag även i turbulenta perioder, såsom under coronapandemin. Det står i tydlig kontrast till utvecklingen under den globala finanskrisen, när banksektorn stod i centrum för problemen. Det är därför viktigt att de förstärkta regelverken och standarderna inte urvattnas och

² Se även avsnitt "Det makrofinansiella läget" i *Finansiell stabilitet* 2025:1, Sveriges riksbank.

att bankernas motståndskraft bibehålls. Vissa förenklingar kan dock vara motiverade för att undvika onödigt komplicerade och svåröverskådliga regler för banker och andra aktörer (se FAKTA – Förenklade bankregler diskuteras i flera länder). Det är också viktigt att säkerställa att regelverken är ändamålsenliga och även omfattar andra aktörer utöver banker som har betydelse för den finansiella stabiliteten.³

FAKTA – Förenklade bankregler diskuteras i flera länder

Baselkommittén för banktillsyn är det organ som sätter globala standarder för internationellt aktiva banker. Dessa standarder innehåller bland annat minimikrav på bankernas kapitalnivåer och kapitalbuffertar och ligger till grund för olika länders nationella reglering. Denna reglering är ofta komplex eftersom bankverksamhet innebär många olika risker och flera olika regelverk har introducerats i olika steg över lång tid. Det har resulterat i ett samlat regelverk som delvis är komplicerat och svårt att överblicka. I flera länder pågår därför diskussioner om hur bankregleringen kan förenklas.

ECB ser exempelvis över om det går att effektivisera den europeiska bankregleringen och göra den mindre komplex. Bland annat diskuteras möjligheten att endast ställa krav på hur mycket kärnprimärkapital bankerna ska ha, i stället för att som idag ha flera olika kapitalkrav som bankerna kan uppfylla med olika sorters kapital. Därtill diskuteras om man kan slå samman olika buffertkrav, bland annat för att ha en enhetlig buffert som bankerna kan använda i tider av finansiell stress. En viktig utgångspunkt i den europeiska diskussionen är att förenklingar inte får tillåtas försvaga banksystemets motståndskraft mot framtida kriser.

I USA handlar förenklingsdiskussionen om att skapa ett mer förutsägbart regelverk och anpassa det till olika bankers affärsmodeller och riskprofil. En översyn av amerikanska bankers kapitalkrav har bland annat inletts och nyligen publicerade Federal Reserve ett förslag om att minska amerikanska bankers bruttosoliditetskrav. Amerikanska myndigheter planerar också att snart publicera hur de delar av Basel III som ännu inte införts i USA kan komma att utformas.

Många länder har redan infört – eller diskuterar att införa – enklare regler för mindre banker med okomplicerade affärsmodeller.⁴ Det ses som ett sätt att minska den administrativa regelbördan utan att öka riskerna i det finansiella systemet som helhet.

Baselkommitténs överenskommelser har bidragit till en ökad motståndskraft i det globala banksystemet. Det är viktigt att det pågående arbetet med att förenkla bankregleringen sker inom ramen för dessa överenskommelser och att eventuella förenklingsförslag diskuteras i Baselkommittén. På så sätt minskar risken för nationell fragmentering av bankers reglering vilket gynnar den globala finansiella stabiliteten.⁵

³ Se "A system-wide approach to macroprudential policy", November 2024, ESRB.

⁴ Exempelvis Storbritannien, USA, Schweiz och Tyskland.

⁵ Se även *Finansiell stabilitet* 2025:1, Sveriges riksbank.

1.2 Svenska hushåll och företag

Ljusare utsikter och dämpad skuldutveckling bland hushållen

Hushållens kassaflöden har stärkts av stigande reallöner och lägre räntor. Hushållen har dock varit relativt återhållsamma vad gäller sin konsumtion och har ökat sitt finansiella sparande. Det kan spegla en fortsatt hög osäkerhet i omvärlden och att hushållen fortfarande anpassar sig till ett generellt högre pris- och ränteläge.

Bostadsmarknaden präglas alltjämt av försiktighet. Jämfört med i våras tror färre hushåll på stigande bostadspriser, och en majoritet vill fortsatt sälja sin bostad innan man köper en ny. Det har bidragit till längre försäljningstider och ett stort utbud. Den dämpade prisutvecklingen, i kombination med större amorteringar och ett lågt bostadsbyggande, gör att hushållens bolån växer långsamt. Även om konsumtionslånen ökar något snabbare än bolånen, växer hushållens totala skulder långsammare än inkomsterna. Skuldkvoten har därför fortsatt att minska – från omkring 200 procent i slutet av 2021 till 175 procent i dag.

Sammantaget finns det i nuläget få tecken på att cykliska systemrisker byggs upp kopplat till hushållens bolån. Hushållens skuldsättning är dock fortfarande hög i ett internationellt perspektiv, samtidigt som räntebindningstiderna överlag är korta. Många hushåll har stora lån i förhållande till sina inkomster, och det finns indikationer på att de mest skuldsatta har små sparbuffertar.⁶ Dessa hushåll kan därför vara sårbara för nya störningar. Hushåll med bolån bedöms dock ha en god förmåga att fullfölja sina betalningsåtaganden, men vid nya störningar kan de behöva minska sin konsumtion för att fullfölja dessa. Det kan dämpa efterfrågan och bidra till att fördjupa en konjunkturedgång, vilket i förlängningen i dåliga scenarier även kan påverka den finansiella stabiliteten.⁷

De lägre räntorna, stigande reallöner och en mer expansiv finanspolitik nästa år väntas förbättra hushållens kassaflöden och bidra till en gradvis starkare utveckling på bostadsmarknaden. En risk är att detta i kombination med de föreslagna lättnaderna i de låntagarbaserade makrotillsynsåtgärderna kan leda till att såväl skulderna som bostadspriserna åter ökar på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart (se ANALYS – Fler sårbara hushåll med nya bolåneregler).

ANALYS – Fler sårbara hushåll med nya bolåneregler

I somras presenterades förslag på förändringar i de låntagarbaserade makrotillsynsåtgärderna, bland annat att bolånetaket höjs från 85 till 90 procent och att det skärpta amorteringskravet – som gäller nya låntagare med bolån som överstiger 450 procent

⁶ Se Finansinspektionen (2025), *”Svenskarnas sparande”*, där det uppskattas att omkring fem procent av bankkunderna äger ungefär hälften av de finansiella tillgångarna. Tidigare uppskattningar visar också att högt skuldsatta hushåll har haft relativt små likvida buffertar, se M. Andersson och R. Vestman (2021), *”Svenska hushålls likvida tillgångar”*, FI-analys nr 28, Finansinspektionen.

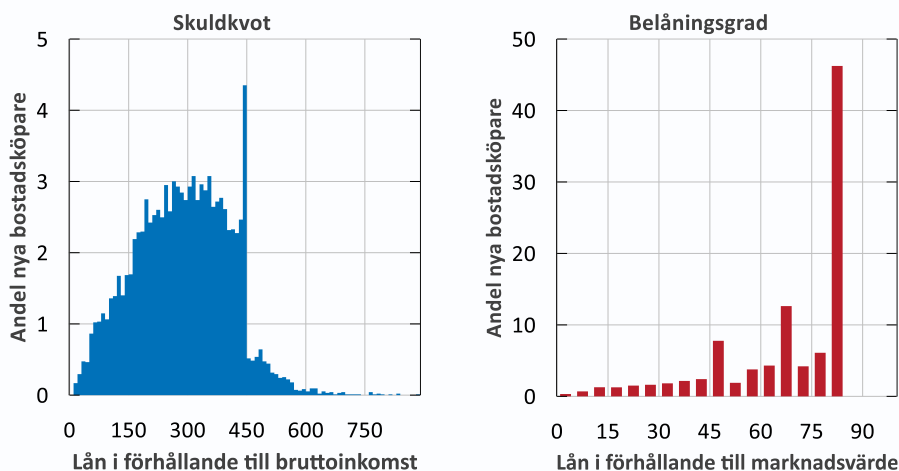
⁷ Se exempelvis fördjupning *”Makrotillsynsåtgärderna värnar hushållens motståndskraft”* fördjupning i *Finansiell stabilitet* 2024:2, Sveriges riksbank.

av inkomsten – tas bort.⁸ Dessa förändringar innebär dels att nya låntagare kommer att ges ett större låneutrymme i kreditprövningen, dels att incitamenten att ta större bolån ökar.

Erfarenheter från andra länder visar att nya bostadsköpare snabbt anpassar sitt lånebeteende när makrotillsynsåtgärder mildras.⁹ Det är troligt att detta även gäller en betydande andel av svenska bolånetagare, som ofta valt att lägga sig nära gällande gränsvärden i regelverket (se diagram 2). Om bolånereglerna blir mer generösa skulle dessa sannolikt ta ännu större lån. De föreslagna förändringarna bedöms därför öka hushållens skuldsättning. Om låntagare dessutom skulle köpa dyrare bostäder finns det en risk att uppgången i bostadspriser och skuldsättning på sikt blir självförstärkande. Det skulle innebära att allt fler låntagare blir mer sårbara över tid.

För att motverka en sådan utveckling anser Riksbanken att ett inkomstbaserat verktyg bör införas.¹⁰ En sådan åtgärd kan med fördel utformas som ett skuldkvotstak, i linje med förslaget i betänkandet *Reglering av hushållens skulder* (SOU 2024:71). En lägre nivå för taket än vad som föreslås i betänkandet hade också kunnat övervägas för att ge en mer förebyggande effekt.

Diagram 2. Fördelningen av skuldkvoter och belåningsgrader för hushåll med bolån
Procent



Anm. Diagrammen visar fördelningen av skuldkvoter och belåningsgrader bland nya bostadsköpare i Finansinspektionens stickprov. I det vänstra diagrammet redovisas andelen köpare inom olika intervall av skuldkvot (0–10 procent, 11–20 procent osv.), och i det högra inom olika intervall av belåningsgrad (0–5 procent, 6–10 procent osv.). Exempelvis hade knappt tio procent av nya bostadsköpare en skuldkvot mellan 420 och 450 procent (summan av den högsta stapeln och de två staplarna närmast till vänster om denna), och nästan 50 procent en belåningsgrad mellan 80–85 procent.

Källor: Finansinspektionen (Fördjupad analys av bolån 2024) och Riksbanken.

⁸ Se "Utveckling av makrotillsynsområdet", Finansdepartementet Fi2025/01375.

⁹ Se exempelvis Hodula, M., Pfeifer, L. och Ngo, N. A., (2025), "Easing of borrower-based measures: Evidence from Czech loan-level data", *Journal of Banking and Finance*, vol. 178, september 2025.

¹⁰ Se Riksbankens remissvar på "Utveckling av makrotillsynsområdet", Finansdepartementet Fi2025/01375.

Goda finansieringsvillkor men vakanser tynger fastighetssektorn

Den svaga konjunkturen dämpar fortsatt företagens investeringsvilja, och konkurrensen ligger kvar på en förhöjd nivå. Återhämtningen dröjer delvis till följd av handelspolitiken och den geopolitiska osäkerheten.¹¹ Under året har stämmningsläget dock ljusnat och finansieringsvillkoren förbättrats, delvis till följd av lägre räntor. Riskpremierna på företagsobligationsmarknaden har också sjunkit till låga nivåer, vilket har bidragit till att företagen emitterat fler obligationer. Samtidigt har företagens upplåning från svenska banker ökat något. Företagens totala skulder växer dock långsammare än intjäningen, vilket tyder på att det i nuläget finns få tecken på att cykliska systemrisker byggs upp kopplat till företagens lån.

De högt skuldsatta fastighetsföretagen, som i stor utsträckning finansierar sig via obligationsmarknaden, har särskilt gynnats av att räntorna och riskpremierna på företagsobligationer har sjunkit. För vissa företag har de lägre räntorna bidragit till att dämpa ökningen av finansieringskostnaderna, medan andra har sett sina kostnader minska. Detta har bidragit till att den genomsnittliga räntetäckningsgraden har varit relativt stabil, men på en lägre nivå än före inflations- och ränteuppgången.¹² Fastighetsföretagens räntebärande nettoskulder i förhållande till rörelseresultatet har också stabiliserats kring sitt historiska genomsnitt, vilket tyder på att deras kassaflöden har blivit något mindre räntekänsliga (se diagram 3, vänster).

Efterfrågan på flera hyresmarknader är dock fortsatt svag, bland annat på grund av den dämpade ekonomiska aktiviteten och kostnadsbesparingar bland hyresgäster. Därtill har nyproduktionen i vissa geografiska områden ökat mer än efterfrågan. Sammantaget har detta resulterat i att ytvakanserna inom kontor, logistik och hyresbostäder har ökat. Vakanserna är särskilt höga på kontorsmarknaden, vilket också är ett resultat av att företag har anpassat sitt lokalbehov till distansarbete (se diagram 3, höger).¹³ Den ekonomiska vakansgraden är nu på den högsta nivån sedan IT-bubblan i början av 2000-talet.¹⁴ Därtill förekommer tillfälliga hyresrabatter i nytecknade avtal för kontor fortsatt i större omfattning än tidigare. Samtidigt kan fastighetsföretagen inte räkna med samma kompensation via indexerade hyreshöjningar på kommersiella lokaler framöver, när inflationen nu är lägre.¹⁵ Tillsammans begränsar dessa faktorer tillväxten i företagens kassaflöden, och kan i förlängningen påverka fastighetsvärdena negativt om dessa baseras på alltför optimistiska antaganden om nivån på långsiktiga hyresintäkter.

¹¹ Se *"Vi väntar på uppgången"*, Riksbankens företagsundersökning i september 2025, oktober, Sveriges riksbank.

¹² Räntetäckningsgraden avser fastighetsföretagens rörelseresultat i förhållande till deras räntekostnader.

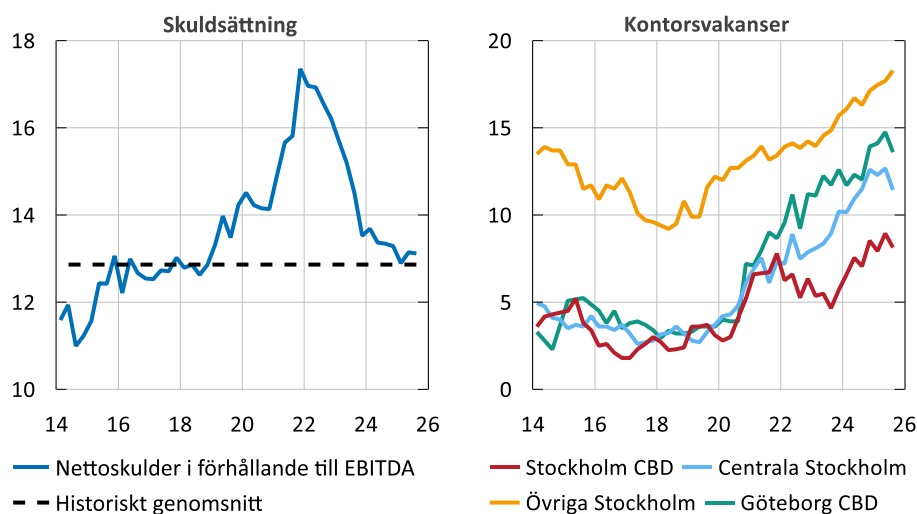
¹³ För en bredare beskrivning av vakanser inom kontor se *Finansiell stabilitet* 2025:1, Sveriges riksbank.

¹⁴ Ekonomisk vakansgrad avser andel ledig lokalyta mätt utifrån hyresvärde.

¹⁵ Nästa års hyresindexering för kommersiella lokaler baseras på oktobers KPI-utfall. Enligt SCB var det preliminära snabbestimatet för inflationstakten, mätt som KPI, 0,9 procent i oktober.

Diagram 3. Skuldsättning och vakanser hos fastighetsföretag

Kvot, procent



Anm. Vänster diagram avser ett volymviktat genomsnitt för 34 fastighetsföretag. I data tillkommer det och faller bort företag över tid. Den streckade linjen avser medelvärdet över perioden 2009–2025. Höger diagram avser vakansgrader för kontorsfastigheter mätt som andel ledig lokalyta av total lokalyta. CBD, central business district, avser de mest centralt belägna kontorsfastigheterna.

Källor: Sedis, Riksbanken och Citymark.

Om återhämtningen i ekonomin dröjer riskerar hyresgästernas lönsamhet att försvagas ytterligare, vilket på olika sätt kan leda till ännu fler vakanser och lägre hyresnivåer. I ett sådant läge riskerar fastighetsföretagens resultat och förmåga att klara räntebetalningar att försämrast, vilket kan medföra försämrade finansieringsvillkor. Eftersom flera företag fortfarande har relativt korta ränte- och kapitalbindningstider kan negativa effekter slå igenom ganska snabbt. Längre ränte- och kapitalbindningstider skulle därför stärka företagens motståndskraft mot sådana störningar. Förutsättningarna för välgrundade riskbedömningar skulle dessutom kunna förbättras genom ökad transparens i den externa rapporteringen, särskilt kring värderingsantaganden och villkoren vid köp och försäljning av fastigheter.

1.3 Det svenska finansiella systemet

Storbankernas buffertar skapar ett bra utgångsläge

De svenska storbankerna har låga kreditförluster och fortsatt god lönsamhet bland annat till följd av höga räntenetton. Lägre marknadsräntor har dock gjort att räntenettona minskat något under senare tid. Bankerna har goda marginaler till kraven på kapital och likviditet, vilket sammantaget ger dem god förmåga att upprätthålla sin verksamhet även vid oväntade störningar. Att den kontracykliska kapitalbufferten är på den neutrala nivån 2 procent innebär också att det finns utrymme för Finansinspektionen att sänka bufferten vid behov, vilket underlättar för bankerna att upprätthålla sin kreditgivning vid en större störning.

Konsumentkreditbankerna har ett något sämre utgångsläge än storbankerna. Vissa av dem har förhållandevis små marginaler ner till kapitalkraven, bland annat på grund av lägre lönsamhet och större reserveringar för kreditförluster. Marknadsbaserade mått på systemrisk indikerar också att flera konsumentkreditbanker kan uppvisa en relativt hög känslighet vid en eventuell kris (se ANALYS – SRISK i den svenska banksektorn).

ANALYS – SRISK i den svenska banksektorn¹⁶

För att bedöma systemrisk i banksektorn kan man använda olika typer av mått. Ett sådant är det marknadsbaserade systemriskmättet SRISK, som visar en banks förväntade kapitalunderskott om det uppstår en kris.¹⁷ Kapitalunderskottet avser det belopp som saknas för att banken ska kunna upprätthålla förtroendet från kapitalmarknaderna vid ett kraftigt börsfall. Beräkningen bygger på information om bankens storlek, skuldsättning och hur känslig bankens aktiekurs är för aktiemarknadsrörelser.¹⁸

SRISK speglar därmed hur stort eget kapital banken skulle behöva för att klara en kris jämfört med hur mycket eget kapital aktiemarknaden bedömer att banken kommer att ha i ett sådant läge. Enligt måttet betraktas den bank som uppvisar det största förväntade kapitalunderskottet som den som bidrar mest till systemrisken. Eftersom måttet baseras på aktieprisdata kan det normalt endast beräknas för börsnoterade banker. Nya metoder gör det dock möjligt att uppskatta måttet även för banker som inte är noterade, vilket bidrar till en mer heltäckande analys av den svenska banksektorn.

För svenska banker visar beräkningarna att det förväntade kapitalunderskottet främst drivs av storbankerna (se diagram 4, vänster). Det framgår också att underskotten har varit på högre nivåer de senaste åren än tidigare, vilket kan hänga samman med den ökade osäkerheten i omvärlden och att aktiemarknaden tidvis varit väldigt volatil. Eftersom SRISK också bygger på hur bankernas aktiepriser samvarierar med marknaden, påverkas måttet av den allmänna marknadsvolatiliteten. När oron på de finansiella marknaderna ökar, stiger typiskt sett samvariationen mellan bankernas aktier och marknaden i stort, vilket gör att SRISK tenderar att öka. Detta syns tydligt i diagrammet, där de skattade underskotten till exempel steg under coronapandemin och bankoron i USA våren 2023. Mindre banker har typiskt sett små eller inga underskott enligt måttet, vilket indikerar att de inte bidrar till systemrisken i banksektorn var och en för sig.

¹⁶ För metoddiskussion och fler resultat se D. Krygier och J. Li (2025), "SRISK in the Swedish banking system", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

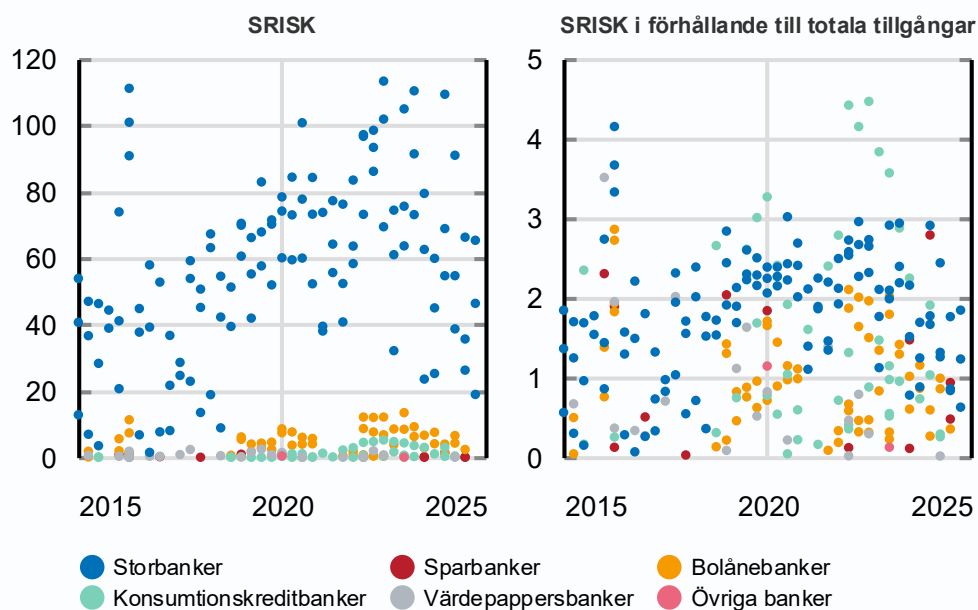
¹⁷ Måttet baseras på marknadsinformation i form av aktiepriser och kan anses spegla marknadsaktörers samlade förväntningar om risker, och kan därför ge signaler om förändringar i riskbilden tidigare än exempelvis bokföringsdata. Se C. Brownlees och R. F. Engle (2016), "SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk", *Review of Financial Studies*, volume 30, issue 1, 48-49.

¹⁸ Måttet kan därför vara till hjälp för att snabbt fånga förändringar i aktiemarknadens syn på risk i den enskilda banken. Kapitalunderskotten (SRISK) beräknas givet ett stressat scenario som innefattar ett fall på OMXSPI på 40 procent över en period på 6 månader.

Om man i stället relaterar bankernas kapitalunderskott till deras totala tillgångar uppvisar dock vissa mindre aktörer – särskilt konsumentkreditbanker – relativt stora underskott (se diagram 4, höger). Det tyder på att dessa banker kan vara mer sårbara än större banker i kriser, vilket sannolikt förklaras av att de ofta är mindre lönsamma och tar större risk. Om flera sådana banker skulle få problem samtidigt, kan det i förlängningen bidra till att problemen sprids till resten av banksystemet.

Diagram 4. Skattat kapitalunderskott (SRISK) för enskilda banker

Miljarder kronor, procent



Anm. Varje prick motsvarar en bank vid en given tidpunkt (kvartal) där SRISK är positivt. Färgen på pricken visar vilken typ av bank det är. Det vänstra diagrammet visar de skattade kapitalunderskotten (SRISK) i miljarder kronor över tid, medan det högra diagrammet visar motsvarande som andel (procent) av respektive banks totala tillgångar. Beräkningarna inkluderar 69 svenska banker av vilka nio är noterade på börsen, och har delats in enligt Finansinspektionens klassificering.

Källa: Riksbanken.

Omvärldsläget belyser vikten av beredskap och motståndskraft

De svenska storbankerna har omfattande verksamhet i utlandet, särskilt i Sveriges närområde. De finansiella riskerna kopplade till dessa verksamheter bedöms i nuläget vara begränsade för bankkoncernerna i sin helhet. Däremot är bankernas operationella beroende av verksamheten i utlandet betydande, vilket innebär sårbarheter. Bankerna har stärkt sin beredskap och förmåga att hantera operativa risker, som cyberhot och beroenden av tredjepartsleverantörer. Men mot bakgrund av det allvarliga säkerhetspolitiska läget är det viktigt att bankerna fortsätter att öka sin operativa motståndskraft och säkerställa tillgången till viktiga stödfunktioner och andra tjänster för hela bankkoncernen och dess kunder.

Storbankerna har för närvarande god likviditet med marginaler väl över kraven på likviditetstäckning (LCR och NSFR). Riksbankens löpande stresstester visar att den kort-siktiga likviditetsberedskapen dessutom har stärkts över tid.¹⁹ Det beror delvis på att löptiden i bankernas marknadsfinansiering förlängts. Samtidigt har inlåningen i banksektorn varit relativt oförändrad, och tillgången på amerikanska dollar varit god.

Storbankerna är dock fortsatt sårbara för störningar på de globala finansiella marknaderna, eftersom en betydande del av deras finansiering sker i utländsk valuta, ofta med kort löptid. En del av de amerikanska dollar som bankerna lånar upp placeras som en likviditetsbuffert hos den amerikanska centralbanken, medan en annan del används för utlåning via valutaderivat till bland annat försäkringsföretag och pensionsfonder. En försämring av marknadslikviditeten – särskilt på dollarmarknaden – skulle snabbt kunna försvåra bankernas upplåning. Om bankerna inte kan eller vill förlänga sina valutaderivat kan det innebära att försäkringsföretagens och pensionsfondernas valutasäkring av tillgångar i utlandet minskar.²⁰ För att bland annat kunna förse sina kunder med utländsk valuta är det viktigt att bankerna upprätthåller en god likviditet i alla relevanta valutor.

Det är även viktigt att Riksbankens penningpolitiska motparter har operativ förmåga och vilja att låna ut och själva låna på dagslånemarknaden, samt vid behov använda Riksbankens utlåningsfaciliteter för att tillgodose sitt behov av likviditet i svenska kronor.²¹ Prissättningen på penningmarknaden, främst för valutaderivattransaktioner, har vid ett antal tillfällen uppvisat förhöjda räntor, vilka överstigit nivån för lån i Riksbankens stående faciliteter. Dessa faciliteter syftar till att underlätta tillgången på likviditet i svenska kronor, och ska ses som ett naturligt alternativ för Riksbankens penningpolitiska motparter. Det är centralt för såväl penningmarknadens funktionssätt som Riksbankens räntestyrning att faciliteterna faktiskt utnyttjas när det finns behov. En bättre förmåga och en vilja bland penningpolitiska motparter att använda dagslånemarknaden och Riksbankens utlåningsfaciliteter skulle främja utjämningen av likviditet mellan bankerna och minska volatiliteten i korta marknadsräntor.

Fondernas likviditetsrisker kan begränsas med nya verktyg

Investeringsfonder fortsätter att växa och spelar en allt viktigare roll i det finansiella systemet, både i Sverige och i Europa. Som kapitalplacerare påverkar de hur marknader fungerar och bidrar i allt större utsträckning till kreditförsörjningen av framför allt icke-finansiella företag. Exempelvis äger svenska företagsobligationsfonder omkring 40 procent av företagets utestående obligationer i svenska kronor, och knappt hälften av fastighetsföretagens emitterade obligationer i svenska kronor.

Många fonder erbjuder daglig inlösen, men har inga eller endast mycket korta uppsägningstider. Samtidigt kan vissa av deras tillgångar, som företagsobligationer, vara

¹⁹ Stresstesterna baseras på antaganden om hur banker historiskt har påverkats av likviditetsstress, och speglar därför inte fullt ut den osäkerhet som nu råder, se M. Danielsson och J. Manfredini (2019), "Riksbankens metod för stresstest av bankers likviditet", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

²⁰ Se fördjupningen "Sammanlänkningen mellan försäkringsföretag, AP-fonder och banker via valutamarknaden" i *Finansiell stabilitet* 2020:1, Sveriges riksbank.

²¹ Se tal av Erik Thedéen, "Bankerna behöver ha en mer aktiv likviditetshantering", 11 september 2025, Sveriges riksbank.

svåra att sälja i stressade marknadslägen. Det skapar betydande likviditetsrisker. Riksbanken har länge påtalat behovet av att minska dessa risker, inte minst i företagsobligationsfonder. Under de senaste åren har flera initiativ tagits för att minska likviditetsriskerna, däribland åtgärder som syftar till att göra handeln med företagsobligationer mer motståndskraftig vid marknadsstress.²²

I maj presenterade Fondmarknadsutredningen ett antal förslag för att stärka konkurrenskraften och motståndskraften på den svenska fondmarknaden.²³ Bland annat föreslås att fonder ska få tillgång till ett bredare urval av särskilda likviditetshanteringsverktyg. Eftersom dessa verktyg fyller olika funktioner bör fonderna inte nöja sig med minimikravet på två verktyg.²⁴ Exempelvis kan inlösenparrar och förlängda uppsägningstider vara särskilt värdefulla när det tillfälligt är svårt att prissätta fondens tillgångar. Prisbaserade verktyg – som inlösenavgifter, swing-prissättning och dubbel prissättning – kan i stället vara effektiva för att hantera uttagsanstormningar.

Kombinationen av att annan inlösenfrekvens än daglig tillåts och att uppsägningstider kan införas i värdepappersfonder, som Fondmarknadsutredningen föreslår, kommer att minska fondernas likviditetsrisker. En lägre inlösenfrekvens minskar sannolikheten för uttagsanstormningar, medan längre uppsägningstider ger fondbolagen mer tid att avveckla tillgångar på ett ordnat sätt för att möta uttag. Dessa båda möjligheter är särskilt värdefulla för företagsobligationsfonder. För att de nya reglerna ska få fullt genomslag är det också viktigt att fondistributörer, främst Fondtorgsnämnden och tjänstepensionsföretagens valcentraler, anpassar sig genom att de fonder som uppfyller de nya reglerna också kvalificerar sig för att få delta på deras plattformar.

Pensions- och försäkringsföretagens aktieinnehav är stort och koncentrerat

De senaste åren har försäkrings- och pensionsföretagens aktieinnehav ökat och utgör nu nästan 60 procent av deras placeringstillgångar (se diagram 5, vänster).²⁵ Aktieportföljerna hos de åtta största försäkrings- och pensionsföretagen, som tillsammans står för nästan 90 procent av sektorns placeringstillgångar, har dessutom blivit alltmer lika (se diagram 5, höger). Även om företagen var för sig kan ha väl diversifierade portföljer innebär detta att deras portföljer blivit mer korrelerade med varandra. Drygt en tredjedel av aktietillgångarna är i amerikanska dollar, och en växande andel är koncentrerad till ett fåtal stora amerikanska teknikföretag.

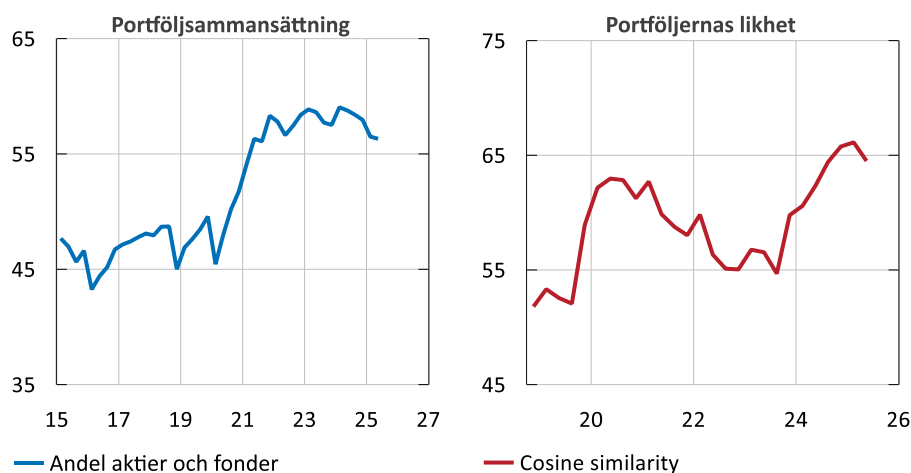
²² Exempel på initiativ inkluderar Fondbolagens förenings krav på rapportering av nya riskmått som spreadexponering, Svensk värdepappersmarknads transparensrekommendation, samt Föreningen för god sed på värdepappersmarknadens pågående självregleringsarbete av företagsobligationsmarknaden.

²³ Se "En starkare fondmarknad", delbetänkande av Fondmarknadsutredningen, SOU 2025:60, maj 2025.

²⁴ Se Riksbankens remissvar på "En starkare fondmarknad", SOU 2025:60, september 2025.

²⁵ Avser enbart tjänstepension- och livförsäkringsföretagens placeringstillgångar med egen placeringsrisk.

Diagram 5. Pension- och försäkringsföretagens aktier och portföljernas likhet
Procent



Anm. Vänster diagram avser andelen aktier och fonder av försäkrings- och pensionsbolagens totala placeringstillgångar. Höger diagram avser måttet cosine similarity, som visar hur lika aktieportföljernas sammansättning är på en skala från 0 (helt skilda) till 100 (identiska), för de åtta största försäkrings- och pensionsföretagen.

Källor: Svensk Försäkring och Riksbanken.

Den ökade koncentrationen, de höga aktievärderingarna – särskilt bland teknikföretagen – och det osäkra omvärldsläget har gjort försäkrings- och pensionsföretagens placeringsportföljer mer riskfyllda. Företagen har dock god solvens och betydande buffertar, vilket gör att de kan fullgöra sina åtaganden även vid större fall i aktiekurserna. De är dock nära sammanlänkade med det övriga finansiella systemet, bland annat genom stora innehav av säkerställda obligationer, företagsobligationer och exponeringar mot bankerna via valuta- och räntederivat. Hur dessa företag väljer att agera vid en störning kan därför påverka prisbildningen och funktionssättet på olika tillgångsmarknader.

Den finansiella infrastrukturen fungerar väl men är sårbar

Tillgängligheten i den finansiella infrastrukturen har varit hög under hösten och det har endast varit ett fåtal incidenter. Störningar hos enskilda banker har dock fortsatt att påverka deras kunders möjligheter att betala med Swish. Cyberattacker mot infrastrukturen har minskat jämfört med i våras, men hotbilden kvarstår, framför allt i form av överbelastningsattacker (DDoS).²⁶ Samtidigt har skyddet mot sådana attacker förbättrats, vilket har bidragit till att de kunnat hanteras effektivt. Cyberskyddet behöver dock fortsatt vara ett prioriterat område för de finansiella infrastrukturföretagen. Ett starkt fokus på att förebygga och hantera cyberhot är centralt för att öka systemets motståndskraft, särskilt mot bakgrund av det försämrade säkerhetspolitiska läget.

Infrastrukturföretagen är nära sammanlänkade med varandra och betalningsflödena har blivit alltmer komplexa, med flera mellanhänder inblandade. Det kan förändra

²⁶ Se G. Ström, (2025), "Överbelastningsattacker i den finansiella sektorn", *Ekonomiska kommentarer* nr 10, Sveriges riksbank.

riskbilden och minska transparensen kring vem som ansvarar för riskerna i en transaktion och var dessa risker kan materialiseras. Riksbanken har därför undersökt infrastrukturföretagens deltagarkrav och hur de följs upp – vilket är en central del av deras riskhantering – och funnit vissa brister bland några av företagen. Uppföljningen av deltagare sker med varierande kvalitet och omfattning. Företagen förlitar sig dels på den statliga tillsynen som deras deltagare står under, dels på andra infrastrukturföretags krav och uppföljning, eftersom många deltagare är gemensamma. Det är viktigt att företagen tar ett större eget ansvar och skaffar sig en självständig uppfattning om de risker hos sina deltagare som också kan ha betydelse för infrastrukturens sårbarhet. Brister i deltagarkraven kan annars leda till att både operationella och finansiella risker materialiseras. Riksbanken bedömer exempelvis att vissa infrastrukturföretag bör införa mer ändamålsenliga deltagarkrav, vilket skulle kunna göra deras betaltjänster mer tillgängliga och robusta.

FÖRDJUPNING – Växande marknad för stablecoins ställer centralbanker inför nya frågeställningar

Även om marknaden för stablecoins fortfarande är liten i förhållande till det globala finansiella systemet växer den mycket snabbt, framför allt i USA. Om användningen fortsätter att öka snabbt kan risker uppstå, exempelvis genom uttagsanstormningar, ett ökat beroende i Europa av utländsk infrastruktur, bristande transparens och finansiering av kriminella aktiviteter. Det är därför positivt att flera länder har infört regelverk för stablecoins. Utvecklingen går dock så fort att regelverken kan behöva anpassas och harmoniseras. Stablecoins gränsöverskridande natur är också ett starkt skäl för samarbete och samsyn mellan myndigheter i olika länder. Det är därtill viktigt att centralbankens avvecklingstjänster används då pengar förs in i, och ut ur, ett stablecoinssystem eller om en större marknad för tokeniserade värdepapper skulle växa fram.

Vad är stablecoins?

Stablecoins är digitala tillgångar i ett decentraliserat system

Stablecoins är en kryptotillgång som ges ut av privata aktörer i form av så kallade tokens. Dessa kan liknas vid digitala mynt som kan programmeras för att få olika specifika egenskaper.²⁷ Till skillnad från andra kryptotillgångar är stablecoins tänkta att ha ett stabilt värde över tid, vanligen genom att de följer priset på en officiell valuta.²⁸

Innehavet av stablecoins innebär en fordran på emittenten, på samma sätt som bankinlåning är en fordran på en bank. För att det ska fungera som avsett behöver emittenten ha tillräckligt med likvida tillgångar för att ersätta innehavaren när denne vill lösa in sin fordran. Att banker står under särskild tillsyn och reglering, med explicita krav på att de ska ha tillräckligt med kapital och likviditet, bidrar till att säkerställa att bankinlåning är en trovärdig fordran. Trovärdigheten för bankinlåningen stärks ytterligare av att det finns en statlig insättningsgaranti, om bankerna trots allt skulle falla. Aktörer inom stablecoinssystem, exempelvis emittenter, står också under tillsyn som dock är mindre omfattande än för banker. Det krävs även att emittenten har en reserv

²⁷ Se Faktaruta "Tokenisering: Ny teknik för effektivare finansiell infrastruktur", *Finansiell stabilitet* 2024:2, Sveriges riksbank.

²⁸ En mer detaljerad genomgång av stablecoins finns i Ingram Bogusz, C. m.fl. (2025), "Stablecoins kan ge bättre betalningar, men risker kvarstår", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

av tillgångar som åtminstone ska motsvara värdet på de stablecoins man har gett ut, så att de alltid kan lösas in till den givna valutakursen.

Vilka tillgångar reserven består av skiljer sig mellan olika stablecoins. Det vanligaste är högljuckade tillgångar, som bankinlåning eller statsobligationer med kort löptid.²⁹ Inom EU kallas sådana stablecoins e-money token (EMT). Men reserverna kan också bestå av guld eller andra kryptotillgångar. Sådana stablecoins kallas asset referenced tokens (ART). Därtill finns det stablecoins som inte har några reserver alls, utan utbudet justeras automatiskt för att de ska ha ett stabilt värde. Dessa, så kallade algoritmiska stablecoins, täcks dock inte explicit av EU:s regelverk, vilket innebär att rättsläget avseende dessa är oklart inom EU (se FAKTA – Flera länder har infört reglering av stablecoins).

En viktig skillnad mellan stablecoins och traditionella pengar är graden av centralisering. När en part vill ha tillgång till stablecoins betalar denne emittenten, eller en säljare av stablecoins på en handelsplats, med traditionella pengar, och får stablecoins i utbyte. Innehavet hålls i en digital plånbok och transaktionerna registreras i en blockkedja. Ett stablecoinsystem består således av emittenter, handelsplatser, plånböcker samt en eller flera blockkedjor.³⁰ I motsats till transaktioner med traditionella pengar är ingen central aktör inblandad, som exempelvis en centralbank eller ett clearinghus. Informationen om innehavaren och dennes transaktioner är i stället utspridd. Det gäller särskilt i de fall som självförvaltande plånböcker används.

FAKTA – Flera länder har infört reglering av stablecoins

Regleringen av stablecoins varierar beroende på jurisdiktion. Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) är EU:s regelverk för kryptotillgångar. Regelverket började gälla i slutet av 2024 och fokuserar huvudsakligen på konsumentskydd, marknadsintegritet och grundläggande stabilitetsrisker. För att få emittera stablecoins krävs tillstånd från nationella tillsynsmyndigheter. Det krävs även för leverantörer av exempelvis plånboks- och handelsplatstjänster.³¹ Utöver ett visst eget kapital måste emittenten ha full täckning i reserver, det vill säga värdet på tillgångarna i reserven ska motsvara värdet på emitterade stablecoins. Köparen ska kunna lösa in sina stablecoins till fullt värde mot den valuta den är knuten till, utan avgift och fördröjning. Stablecoins får inte heller uppbära ränta.

Den amerikanska regleringen, Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins (GENIUS Act), förväntas träda i kraft i början av 2027. GENIUS omfattar så kallade "betalningsstablecoins" kopplade till dollar. Dessa liknar EMT:er under MiCAR,

²⁹ Avkastningen från dessa reserver, till exempel på statspapper, är den huvudsakliga inkomstkällan för emittenter av stablecoins.

³⁰ Det finns dels plånböcker som tillhandahålls och förvaltas av tredje part, dels sådana som innehavaren själv hanterar och ansvarar för. I det första fallet kan företaget som står för plånbokstjänsten ha information om innehavaren av kontot och tillgångarna. I det andra fallet är informationen begränsad till innehavaren av plånboken.

³¹ Här avses så kallade Crypto Asset Service Provider (CASP).

men med flera tillåtna typer av höglivda tillgångar i reserven. Emittenten ges möjlighet att ta ut inlösenavgifter, men det krävs transparens kring dessa.³² Liksom MiCAR kräver GENIUS tillstånd från tillsynsmyndigheter, att värdet på underliggande tillgångar ska täcka det utgivna värdet och att emittenten inte får betala ränta. Utformningen av den amerikanska regleringen har uttryckligen syftat till en ökad internationell användning av stablecoins utgivna i dollar, för att stärka dollarns ställning. Detta skulle också öka efterfrågan på amerikanska statspapper, och därmed underlätta finansieringen av den amerikanska statsskulden.

Stablecoins har flera möjliga användningsområden

Decentraliseringen möjliggör nästintill omedelbar avveckling dygnet runt, vilket underlättas av att tokens är programmerbara. Det betyder att de kan innehålla programkod som möjliggör automatiserade transaktioner och avveckling under vissa på förhand angivna förutsättningar, vilket medger simultant utbyte av tillgångar och stablecoins (Delivery-versus-Payments). Det tar i princip bort risken att den ena parten i en transaktion inte får vad den har betalat för, och vice versa. Detta gör stablecoins attraktiva för flera olika användningsområden, exempelvis vid handel med tokeniserade traditionella finansiella tillgångar som aktier, företagsobligationer och statspapper. Sådan handel nämns ofta som ett användningsområde med stor tillväxtpotential.³³

Även gränsöverskridande handel kan underlättas. Många blockkedjor, som exempelvis Ethereum, utgör globala infrastrukturer och är specifikt konstruerade för att möjliggöra verksamhet över nationsgränser. Stablecoins som använder sådana blockkedjor kan bidra till att göra gränsöverskridande betalningar billigare och snabbare.³⁴ Idag utgörs ungefär sex procent av alla transaktioner med stablecoins av internationella betalningar och överföringar.

Fortfarande är dock den helt dominerande användningen av stablecoins som betalningsmedel vid handel med andra kryptotillgångar eller spekulativa tillgångar inom DeFi (decentraliserad finans).³⁵ Denna typ av handel utgör uppskattningsvis 90 procent av alla transaktioner med stablecoins.

Marknaden för stablecoins växer snabbt

Det sammanlagda värdet på stablecoins i världen har vuxit från fyra miljarder amerikanska dollar 2020 till 263 miljarder i dag (se diagram 6). I termer av utgivet värde är de största stablecoins USDT (USD 183 miljarder), USDC (USD 74,9 miljarder), USD1

³² Det finns också regleringar bland annat i Schweiz, Singapore, Hong Kong, El Salvador och Förenade Arabemiraten. Flera andra jurisdiktioner arbetar med att ta fram regleringar.

³³ Detta nämns som ett av motiven bakom det initiativ som ett konsortium av EU-banker, där SEB ingår, tagit för att emittera en stablecoin i euro. Se pressmeddelande SEB, september 2025: [SEB joins consortium with major European banks to issue stablecoin | SEB](#).

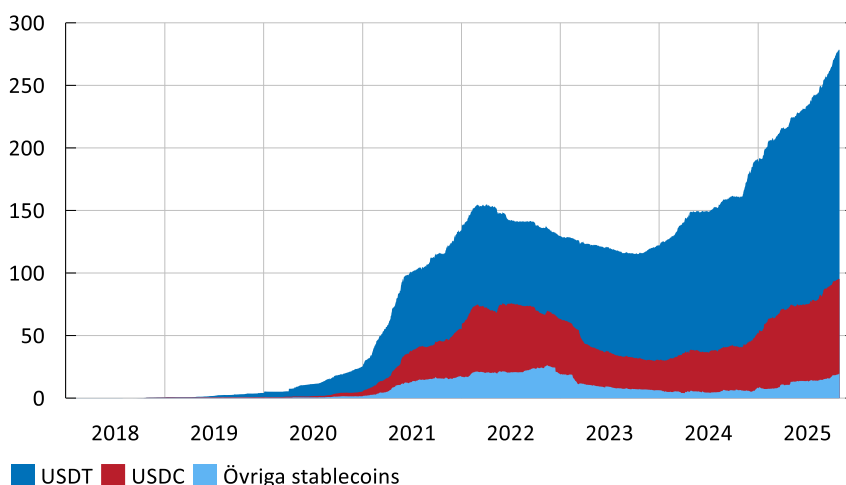
³⁴ Se "The 2024 Geography of Crypto Report", Chainalysis, och "Remittance Prices Worldwide Quarterly", Issue 50, juni 2024, The World Bank. Världsbanken uppskattar att det kan sänka kostnaden för en internationell överföring till afrikanska länder söder om Sahara med upp till 60 procent.

³⁵ DeFi kan beskrivas som ett ekosystem av centraliserade och decentraliserade finansiella tjänster och applikationer som bygger på blockkedjeteknik, och använder smarta kontrakt och självkörande program för att automatiskt verkställa och säkra transaktioner.

(USD 2,9 miljarder) and PYUSD (USD 2,8 miljarder). De senaste tolv månaderna gjordes transaktioner motsvarande 9 900 miljarder dollar.³⁶ Nästan alla stablecoins är utgivna i dollar. Det finns i dag inga stablecoins i svenska kronor och en mycket begränsad mängd i euro.

Diagram 6. Totalt emitterat värde på de två största stablecoins i cirkulation

Miljarder US dollar



Anm. USDT emitterades av Tether, och USDC av Circle. I övriga stablecoins ingår bland annat USD1 (emitterad av World Liberty Financial) och PYUSD (emitterad av Paxos på uppdrag av PayPal).

Källa: DefiLlama.

Den snabba utvecklingen kan medföra risker

Även om marknaden för stablecoins än så länge är relativt begränsad innebär den snabba tillväxten att risker och utmaningar snabbt kan växa och bli systemhotande.

Snabbheten och automatiseringen kan leda till uttagsanstormningar och instabilitet

Banker har alltid löpt risken att insättarna börjar tvivla på att banken kommer att leva upp till sina åtaganden, med följderna att många insättare i vissa situationer vill ta ut sina pengar samtidigt. Det brukar kallas en uttagsanstormning. På liknande sätt löper emittenter av stablecoins risken att många samtidigt vill lösa in sina innehav. Risken förstärks av sammankopplingen med DeFi och de automatiserade och snabba skeenden som möjliggörs av att stablecoins kan programmeras. Innehaven skyddas dessutom inte av någon insättningsgaranti.

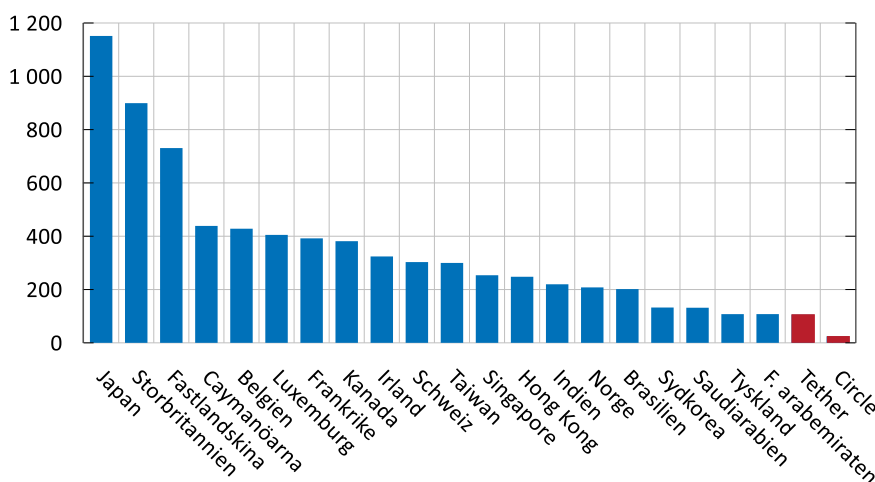
I en sådan situation, där många samtidigt vill lösa in sina innehav, skulle emittenten snabbt behöva sälja stora mängder underliggande tillgångar. Det kan pressa ner priserna på tillgångarna så mycket att intäkterna inte räcker för att emittenten ska kunna lösa in sina utgivna stablecoins till deras fulla värde. Det här skulle påverka emittenter

³⁶ Enligt uppgift från Visa Onchain Analytics Dashboard.

och innehavare av stablecoins, men också aktörer i det traditionella finansiella systemet, exempelvis banker, fonder och försäkringsbolag, som äger samma slags tillgångar som emittenten måste sälja. Fortfarande är riskerna begränsade, framför allt inom EU. Men om marknaden för stablecoins fortsätter att växa snabbt, och därmed även sammanlänkningsen med den traditionella finansiella sektorn, kan det innebära risker för den finansiella stabiliteten. Det illustreras bland annat av att emittenter av amerikanska stablecoins redan har stora innehav av amerikanska statspapper (se diagram 7).

Diagram 7. Innehavare av amerikanska statspapper

Miljarder US dollar



Anm. Avser ägare av US treasuries. Data för stablecoins emittenterna Tether och Circle (i rött) avser självdeklarerade innehav. Tethers innehav avser deklarerat innehav för 30 juni 2025.

Källor: US Dept of Treasury, Tether och Circle.

Ökat utlandsberoende kan innebära sårbarheter

Inom EU pågår en intensiv diskussion om beroenden av utomeuropeiska aktörer, och behovet av att själv kunna tillhandahålla olika strategiska nyttigheter. Frågeställningen aktualiserades under pandemin och i samband med Rysslands invasion av Ukraina. Flera sårbarheter i form av alltför stort utlandsberoende uppdagades, bland annat vad gäller medicin, energi och IT-resurser. Problematiken har fått ytterligare aktualitet i samband med att länder har börjat använda tillgången till viktiga varor och tjänster som påtryckningsmedel i handelspolitiska syften.

Diskussionen om EU:s utlandsberoende omfattar även det finansiella området, inte minst betalningslösningar, där marknaden idag domineras av amerikanska kortleverantörer som Visa och Mastercard, och leverantörer av molntjänster. Det finns en oro för att samma beroende kan uppstå för stablecoins, antingen genom att utomeuropeiska emittenter av stablecoins blir dominerande, eller om globala blockkedjeinfrastrukturer som står utanför de egna myndigheternas kontroll används för att genomföra transaktioner. Speciellt allvarligt skulle ett sådant beroende vara om EU-medborgare använder stablecoins vars emittent inte har tillstånd inom EU. Användarna skulle då inte skyddas av EU:s regelverk.

Regelarbitrage kan skapa risker

Den utveckling av regelverk för stablecoins som pågår i olika jurisdiktioner syftar inte bara till att reglera marknaden med ett tydligt juridiskt ramverk, utan också till att stimulera innovation och ekonomisk tillväxt. Det finns därför en risk att länder använder regelverken som konkurrensmedel, och inför mindre strikt reglering i syfte att locka till sig olika verksamheter. Detta möjliggör så kallat regelarbitrage, där aktörer utnyttjar regleringsskillnader mellan länder för sin egen vinning.

Ett exempel på ett möjligt regelarbitrage är det som kallas ”multi issuance”. Det är en situation där en emittent inom EU och en emittent utanför EU, exempelvis i USA, ger ut ett gemensamt stablecoin i samma valuta, som kan lösas in i båda jurisdiktionerna. Här spelar skillnader i lagstiftning mellan EU och USA en viktig roll. Inlösen av stablecoins under MiCAR kan nämligen vara mer gynnsam än under GENIUS för inlösaren, bland annat eftersom man inte får ta ut några inlösningsavgifter inom EU. På så vis kan en inlösenström riktas mot EU-emittenten, vilket då ställer krav på att säkerheterna också flyttar från USA till EU. Problemet är att stablecoins typiskt sett rör sig snabbare över gränserna än säkerheterna, vilket skapar en obalans mellan mängden stablecoins och säkerheter i den berörda jurisdiktionen. Eftersom begreppet multi issuance inte existerade då MiCAR beslutades är det inte reglerat i EU-lagstiftningen och rättsläget är därmed oklart.³⁷

Stablecoins kan användas för kriminella syften

Det faktum att stablecoins oftast fungerar på ett decentraliserat sätt gör det svårt att veta vem som innehar stablecoins och vilka transaktioner som görs av vem. Uppgifter om innehavare av stablecoins finns till exempel inte hos emittenten, utan hos plånboksleverantörer eller handelsplatserna. Ibland används dessutom självförvaltande plånböcker som är oberoende av plånboksleverantörer och därmed helt utan insyn. Den öppna blockkedjan ger transparens på transaktionsnivå, men utan direkt koppling till identiteten hos den som gör transaktionen. Detta innebär att spårning och ingripande vid misstänkt kriminell aktivitet försvåras. Dessutom kan många av dessa aktörer verka utanför EU:s jurisdiktion, vilket ytterligare begränsar möjligheten till effektiv tillsyn och eventuella åtgärder. Stablecoins riskerar därmed att användas för kriminella syften, som penningtvätt, terrorfinansiering och droghandel.

Avslutande reflektioner och policybudskap

Riksbanken är generellt positiv till innovation och ser exempelvis ett behov av att göra gränsöverskridande betalningar billigare, snabbare och mer transparenta. Teknologin bakom stablecoins, blockkedjan, kan bidra till detta, men det är inte det enda. Här har privata banker och centralbanker en viktig roll i att förbättra existerande system för

³⁷ ESRB har nyss publicerat en rekommendation om multi-issue av stablecoins. Man rekommenderar att EU-kommissionen tolkar MiCAR som att registrering av sådana stablecoins inte är tillåten. Se även ESRB/2025/9, ”Recommendation of the European Systemic Risk Board of 25 September 2025 on third-country multi-issuer stablecoin schemes”.

sådana betalningar.³⁸ Fortfarande finns det också många utestående frågor kring hur stablecoins kommer att utvecklas och påverka det finansiella systemet som helhet. Redan nu kan ett antal risker och utmaningar identifieras, varav vissa behöver hanteras i nutid, medan andra hänger samman med den snabba tillväxten.

En viktig aspekt är att det framöver etableras en internationell samsyn kring regelverket för utgivning av stablecoins och finansiella tjänster som bygger på dessa. Som exempel finns det behov av att enas inom EU om hur problematiken kring multi issuance, och de gränsöverskridande spridningsrisker det kan ge upphov till, bör hanteras. Det är också viktigt att säkerställa att kraven på utgivarna anpassas efter hur systemriskerna kopplade till stablecoins utvecklas.

Att användandet av stablecoins oftast är decentraliserat och gränsöverskridande ställer också krav på nya samarbetsformer mellan myndigheter i olika länder för att säkerställa en effektiv övervakning. Om emittenter och andra aktörer erbjuder tjänster baserade på stablecoins är det viktigt att de omfattas av, och lever upp till, samma krav på att motverka penningtvätt, kriminell verksamhet och finansiering av terrorism som traditionella aktörer som erbjuder liknande tjänster.

ECB:s arbete med en digital euro har under det senaste året delvis motiverats av framväxten av amerikanska stablecoins och behovet av en betalningsinfrastruktur som är oberoende av utomeuropeiska aktörer. Med en digital euro skulle ECB kunna erbjuda en funktionalitet som på många sätt kan matcha stablecoins och därmed minska behovet av dessa. Beroende på hur marknaden för stablecoins utvecklas, och om en digital euro införs, kan frågan uppstå hur Sverige påverkas och återaktualisera diskussionen om en e-krona.³⁹ Det är viktigt att det finns en beredskap för en sådan diskussion såväl på politisk nivå som bland myndigheter och inom den privata sektorn.

Avveckling hos en centralbank möjliggör hantering av kredit- eller avvecklingsrisker genom att centralbankspengar saknar kreditrisk och det finns en tydlig så kallad finalitet, det vill säga en tidpunkt när en betalningsskyldighet har fullgjorts och inte kan återkallas. Därmed minskar risken för spridning av finansiell stress mellan finansiella institut. Om det längre fram skulle uppstå en betydande marknad för stablecoins i svenska kronor är det därför viktigt att de pengar som förs in och ut ur ett legitimt stablecoinsystem går via Riksbankens avvecklingstjänster.

När man använder nya infrastrukturer uppstår nya operationella risker och beroenden. Det är därför viktigt att marknadsaktörer inte ser stablecoins som ett alternativ till centralbankers avvecklingstjänster, exempelvis för större betalningar mellan finansiella institut vid värdepappersaffärer, eller marknader som är viktiga av andra anledningar, då detta skulle kunna leda till alltför stora exponeringar mot stablecoinemittenten. Det kan även uppkomma legala risker, till exempel otydlig finalitet, om den

³⁸ G20 och CPMI har utformat ett åtgärdsprogram för att göra gränsöverskridande betalningar snabbare, billigare och mer transparenta. Mer information finns hos BIS: [CPMI Cross-border payments programme](#).

³⁹ Mer information om Riksbankens arbete med e-kronan: [E-kronor – statliga pengar i digital form | Sveriges Riksbank](#)

blockkedja som används inte är ett anmält avvecklingssystem.⁴⁰ Om en större marknad för tokeniserade tillgångar växer fram kommer ett säkert sätt att avveckla dessa tillgångar att behövas. ECB håller på att utveckla en sådan möjlighet i sin betalinfrastruktur.⁴¹ Sverige är också inblandat i detta moderniseringsarbete i samband med anslutningen till T2, och kan i framtiden ansluta sig till de tekniska lösningar som detta arbete resulterar i.

I den internationella diskussionen har det ibland framförts farhågor om att stablecoins skulle kunna påverka möjligheterna att bedriva en effektiv och självständig penningpolitik, eftersom en utbredd användning av stablecoins denominerade i dollar skulle kunna leda till en så kallad dollarisering av de berörda jurisdiktionerna.⁴² ⁴³ Likaså har det varnats för att privata banker skulle kunna få finansieringsproblem om deras inlåning omvandlas till stablecoins. Riksbankens bedömning är att dessa scenarier inte utgör en betydande risk inom EU, åtminstone inte i närtid.⁴⁴

Slutligen talar mycket för att stablecoins är här för att stanna. Sannolikt kommer marknaden att se olika ut i olika delar av världen, men användningen lär fortsätta att öka, även inom EU. Hur det kommer att påverka det finansiella systemet och dess aktörer är inte möjligt att säga med någon stor precision i dagsläget. Det beror bland annat på hur aktörer som privata banker och centralbanker agerar. Riksbanken, men också regeringen och andra svenska myndigheter, kommer därför ha anledning att fortsatt följa den här frågan noga och vara beredda att göra nödvändiga anpassningar i det finansiella systemet.

⁴⁰ Ett avvecklingssystem som är anmält enligt lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden, har regler som ger ett legalt skydd för finalitet.

⁴¹ Se pressmeddelande från ECB, juli 2025. [ECB commits to distributed ledger technology settlement plans with dual-track strategy](#).

⁴² Med dollarisering avses att dollar tar över den inhemska valutans roll som betalningsmedel.

⁴³ Se "Stablecoins and digital euro: friends or foes of European monetary policy", Monetary Dialogue Papers, June 2025, European Parliament.

⁴⁴ För vidare läsning se Ingram Bogusz, C. m.fl. (2025), "Stablecoins kan ge bättre betalningar, men risker kvarstår", Sveriges riksbank.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se