



Staff memo

# Hur höga är de svenska storbankernas kostnader för eget kapital?

Dominika Krygier och Stephan Wollert

Juni 2026

# Innehållsförteckning

1	Lönsamma banker spelar roll för den finansiella stabiliteten	4
1.1	Lönsamhet är viktigt för bankernas motståndskraft	4
1.2	Lönsamheten påverkas av många olika faktorer	5
1.3	Svenska bankers lönsamhet är god jämfört med europeiska	7
2	Kapitalkostnaden kan skattas på olika sätt	9
2.1	Faktormodeller och CAPM	9
2.2	Bankernas skattade kapitalkostnad är omkring 8 procent	15
2.3	Bankernas avkastning på eget kapital överstiger kapitalkostnaden för eget kapital	18
3	Antaganden och modellval påverkar resultaten	22
4	God lönsamhet bidrar till motståndskraft	23
	Referenser	24
	APPENDIX – Implicit beräknad kostnad för eget kapital	26

## Staff memo

I ett staff memo kan medarbetare på Riksbanken offentliggöra kvalificerade analyser i relevanta frågor. Det är en tjänstemannapublikation som är fri från policyslutsatser och individuella ställningstaganden i aktuella policyfrågor. Publikationen godkänns av berörd avdelningschef. De åsikter som uttrycks i staff memos är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

# Sammanfattning

---

Hur lönsamma är de svenska storbankerna utifrån aktiemarknadens avkastningskrav? I den här analysen undersöker vi detta genom att jämföra bankernas avkastning på eget kapital med ett marknadsbaserat avkastningskrav på eget kapital.

Resultaten visar att de svenska storbankerna har haft en avkastning på eget kapital som i genomsnitt överstigit aktiemarknadens krav. Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv tyder det på att bankerna har haft en god intjäning i förhållande till den risk som aktiemarknaden bedömer att deras verksamhet medför. Det skapar goda förutsättningar för bankerna att absorbera förluster, bevara starka kapitalrelationer och upprätthålla kreditgivningen även i perioder av stress. Under den studerade perioden har bankerna också kunnat upprätthålla starka kapitalrelationer samtidigt som utdelningar och aktieåterköp har genomförts.

Skattningarna är metodberoende och känsliga för antaganden. Men två olika mått indikerar båda att bankernas avkastning på eget kapital har överstigit marknadens krav, vilket stärker robustheten i resultaten. Tillsammans ger de en grundläggande bild av bankernas kostnader för eget kapital och kan nyansera diskussionen om bankernas lönsamhet.

---

Författare: Dominika Krygier, verksam vid avdelningen för finansiell stabilitet, och Stephan Wollert, tidigare verksam vid avdelningen för finansiell stabilitet.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Författarna vill rikta ett stort tack till alla som på olika sätt har bidragit till arbetet med denna analys genom värdefulla kommentarer, diskussioner och synpunkter. Eventuella kvarvarande fel och brister är våra egna.

# 1 Lönsamma banker spelar roll för den finansiella stabiliteten

## 1.1 Lönsamhet är viktigt för bankernas motståndskraft

Bankers lönsamhet är av central betydelse för den finansiella stabiliteten och kreditförsörjningen i ekonomin. Lönsamma banker har bättre förutsättningar att uppfylla regulatoriska kapitalkrav, att skapa och bevara managementbuffertar<sup>2</sup>, att hantera kreditförluster och att upprätthålla sin kreditgivning till allmänheten även i sämre tider. God lönsamhet bidrar därmed till att stärka bankernas förmåga att hantera olika störningar och minskar därmed risken för att problem i banksystemet får breda realkonsekvenser.<sup>3</sup>

I praktiken mäts bankernas lönsamhet ofta med nyckeltal som ROE (return on equity) som mäter avkastning på eget kapital. Måttet anger hur stor vinst banken genererar i förhållande till det egna kapitalet. Eftersom det egna kapitalet tillhör aktieägarna kan ROE sägas visa hur väl banken förvaltar de pengar aktieägarna investerat i banken. Måttet ger dock en begränsad bild av vad lönsamheten betyder för den finansiella stabiliteten. Ett högt ROE kan till exempel spegla att banken har en god intjäningsförmåga, men det kan också spegla att banken tar stora risker i sin verksamhet. För att man ska kunna bedöma om lönsamheten är tillräcklig i förhållande till risken behöver den därför relateras till bankens kostnad för eget kapital, det vill säga den avkastning som investerare kräver för att investera i bankens aktier utifrån den risk som bankens verksamhet, och därmed aktieägandet, är utsatt för.<sup>4</sup> Kapitalkostnaden fungerar därmed som en måttstock för om banken skapar ett ekonomiskt överskott utöver den ersättning som investerarna kräver som kompensation för sitt risktagande.

Att ställa ROE mot kapitalkostnaden är viktigt vid värderingen av företag i alla branscher men särskilt för banker, eftersom risktagande är en central del av deras affärsmodell. Kreditrisk är ett tydligt exempel. Förväntade kreditförluster är en löpande kostnad som ska täckas av prissättningen på lån och andra åtaganden, medan oväntade förluster belastar bankens egna kapital och ska kunna absorberas av kapitalbuffertar. Om bankens lönsamhet över tid överstiger kapitalkostnaden får den bättre förutsättningar att bygga upp kapital över tid. Det stärker även bankens förmåga att hantera oväntade förluster, exempelvis i ett stressat makroekonomiskt scenario, utan att riskera att bryta mot de kombinerade buffertkraven. Hur mycket lönsamheten betyder för motståndskraften beror också på hur vinsterna används. Utdelningar av vinsten kan till exempel bidra till en effektiv kapitalallokering genom att överskottskapital

---

<sup>2</sup> Managementbufferten består av frivilligt extra förlustabsorberande kapital som banken väljer att ha utöver Finansinspektionens kapitalkrav. Syftet är att minska risken att bryta mot kapitalkraven till följd av normala variationer i kapitalbasen och kapitalkraven. Storleken på bufferten bedöms normalt efter en avvägning mellan avkastning och risk.

<sup>3</sup> Se Altavilla med flera (2021) samt Girotti och Horny (2020).

<sup>4</sup> Begreppen kapitalkostnad och avkastningskrav används här som två sidor av samma ekonomiska storhet. Ur investerarnas perspektiv är det den avkastning de kräver för att hålla bankens aktier givet risken. För banken är samma krav en kostnad för eget kapital, eftersom banken behöver generera en avkastning som motsvarar investerarnas krav för att eget kapital ska vara attraktivt som finansieringskälla.

förs vidare till andra delar av ekonomin där de kan göra större nytta. Ur ett stabilitetsperspektiv ger en god lönsamhet bankerna dock möjlighet att behålla en del av vinsten för att stärka sin kapitalbas, öka sin utlåning, anpassa sina managementbuffer-tar till förändrade risker eller genomföra andra nödvändiga investeringar.

Forskningen ger ingen entydig bild av sambandet mellan bankers lönsamhet och finansiell stabilitet. Vissa studier finner att en hög och stabil lönsamhet över tid kan minska systemriskerna i banksektorn. Det sker inte nödvändigtvis genom att bankerna alltid har en högre kapitalnivå i sig, utan genom att de då får en större förmåga att generera kapital och absorbera förluster utan att behöva strama åt kreditgivningen i stressade perioder.<sup>5</sup> Ett sätt att beskriva det är att lönsamheten ska vara *hållbar* och fungera som en dynamisk buffert.<sup>6</sup> Andra studier pekar på att perioder med hög lönsamhet ofta sammanfaller med mer gynnsamma finansiella förhållanden, som låga finansieringskostnader, stigande tillgångspriser och ökad riskaptit. I sådana miljöer kan bankerna öka sitt finansiella risktagande, vilket kan bidra till att cykliska systemrisker och andra sårbarheter byggs upp. När de makroekonomiska förhållandena försämras kan dessa sårbarheter materialiseras i form av stora förluster som ger upphov till negativa effekter för såväl banksystemet som samhället i stort.<sup>7</sup>

## 1.2 Lönsamheten påverkas av många olika faktorer

En annan aspekt av bankernas lönsamhet är konkurrensituationen. Om lönsamheten är hög under en längre tid kan det vara ett tecken på att konkurrensen är begränsad i banksektorn. Det kan ge bankerna större utrymme att till exempel sätta utlåningsrännorna mot hushåll och företag på en högre nivå än vad en marknad med högre konkurrens hade tillåtit.<sup>8</sup> För hushåll och företag kan det innebära högre ränteutgifter och sämre lånevillkor.

I teorin bör höga vinster på en viss marknad attrahera nya aktörer och därigenom pressa ner marginalerna och lönsamheten över tid. Men i praktiken kan en sådan anpassning försvåras av strukturella faktorer som olika inträdesbarriärer, betydande stordrifts- och skalfördelar och regelverk som kan begränsa nyetablering, även om de är motiverade ur stabilitetsskäl. Det kan bidra till att den höga lönsamheten består under en längre tid än vad som skulle förväntas på en marknad med god konkurrens.

Empiriska analyser ger ingen entydig bild av hur välfungerande konkurrensen är på den svenska bankmarknaden i jämförelse med andra länder. Vissa faktorer talar för att den fungerar relativt väl. Sverige bedöms att till exempel ha en relativt hög kundrörlighet och låga kostnader för att byta bank jämfört med många andra länder.<sup>9</sup> Svenska banker har därtill lägre driftskostnader än banker i jämförbara EU-länder, vilket kan ge dem utrymme att erbjuda mer konkurrenskraftiga priser. Sådana faktorer

---

<sup>5</sup> Se Xu m.fl. (2019) och ECB (2024).

<sup>6</sup> Se tal av Claudia Buch, "Bank profitability: a mirror of the past, creating a vision for the future", 16 oktober 2024, ECB.

<sup>7</sup> Se Martynova m.fl. (2015), Xu m.fl. (2019) och ECB (2024).

<sup>8</sup> Se Carletti m.fl. (2024).

<sup>9</sup> Se Copenhagen Economics (2025).

brukar anses konkurrensfrämjande. Samtidigt är den svenska bankmarknaden koncentrerad till ett fåtal stora aktörer, vilket i kombination med stordriftsfördelar kan skapa barriärer för en god konkurrens i vissa produktsegment, till exempel inom betalningstjänster och finansiell infrastruktur.<sup>10</sup> Kundörligheten på exempelvis bolåne- marknaden varierar mellan olika grupper. Bolånetagare med större lån och högre inkomst byter exempelvis bank oftare än andra, medan många kunder som inte byter bank uppger att ett bankbyte tar för mycket tid och ansträngning.<sup>11</sup>

Bankernas lönsamhet påverkas också av strukturella faktorer som inte nödvändigtvis beror på konkurrens. En sådan faktor är hur deras tillgångar och skulder är sammansatta. I dag utgör utlåningen till hushåll omkring två tredjedelar av bankernas svenska exponeringar, där bolån står för en betydande andel, och en stor del av företagsutlåningen består av utlåning till fastighetsföretag. Sådan utlåning, som främst sker med säkerhet i en fastighet, innebär normalt lägre förväntade kreditförluster än utlåning utan säkerhet. Det kan bidra till att bankernas kreditförluster normalt blir låga och därmed till en hög redovisad lönsamhet.<sup>12</sup> Men det betyder inte nödvändigtvis att bankerna gör ovanligt stora vinster i förhållande till den risk de tar. Lägre kreditrisk bör i teorin också avspeglas i lägre räntemarginaler och i ett lägre avkastningskrav från investerare.

Även finansieringssidan har betydelse. Svenska banker har god tillgång till inlåning från hushåll och företag, vilket är en finansieringskälla som saknas i andra branscher. Inlåningen är typiskt sett relativt billig och stabil som finansieringskälla och kan därför bidra till ett högre räntenetto. Kombinationen av en hög andel säkerställd utlåning och tillgång till inlåningsfinansiering kan därför bidra till hög lönsamhet även när räntemarginalerna i exempelvis utlåningen är små. Bankernas finansieringskostnader kan även påverkas av deras särskilda roll i det finansiella systemet. Om investerare förväntar sig att staten kan komma att stödja systemviktiga banker i en kris kan det minska den riskpremie som investerarna kräver och därmed också minska bankernas finansieringskostnader. Det kan i sin tur påverka marknadens värdering av bankerna och därför också avkastningskravet.<sup>13</sup>

Olika typer av regleringar är en annan faktor som kan påverka bankernas lönsamhet. Ett exempel är riskviktsgolvet för bolån, som innebär att banker måste ha en miniminivå av kapital oavsett vad deras interna modeller indikerar om den faktiska risken i bolåneportföljen. Ett sådant krav kan minska den redovisade avkastningen på bankens eget kapital, eftersom denna utlåning behöver finansieras med mer eget kapital. Samtidigt innebär en större andel eget kapital att bankens hävstång minskar, det vill säga att banken i mindre utsträckning behöver finansiera sig med skuld i förhållande till eget kapital. Det minskar risken för aktieägarna och kan därmed också sänka deras avkastningskrav. Riskviktsgolvet, likt annan reglering, är därför ett sätt att göra

---

<sup>10</sup> Se till exempel Konkurrensverket (2023) och Finansinspektionen (2025).

<sup>11</sup> Se Finansinspektionen (2023).

<sup>12</sup> I Sverige uppgår bankernas kreditförluster som andel av deras totala utlåning till ungefär 0,06 procent, vilket är betydligt lägre än genomsnittet i EU som ligger på 0,49 procent. En större andel lån saknar dessutom underliggande säkerhet jämfört med i Sverige. Se Frykström m.fl. (2025).

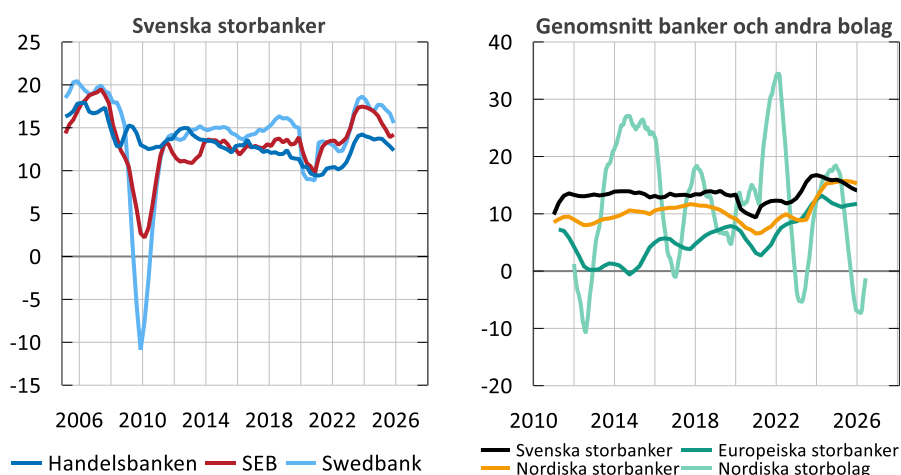
<sup>13</sup> Se exempelvis FSB (2021), O'Hara och Shaw (1990), Acharya m.fl. (2016) samt FI och Riksgälden (2019) som visar att implicita statliga garantier kan minska systemviktiga bankernas finansieringskostnader.

banksystemet motståndskraftigare och där bankerna i högre grad själva bär risker som samhället annars riskerar att behöva täcka i en krissituation.

### 1.3 Svenska bankers lönsamhet är god jämfört med europeiska

I Diagram 1 ses hur avkastning på eget kapital (ROE) har utvecklats för de svenska storbankerna Handelsbanken, SEB och Swedbank (vänster) samt för utvalda jämförelsegrupper (höger). Som framgår av diagrammen har bankers avkastning på eget kapital varit relativt stabil en längre tidsperiod och uppvisat mindre variation jämfört med andra börsnoterade bolag. Sedan 2005 har den genomsnittliga avkastningen på eget kapital uppgått till omkring 13 procent för de svenska storbankerna.

**Diagram 1. Avkastning på eget kapital**  
Procent



Anm. De svenska storbankerna består av Handelsbanken, SEB och Swedbank. Nordiska storbanker består av Nordea, DNB och Danske Bank. Europeiska banker utgörs av ett likaviktat genomsnitt av följande banker: BBVA, Banco Santander, Barclays, BNP Paribas, Commerzbank, Crédit Agricole, HSBC, Erste Group Bank, Intesa Sanpaolo, Lloyds, KBC Group, RBS, Société Générale, UBS och UniCredit. Avser fyra kvartals rullande genomsnitt.

Källor: Bankernas delårsrapporter, Bloomberg och Macrobond.

Under de senaste åren har de svenska storbankernas avkastning på eget kapital legat runt 15 procent, men den har gradvis minskat sedan 2024. Ur ett historiskt perspektiv är avkastningen dock fortfarande hög. Den enskilt viktigaste förklaringen till den höga lönsamheten under senare år är stigande räntenetton i samband med ränteuppgången 2023. Svenska banker har en stor andel utlåning med rörlig ränta, vilket innebär att högre marknadsräntor snabbt slår igenom på deras ränteintäkter. Samtidigt höjs ofta inlåningsräntorna långsammare än utlåningsräntorna, vilket gör att räntemarginalerna kan öka snabbt. Eftersom räntenettet är den största intäktskällan för svenska banker har denna utveckling haft ett stort genomslag på vinsterna.

Den högre lönsamheten under de senaste åren bör också ses mot bakgrund av den långa perioden med låga räntor som föregick ränteuppgången. Låga räntor pressade visserligen bankernas räntemarginaler men bidrog samtidigt till en hög efterfrågan på krediter och därmed till tillväxt i utlåningsportföljerna. När räntorna sedan steg förbättrades räntenettet snabbt samtidigt som kreditförlusterna förblev låga. De svenska storbankerna har dessutom under lång tid begränsat kostnadsutvecklingen, vilket förbättrat relationen mellan kostnader och intäkter (uttryckt genom det så kallade K/I-talet) och stärkt lönsamheten.

Jämfört med andra banker i Europa och Norden har svenska banker en högre avkastning på eget kapital i genomsnitt. En förklaring är att svenska banker generellt har lägre kostnader i förhållande till sina intäkter än banker i andra europeiska länder. Europeiska banker har och har dessutom haft en högre andel så kallade problemlån i genomsnitt. Det innebär förutom uteblivna ränteintäkter också en ökad kostnad i form av nedskrivning av tillgångar och därför större kreditförluster vilket pressar ner lönsamheten ytterligare. Dessutom kännetecknas många europeiska banker av svag intäktsdiversifiering, där beroendet av traditionella ränteintäkter är stort medan intäkter från exempelvis avgifter och kapitalförvaltning är mer begränsade. Dessa faktorer förstärks av att konkurrensen är hög i flera europeiska länder.<sup>14</sup>

### **Analysens upplägg**

I detta staff memo undersöker vi hur de svenska storbankernas observerade lönsamhet förhåller sig till ett marknadsmässigt avkastningskrav på eget kapital. Avkastningskravet, som också kan beskrivas som bankernas kostnad för eget kapital, skattas på årsbasis med två olika metoder. Analysen inleds med en beskrivning av hur avkastningskravet, det vill säga kapitalkostnaden, kan skattas med hjälp av olika modeller. Därefter gör vi själva skattningen och jämför den med bankernas faktiska lönsamhet. Resultaten relateras slutligen till bankernas vinster genom en så kallad residualvinstansats. I denna delar vi upp vinsterna i en del som motsvarar kostnaden för eget kapital och en del som överstiger denna. Den senare delen benämns residualvinster. Analysen ger därmed ett aktiemarknadsbaserat perspektiv på bankernas lönsamhet och bör ses som ett komplement till andra bedömningar av bankernas motståndskraft.

---

<sup>14</sup> Se *Financial Stability Review*, november 2019, Europeiska centralbanken.

## 2 Kapitalkostnaden kan skattas på olika sätt

För att bedöma om en banks lönsamhet, mätt som avkastning på eget kapital, står i rimlig proportion till den risk den tar krävs en referenspunkt till vad som bedöms kunna vara en normal eller marknadsmässigt motiverad avkastning. En sådan är kapitalkostnaden för det egna kapitalet (cost of equity), det vill säga det avkastningskrav som investerare kan antas ställa utifrån bankens riskprofil. Till skillnad från kapitalkostnaden för skulder (cost of debt), som i stor utsträckning kan observeras direkt genom bankernas finansieringskostnader, är kapitalkostnaden för eget kapital inte direkt observerbar, utan måste skattas. Nedan presenteras en av de mest grundläggande metoderna för att skatta den. I appendix presenteras ett alternativ som används i analysen som ett komplement.

### 2.1 Faktormodeller och CAPM

Ett mycket vanligt sätt att skatta kapitalkostnaden är att använda så kallade faktormodeller. I grunden bygger dessa modeller på Markowitzs (1952) portföljteori, där investerare antas kräva högre förväntad avkastning för att bära högre risk. I faktormodeller ligger fokus på systematisk, eller icke-diversifierbar, risk. Det är den typ av risk som är gemensam för många eller alla tillgångar på marknaden, exempelvis konjunktursvängningar eller förändringar i ränteläget. Till skillnad från osystematisk risk, som är specifik för en viss typ av företag eller bransch, går systematisk risk inte att diversifiera bort genom att sprida investeringar över flera tillgångar.

För att mäta hur känslig en enskild tillgång är för systematisk risk undersöks hur dess avkastning samvarierar med en eller flera riskfaktorer. Det kallas för tillgångens faktorexponeringar. I praktiken skattas faktorexponeringarna genom en statistisk analys, ofta med en regression, där tillgångens avkastning relateras till avkastningen på en eller flera riskfaktorer. Till varje riskfaktor hör också en riskpremie. Den kan tolkas som den extra avkastning, utöver den riskfria räntan, som investerare kräver för att bära just en specifik typ av risk. Tillsammans bestämmer faktorexponeringarna och riskpremierna den förväntade avkastningen och därmed kapitalkostnaden för bankernas eget kapital.

En av de enklaste faktormodellerna är enfaktormodellen Capital asset pricing model (CAPM) som utvecklades av Sharpe (1964), Lintner (1965) och Mossin (1966). Enligt CAPM bestäms en tillgångs förväntade avkastning av den riskfria räntan samt en riskpremie som beror på tillgångens exponering mot den gemensamma marknadsrisken. Den exponeringen mäts med beta, som fångar hur känslig tillgångens avkastning är för rörelser i marknadsportföljen. Ett högre beta innebär att tillgången har högre systematisk risk och därför också bör ge en högre förväntad avkastning, eller ha ett högre avkastningskrav. Enligt CAPM bestäms alltså en tillgångs,  $i$ , förväntade avkastning enligt följande:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i(E(r_m) - r_f) \quad (1)$$

där  $r_f$  utgör den riskfria räntan,  $\beta_i$  betavärdet för den aktuella tillgången  $i$  gentemot referensindexet och  $E(r_m) - r_f$  utgör den förväntade marknadsriskpremien. Tillgångens förväntade avkastning, och därmed kapitalkostnaden för eget kapital, är en linjär funktion av dess systematiska risk (marknadsrisken i CAPM:s fall). Ju högre betavärde, desto mer känslig är tillgångens avkastning för marknadens rörelser och desto högre avkastning bör investerare kräva för att bära denna risk.

För att kunna använda uttryck (1) krävs ett antal ingångsparametrar. För det första behövs en riskfri ränta som ska spegla den avkastning investerare kan få på en alternativ placering med ingen eller åtminstone mycket låg risk. För det andra krävs en uppskattning av marknadsportföljens förväntade avkastning, som bestämmer marknadens riskpremie tillsammans med den riskfria räntan. För det tredje krävs ett mått på tillgångens beta, som mäter hur känslig tillgångens avkastning är för rörelser i marknadsportföljens värde och som därmed avgör hur stor del av marknadsriskpremien som ska ingå i avkastningskravet för den enskilda tillgången. I nästa avsnitt beskrivs var och en av dessa komponenter.<sup>15</sup>

### Bestämning av den riskfria räntan

Det finns inget på förhand bestämt val av riskfri ränta vid beräkning av avkastningskravet. I litteraturen förekommer såväl korta som långa statsobligationsräntor, liksom olika former av normaliserade referensräntor. Empiriska undersökningar av marknadspraxis visar dock att den tioåriga svenska statsobligationsräntan är det vanligaste valet bland svenska investerare (se Diagram 2).<sup>16</sup> I denna analys används därför den tioåriga svenska statsobligationsräntan som mått på den riskfria räntan.

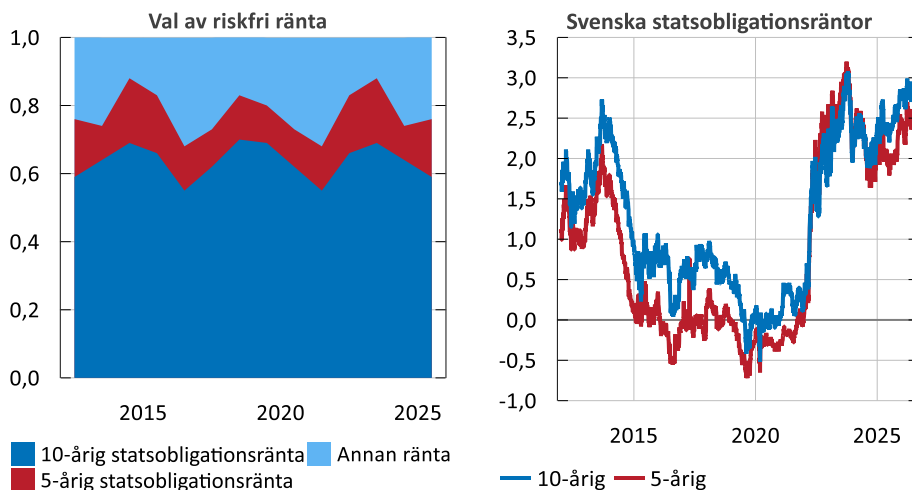
---

<sup>15</sup> För en mer detaljerad genomgång av CAPM och dess begränsningar se till exempelvis Fama och French (2004) eller Chen m.fl. (2022).

<sup>16</sup> Enligt PwC:s Riskpremiestudie 2025 använder drygt 70 procent av respondenterna i undersökningen den 10-åriga svenska statsobligationsräntan som riskfri ränta, medan övriga i huvudsak använder den 5-åriga statsobligationsräntan eller en normaliserad ränta.

## Diagram 2. Val av riskfri ränta för beräkning av avkastningskravet och svenska statsobligationsräntor

Andel svar, procent



Anm. Vänster diagram avser andel av marknadsaktörer som väljer en viss ränta som den riskfria räntan. Deltagare i undersökningen är förvaltare, riskkapitalister, fondkommissionärer och rådgivare inom corporate finance. Höger diagram avser benchmarkobligationer. Löptiderna kan därmed periodvis variera.

Källor: PwC:s Riskpremiestudie (2012–2025) och Macrobond.

### Bestämning av marknadsriskpremien

Marknadsriskpremien är den avkastning som investerare kräver utöver den riskfria avkastningen för att investera i den breda aktiemarknaden i stället för i en riskfri tillgång. Med avkastning avses här aktiemarknadens totalavkastning, det vill säga summan av aktiernas kursutveckling och utdelning, och inte de berörda företagens vinstutveckling eller avkastning på eget kapital. Vanligtvis används realiserad, det vill säga historisk, avkastning när man bestämmer marknadsriskpremien i CAPM.<sup>17</sup> Det kan dock ifrågasättas om historisk avkastning är en lämplig uppskattning av investerarnas framtida avkastningskrav, som är den variabel som modellen bygger på. Det gäller särskilt mot bakgrund av både den kraftiga börsuppgången 2013, 2019 och 2022 och lågräntemiljön mellan åren 2015–2022. Investerare är i grunden framåtblickande, och syftet med att skatta marknadsriskpremien är att fånga det avkastningskrav som ställs vid den aktuella tidpunkten. Även om investerarnas förväntningar till viss del kan betraktas som adaptiva, det vill säga att de påverkas av historisk avkastning, har den realiserade avkastningen under analysperioden stundtals varit väldigt volatil. Det har gjort det svårt att använda den som grund för en stabil bedömning av avkastningskravet. Realiserad avkastning påverkas dessutom av förändringar i tillgångspriser och

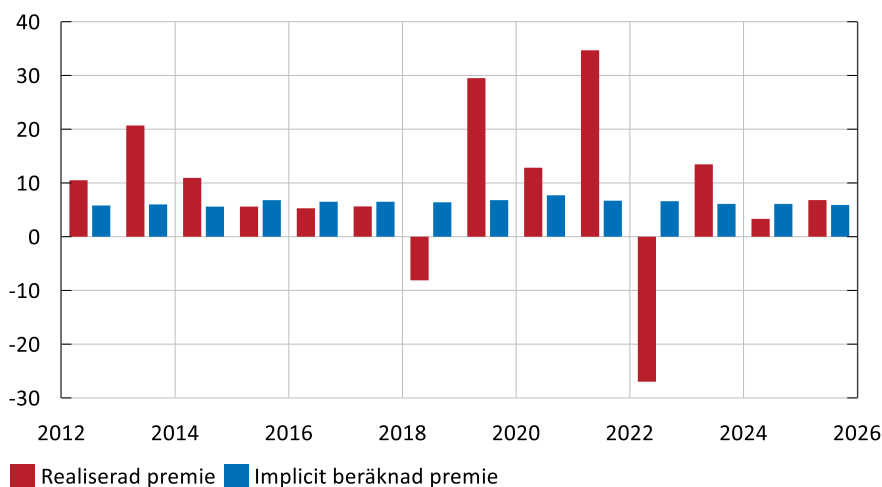
<sup>17</sup> Se till exempel King (2009). Eftersom den förväntade marknadsriskpremien inte är observerbar, används i praktiken den realiserade historiska avkastningen som approximation. Genom att beräkna den genomsnittliga överavkastningen på aktiemarknaden relativt den riskfria räntan över långa tidsperioder får man ett empiriskt och vedertaget mått som antas spegla investerarens långsiktiga förväntningar. King betonar att kortsiktiga utfall kan avvika mycket från förväntningarna, men att ett genomsnitt över långa tidsperioder tenderar att jämna ut tillfälliga chocker eller konjunkturvariationer. Därför används ofta långa historiska tidsserier.

värderingar, och behöver därför inte spegla förändringar i den riskkompensation som investerare kräver. Det kan därför bli missvisande att tolka hög realiserad avkastning som ett uttryck för en hög marknadsriskpremie.

Skattningen av kapitalkostnaden i denna analys baseras i huvudsak på en *implicit beräknad marknadsriskpremie*, som redovisas på årsbasis i Diagram 3. Den här typen av mått används för att fånga investerares framåtblickande avkastningskrav baserat på rådande aktiekurser, antaganden om framtida aktieutdelningar och den riskfria räntan (ex ante).<sup>18</sup> För att sätta analysen i perspektiv redovisas även en marknadsriskpremie i tabellen så som den skulle ha beräknats om den baserats på faktisk, historisk avkastning (ex post). Diagrammet visar skillnaden mellan dessa två mått. De röda staplarna visar att den faktiska, historiska avkastningen utöver riskfri ränta har varit volatil och periodvis mycket hög. Genomsnittsvärdet för den implicit beräknade marknadsriskpremierna, som speglar marknadens prissatta avkastningskrav ex ante snarare än utfall, har varit betydligt mer stabil över tid och uppgått till ungefär 6 procent de tre senaste åren.

**Diagram 3. Årlig avkastning utöver riskfri ränta (marknadsriskpremie) för OMXSPI samt implicit beräknad marknadsriskpremie**

Procent



Anm. Det implicita avkastningskravet har beräknats baserat på diskonterade framtida utdelningar för varje bolag i indexet OMXS30. Skattningen utgår från bolagens observerade marknadsvärden och prognoser för framtida kassaflöden. Avkastningskravet beräknas som den diskonteringsränta som gör att nuvärdet av dessa kassaflöden motsvarar marknadsvärdet. Marknadsriskpremierna beräknas därefter som skillnaden mellan avkastningskravet för marknaden och den riskfria räntan.

Källor: Macrobond, PwC och egna beräkningar.

### Skattningen av betavärden

Nästa steg är att beräkna tillgångens exponering mot marknadsportföljen, dess *beta*. Betavärdet är ett relativt riskmått som visar hur känslig en tillgångs avkastning är för

<sup>18</sup> Den implicit beräknade marknadsriskpremierna kommer från PwC:s Riskpremiestudie (2025), se appendix på sida 17 i deras rapport.

rörelser i marknadsportföljens värde, ofta representerat av ett referensindex. Ett beta på 1 innebär att tillgångens avkastning i genomsnitt rör sig i linje med marknadsportföljens avkastning. Ett beta på 1,5 innebär att tillgångens avkastning i genomsnitt förändras med 1,5 procentenheter när marknads avkastning förändras med 1 procentenhet. Tillgångar med betavärden som är större än 1 brukar klassas som högbetatillgångar, och tillgångar med betavärden mindre än 1 som lågbetatillgångar.

Liksom med valet av riskfri ränta i avkastningskravet finns det olika metoder för hur betavärdet kan och bör tas fram. Generellt gör man det genom att skatta en regression där den beroende variabeln är den historiska avkastningen för den aktuella aktien och den förklarande variabeln är ett brett marknadsindex. I den här analysen används Nasdaq OMX Stockholm PI index (OMXSPI) som referensindex för huvudresultaten. Det består av alla aktier som är noterade på Stockholmsbörsen. I vissa sammanhang kan det vara lämpligare att använda ett annat aktieindex som referens, exempelvis ett utländskt aktieindex eller ett världsmarknadsindex som referens. För att jämförelsen ska vara motiverad bör referensindexet dock innehålla de aktuella aktierna, eller åtminstone spegla den marknad där de handlas. I storbankernas fall sker den absoluta merparten av handeln i aktierna på Stockholmsbörsen, varför ett svenskt index bedöms som mest lämpligt.<sup>19</sup>

I den här analysen skattas betavärden med hjälp av enkla OLS-regressioner av bankernas dagliga avkastningar på marknadsavkastningen, separat för varje år. Skattningarna baseras typiskt sett på omkring 250 handelsdagar per år. Att skatta årsvisa betavärden passar analysen väl, eftersom vi skattar bankernas årsvisa kapitalkostnad.<sup>20</sup> Resultatet av betaskattningarna med ett svenskt och ett europeiskt referensindex redovisas i Diagram 4.

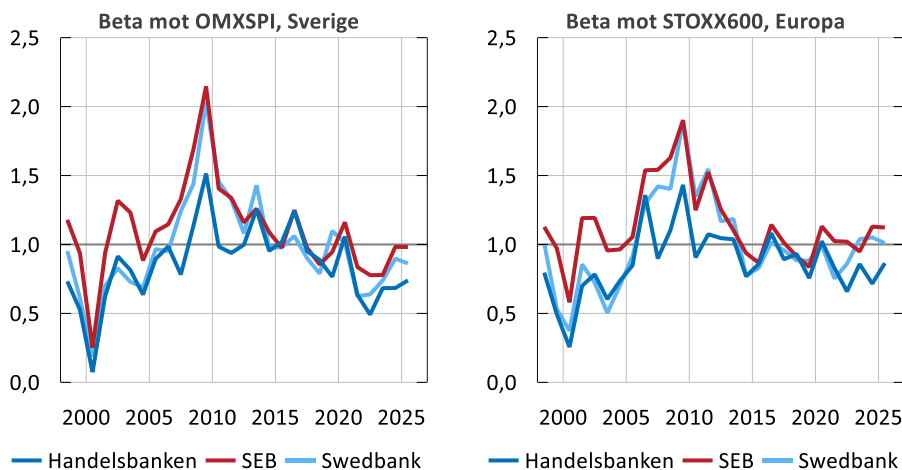
---

<sup>19</sup> En känslighetsanalys har gjorts med olika referensindex. Resultaten är snarlika i samtliga fall. Det europeiska indexet STOXX600 och det amerikanska S&P500 resulterar i något lägre betavärden än de svenska marknadsindexen OMXSPI och OMXS30.

<sup>20</sup> Betavärdet har också skattats på andra sätt, exempelvis med rullande fönster av olika storlekar. Resultatet är snarlika de årsvisa skattningarna, men betydligt mer volatila.

**Diagram 4. Skattning av betavärden relativt svensk respektive europeisk aktiemarknad för storbankerna i Sverige**

Betavärde



Anm. Skattningarna bygger på en årsvis OLS-regression med respektive banks aktieavkastning som beroende variabel och OMXSPI (vänster) respektive STOXX600 (höger) som förklarande variabler.

Källor: Macrobond och egna beräkningar.

Diagrammet visar att de tre bankernas skattade betavärden ligger på något olika nivåer och varierar över tid, men också att de uppvisar tydliga gemensamma mönster. Det tyder på att förändringar i exponeringen mot marknaden som helhet i stor utsträckning drivs av gemensamma faktorer snarare än bankspecifika. De tydliga topparna i samband med finanskrisen 2008–2009 illustrerar att bankernas marknadsexponering ökar i perioder av finansiell stress, vilket är i linje med empiriska resultat kring hur bankaktier samvarierar med den breda aktiemarknaden. Efter finanskrisen har betavärdena gradvis sjunkit och stabiliserats kring nivåer nära 1. Det kan tolkas som att bankaktiernas risk relativt aktiemarknaden har minskat över tid. Det finns dock vissa små skillnader mellan enskilda banker.

Jämförelsen mellan betavärden skattade mot den svenska aktiemarknaden och den europeiska visar att den sistnämnda tenderar att ge något lägre betavärden. Det är väntat eftersom de svenska storbankerna utgör en relativt stor andel av det svenska indexet OMXSPI. Det kan ge en högre samvariation.<sup>21</sup> Mot STOXX600, som är jämförelsevis mer diversifierad och mindre bankintensiv än OMXSPI, så blir den skattade marknadsexponeringen något lägre. Dynamiken kvarstår över tid, vilket betyder att bankernas marknadsrisk i hög grad samvarierar med bredare europeiska riskfaktorer och inte enbart med svenska förhållanden.

Det bör slutligen noteras att de betavärden som redovisas i diagrammet är årsvisa skattningar. Det innebär att de speglar genomsnittlig marknadsexponering över respektive år. Betavärden skattade på dagsbasis uppvisar betydligt större variation och

<sup>21</sup> När en aktie ingår i referensindexet bidrar dess egen kursutveckling till indexets avkastning. Ju större vikt aktien har i indexet, desto starkare blir kopplingen, vilket kan bidra till ett högre skattat betavärde. De tre svenska storbankernas vikter uppgår till ungefär 2–3 procent respektive av OMXSPI.

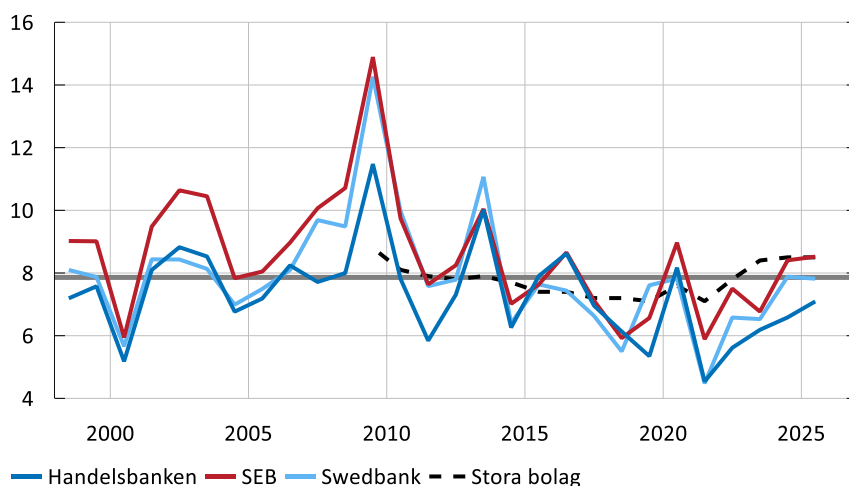
kan under perioder av finansiell stress ha varit avsevärt högre än vad som framgår av de årsvisa skattningarna.<sup>22</sup> I praktiken betyder det att kapitalkostnader skattade med årsvisa betavärden kan underskatta den riskkompensation som investerare kräver i stressade marknadslägen. Under sådana perioder kan såväl den breda marknadsrisken som den uppfattade risken i enskilda bankaktier öka snabbt. Det kan leda till att investerare kräver en högre riskkompensation än vad de årsvisa skattningarna fångar.

## 2.2 Bankernas skattade kapitalkostnad är omkring 8 procent

Kapitalkostnaden för eget kapital, avkastningskravet, kan nu beräknas för respektive bank med hjälp av uttryck (1) och uppgifterna från tidigare avsnitt. Den skattade kapitalkostnaden redovisas i Diagram 5. Som referenspunkt återfinns även den genomsnittliga kapitalkostnaden för eget kapital för stora noterade börsbolag i diagrammet.<sup>23</sup>

**Diagram 5. Skattat avkastningskrav med hjälp av årsvisa betavärden**

Procent



Anm. Betavärden är baserade på respektive bankakties känslighet mot OMXSPI. Avkastningskravet för stora bolag avser PwC:s enkätbaserade mått för värdering av aktier i stora noterade bolag med ett antaget betavärde på 1, det vill säga genomsnittlig marknadsrisk. Den horisontella heldragna grå linjen avser ett genomsnitt för bankerna över tid.

Källor: PwC och egna beräkningar.

Över hela tidsperioden uppgår det skattade avkastningskravet till strax under 8 procent i genomsnitt för de svenska storbankerna. Även för europeiska banker uppgår

<sup>22</sup> Bankernas betavärden var till exempel högre än 2 under finanskrisen. Även under pandemins inledande fas var volatiliteten på de finansiella marknaderna hög, och därmed sannolikt även bankernas betavärden. Volatiliteten dämpades dock relativt snabbt, vilket gör att effekten blir mer dämpad i en årsvis betaskattning. Under pandemin infördes också omfattande stabiliseringsåtgärder, vilket bidrog till att lugna marknaden och finansiella institutioner i synnerhet.

<sup>23</sup> Stora bolag avser bolag som ingår i OMXS30, det vill säga de 30 mest omsatta och största bolagen på Stockholmsbörsen. Den genomsnittliga kapitalkostnaden för stora bolag redovisas som en extern referenspunkt för ett marknadsmässigt avkastningskrav, snarare än som ett direkt jämförelsemått.

avkastningskravet till ungefär 8 procent, skattat med CAPM.<sup>24</sup> Den svenska tioåriga statsobligationsräntan, som används som approximation för den riskfria räntan, har under stora delar av perioden varit mycket låg, till och med negativ. Det har, isolerat sett, bidragit till att hålla avkastningskravet nere. Samtidigt har marknadsriskpremien varit relativt stabil under skattningsperioden, vilket kan tolkas som att investerarna har krävt ungefär samma avkastning för att placera i aktier oberoende av hur låg den riskfria räntan blev. För banker med betavärden nära eller över 1, motverkar detta delvis effekten av den låga riskfria räntan. Variationerna drivs därför i huvudsak av förändringar i de skattade betavärdena. Jämfört med det uppskattade avkastningskravet för stora bolag (den streckade svarta linjen) uppvisar bankernas avkastningskrav större variation över tid men utvecklingen följer i stora drag en liknande trend och är snarlik, uttryckt som ett genomsnitt.<sup>25</sup>

### Olika metoder ger olika skattningar av kapitalkostnaden

Det avkastningskrav som skattas med hjälp av CAPM beaktar endast systematisk marknadsrisk. Men eftersom kostnaden för eget kapital inte är direkt observerbar saknas samtidigt en robust referenspunkt för att bedöma vilken skattning som bäst speglar investerarnas faktiska avkastningskrav. Som nämnts i tidigare avsnitt finns det flera sätt att skatta kostnaden för eget kapital. Utöver CAPM finns exempelvis flerfaktormodeller, som inkluderar ytterligare riskfaktorer, och implicita metoder som härleder avkastningskravet ur dagens aktiepriser och förväntade framtida vinster.

**Tabell 1. Skattningar av den genomsnittliga kapitalkostnaden för banker i euroområdet med hjälp av olika modeller**

	Faktormodeller					Implicita modeller				
	CAPM	FF3	FF3 o	FF3 c	FF3 oc	FCFE	OJ	OJS	GLS	CT
<i>Medel</i>	7,32	12,44	11,81	8,02	8,72	9,72	10,66	12,59	8,44	11,93

Anm. Tabellen redovisar det skattade genomsnittliga avkastningskravet med tio olika modeller. Genomsnittet utgör marknadsvärdesviktade genomsnitt för respektive bank per modell över tid. Faktormodellerna består av CAPM, FF3 avser Fama Frenchs trefaktormodell, "o" motsvarar FF3 med ortogonaliserade faktorer, credit avser FF3 utökad med kreditfaktorn. Modellerna för den implicita skattningen av kapitalkostnaden består av free cash flow to equity model (FCFE), OJ avser abnormal growth in earnings model (Ohlson och Juettner-Nauroth (2005)), OJS avser en förenklad version av OJ. GLS avser residual income model (Gebhardt, Lee och Swaminathan (2001)), och CT avser en alternativ residual income model (Claus och Thomas (2001)). För mer detaljer se Altavilla m.fl. (2021), "Measuring the cost of equity of euro area banks", ECB Occasional Paper Series nr 254.

Källa: Altavilla m.fl. (2021).

Det finns flera studier som visar att de här alternativa ansatserna ofta ger ett högre skattat avkastningskrav än CAPM. Där framstår CAPM genomgående som den faktormodell som ger lägst skattning. CAPM-baserade skattningar ligger alltså ofta i den nedre delen av intervallet för rimliga skattningar av avkastningskravet (se Tabell 1). Altavilla med flera (2021) visar till exempel att flerfaktormodeller i genomsnitt ger

<sup>24</sup> Se Altavilla m.fl. (2021). Modeller med fler faktorer ger något högre skattat avkastningskrav.

<sup>25</sup> Det bör dock noteras att genomsnittet för stora bolag baseras på tidsperioden 2009 till 2025, medan bankernas genomsnitt baseras på en längre tidsperiod.

högre avkastningskrav än CAPM för banker i euroområdet. Det gör även implicita, framåtblickande metoder.

Som tabellen illustrerar är spridningen stor mellan de enskilda modellerna. Genomsnittet varierar inom ett relativt brett intervall, från drygt 7 procent till nästan 13 procent, där de implicita modellerna i genomsnitt tenderar att ge en något högre kapitalkostnad. Samtidigt betonar författarna att trots nivåskillnaderna, rör sig skattningarna i stor utsträckning gemensamt över konjunkturcykeln och modellerna förmedlar en likartad bild av hur avkastningskravet har utvecklats över tid.

En förklaring till nivåskillnaderna är att modellerna bygger på olika antaganden om vilka faktorer som påverkar aktiers förväntade avkastning. Flerfaktormodeller tar exempelvis hänsyn till fler systematiska riskfaktorer. Inom forskningen om asset pricing är Fama och Frenchs modeller de mest kända utvidgningarna av CAPM. Deras tre-faktormodell kompletterar marknadsfaktorn med en storleksfaktor och en värdefaktor, och senare modeller inkluderar även faktorer för lönsamhet och investeringar. Sådana faktorer är inte specifika för just banker, men har i forskningen visat sig kunna bidra till att förklara bankaktiers avkastning.<sup>26</sup> De implicita modellerna är i stället framåtblickande och härleder kapitalkostnaden ur aktuella aktiepriser och förväntade framtida vinster. Det gör att de fångar marknadens samlade riskbedömning på ett sätt som inte fullt ut återspeglas, eller ens kan mätas genom enskilda komponenter, i historiska avkastningar. Dessa metoder kräver även att man gör antaganden om bland annat framtida vinsttillväxt och utdelningar, och de antagandena kan bli subjektiva.

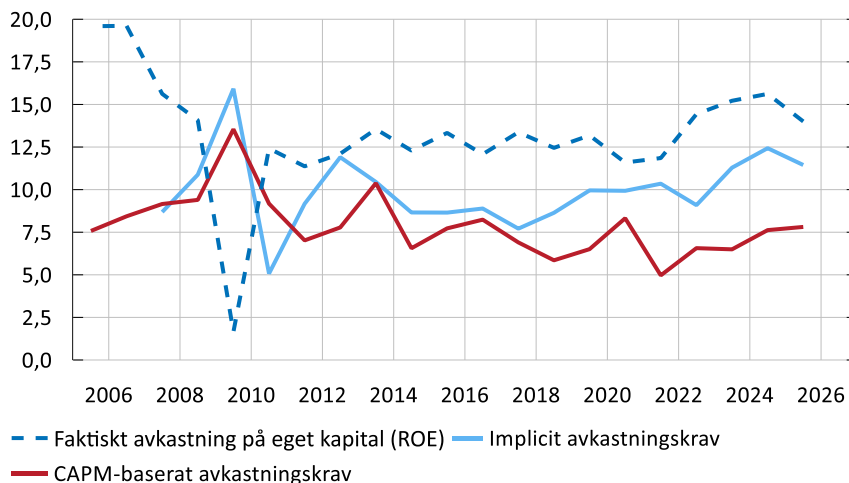
För att sätta de svenska bankernas skattade avkastningskrav i relation till deras faktiska lönsamhet jämför vi dem slutligen i Diagram 6 med avkastningen på eget kapital (ROE). Som ett komplement till CAPM inkluderas även en alternativ implicit skattning av kapitalkostnaden (se APPENDIX – *Implicit beräknad kostnad* för eget kapital för detaljer). Denna metod tar sin utgångspunkt i värderingsteori snarare än portföljteori och bygger på att priset på en tillgång reflekterar nuvärdet av dess förväntade framtida kassaflöden diskonterade med investerarnas avkastningskrav. I korthet går denna alternativa metod ut på att härleda det avkastningskrav som gör dagens marknadsvärde på bankerna förenligt med marknadens förväntningar. Avkastningskravet löses ut som den diskonteringsränta som gör marknadsvärdet idag förenligt med prognoser för bankernas framtida vinster, utdelningar och långsiktiga tillväxt.

---

<sup>26</sup> Forskningen inom asset pricing, det vill säga hur risk prissätts på finansiella marknader, är omfattande. Sedan Fama och Frenchs tidiga bidrag har ett stort antal ytterligare faktorer föreslagits för att förklara skillnader i aktiers förväntade avkastning. Litteraturen har vuxit så kraftigt att den ibland beskrivs som en "factor zoo", se exempelvis Feng, Giglio och Ziu (2017).

**Diagram 6. Skattat genomsnittligt avkastningskrav med två modeller och faktisk genomsnittlig avkastning på eget kapital (ROE)**

Procent



Anm. Avkastningskravet skattas med hjälp av två modeller: CAPM och en framåtblickande residual income-baserad modell. Avser likaviktade genomsnitt av samtliga tre tidsserier för Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Källor: Bankernas delårsrapporter och egna beräkningar.

Avkastningen på eget kapital (ROE) har under större delen av perioden överstigit såväl det CAPM-skattade avkastningskravet som det implicit skattade avkastningskravet. Undantaget är framför allt perioden omkring finanskrisen då lönsamheten föll kraftigt till följd av betydande kreditförlustreserveringar och försämrade finansiella förhållanden. Sammantaget indikerar det att bankerna under stora delar av perioden sannolikt genererat en avkastning på eget kapital som överstigit de skattade marknadsbaserade avkastningskraven. Sådana avvikelser mellan faktisk avkastning och avkastningskrav har bland annat kunna bidra till att ge bankerna utrymme att bygga och bevara kapitalbuffertar.

## 2.3 Bankernas avkastning på eget kapital överstiger kapitalkostnaden för eget kapital

Även om skattningen ovan är modellbaserad och förenklad kan den användas för att bedöma om och hur mycket bankernas faktiska avkastning avviker från ett marknadsbaserat avkastningskrav i kronor och ören. För att kvantifiera avvikelserna tillämpas residualvinstmodellen (residual income model) i denna analys.<sup>27</sup> Med den beräknas hur stor del av de årliga vinsterna som återstår efter att investerarna kan sägas ha fått ersättning för det avkastningskrav som följer av kapitalkostnaden för eget kapital. Konkret multipliceras avkastningskravet med årets ingående bokförda egna kapital för banken, det vill säga för till exempel 2020 används eget kapital vid utgången av 2019.

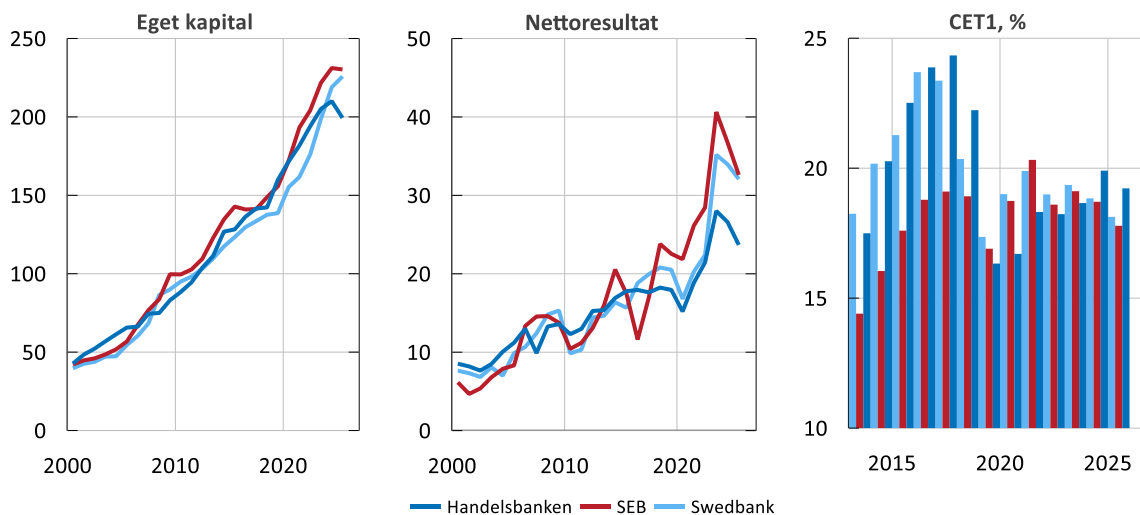
<sup>27</sup> Residualvinstmodellen används vanligen i syfte att värdera ett företag utifrån dess vinst och eget kapital. Olika varianter av modellen har förekommit historiskt. För den teoretiska härledningen av modellen se Peasnell (1982) och Ohlson (1995).

Det jämförs sedan med årets faktiska nettoresultat.<sup>28</sup> Den eventuella differensen benämns residualvinst. Det motsvarar den del av vinsten som överstiger kostnaden för eget kapital, det vill säga marknadens avkastningskrav. Metoden appliceras bakåt i tiden på storbankerna för perioden 2000–2025. Både CAPM och den implicita skattningen används för att beräkna residualvinsterna.

I Diagram 7 redovisas bankernas egna kapital och nettoresultat över tid. Sedan början av 2000-talet har bankernas egna kapital mer än fyrdubblats. Även nettoresultatet har ökat trendmässigt. Utvecklingen speglar dels att bankernas balansräkningar har vuxit, dels att kapitalrelationerna har stärkts efter finanskrisen till följd av både god intjäning och högre regulatoriska krav. Eftersom kapitalkraven i första hand baseras på riskvägda tillgångar, snarare än totala tillgångar, påverkas kapitalbehovet både av volymtillväxt och av förändringar i riskvikter. Ett annat sätt att se på kapitalutvecklingen är därför att titta på utvecklingen av bankernas CET1-kvot, som mäter kärnprimärkapitalet i relation till riskvägda tillgångar. CET1-kvoten steg i samband med de skärpta regelkraven efter finanskrisen men har därefter varit relativt stabil, i genomsnitt runt 18–22 procent för de svenska storbankerna. Det innebär att ökningen av eget kapital i absoluta tal under senare år till stor del har skett i takt med att de riskvägda tillgångarna vuxit, snarare än genom en fortsatt ökning av kapitalet i relation till riskvägda tillgångar.

#### Diagram 7. Ingående eget kapital, nettoresultat och CET1-kvot för storbankerna

Miljarder kronor och procent



Anm. Avser koncernnivå. Nettoresultatet avser periodens resultat (helår). CET1-kvoter avser årsgenomsnitt.

Källor: Bankernas kvartalsrapporter.

Diagram 8 visar det aggregerade nettoresultatet för Handelsbanken, SEB och Swedbank uppdelat i vinst enligt avkastningskrav och residualvinst. Vinsten enligt avkastningskravet avser den del av resultatet som motsvarar marknadens avkastningskrav

<sup>28</sup> Avser periodens resultat, bottom line.

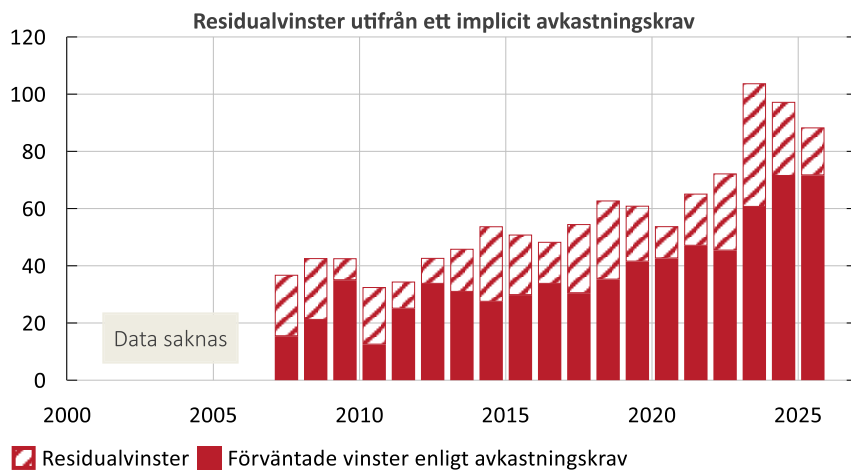
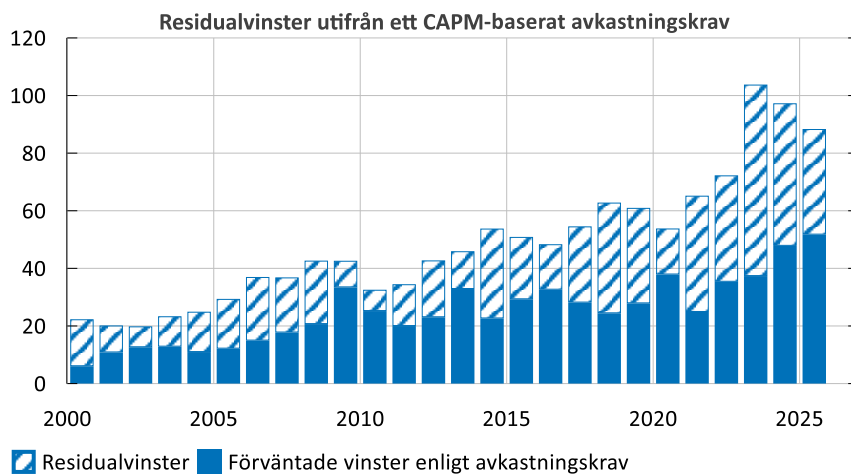
( $k_E$ ), beräknad med CAPM och implicit. Residualvinster ( $RV_t$ ) utgör alltså den del av resultaten som överstiger detta krav, enligt följande

$$RV_t = (ROE_t - k_E) \cdot E_{t-1}$$

där  $ROE_t$  utgör avkastningen på egen kapital,  $k_E$  den skattade kapitalkostnaden för eget kapital och  $E_{t-1}$  är årets ingående egna kapital.

**Diagram 8. Dekomponering av storbankernas vinster utifrån två alternativa skattningar av avkastningskravet**

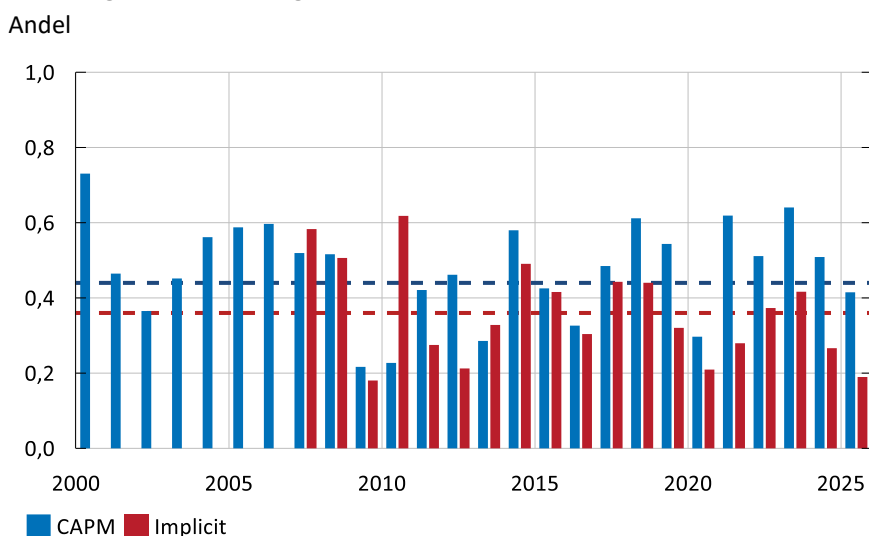
Miljarder kronor



Anm. Avser aggregerade siffror för Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Källor: Egna beräkningar och bankernas kvartalsrapporter.

**Diagram 9. Residualvinsternas andel av totala vinster utifrån två alternativa skattningar av avkastningskravet**



Anm. Avser aggregerad andel av aggregerad vinst för de tre svenska storbankerna. De streckade linjerna avser den genomsnittliga andelen för respektive skattningsmetod.

Källa: Egna beräkningar.

I Diagram 8 kan man också se att residualvinsterna uppvisar tydlig variation över tid, och i stora drag följer konjunkturcykeln. I samband med krisperioder som finanskrisen och coronapandemin faller residualvinsterna, men de är fortfarande positiva under samtliga år. Efter krisen 2020 ökade residualvinsterna snabbt till höga nivåer. Den uppgången sammanföll med en period av snabbt stigande räntor, då bankernas räntenetton ökade kraftigt samtidigt som kreditförlusterna förblev låga. Det innebar att avkastningen på eget kapital steg snabbare än avkastningskravet, vilket ökade skillnaden mellan faktisk vinst och den vinst som krävs för att täcka kapitalkostnaden. Under de allra senaste åren har residualvinsterna däremot minskat något i takt med att räntorna åter börjat falla. I genomsnitt uppgår de till drygt 40 procent av den aggregerade vinsten enligt CAPM-skattningen och omkring 35 procent enligt den implicita skattningen (se Diagram 9).

När vi jämför de två skattningsmetoderna ser vi att nivån på residualvinsterna påverkas av hur avkastningskravet skattas. Det implicita avkastningskravet är i genomsnitt högre än det CAPM-baserade kravet, vilket mekaniskt minskar den del av vinsterna som klassificeras som residualvinst.

### 3 Antaganden och modellval påverkar resultaten

Sammantaget tyder resultaten på att bankernas lönsamhet under längre perioder har överstigit marknadens avkastningskrav. Analysen som presenteras i detta staff memo bygger dock på ett antal förenklande antaganden och bör därför tolkas med viss försiktighet. Syftet med den är inte att fastställa en entydigt korrekt nivå på bankernas kapitalkostnad eller att dra normativa slutsatser om vinstnivåerna i banksystemet. Däremot kan modellansatsen bidra till att belysa hur bankernas lönsamhet förhåller sig till marknadens avkastningskrav.

En central metodbegränsning gäller användningen av CAPM för att skatta kostnaden för eget kapital.<sup>29</sup> Modellen beaktar endast den del av risken som fångas av samvariation med den breda aktiemarknaden. Om investerare kräver kompensation även för andra systematiskt prissatta risker kan det CAPM-baserade avkastningskravet därför underskatta den faktiska kapitalkostnaden. För banker kan sådana risker exempelvis avse särskild känslighet för finansiella kriser eller finansierings- och likviditetsrisker. Det innebär att beta som ensam riskindikator riskerar att ge en ofullständig bild av investerarnas faktiska riskexponering. Empiriska studier visar också att marknadsbeta ofta har bara en begränsad förmåga att förklara skillnader i avkastning mellan tillgångar, medan andra riskfaktorer mer systematiskt bidrar till att förklara avkastningsmönster. Trots dessa begränsningar används CAPM ofta som en enkel och transparent referensmodell för att uppskatta ett marknadsmässigt avkastningskrav, även i analyser av banker.<sup>30</sup>

Implicita statsgarantier för systemviktiga banker kan också påverka marknadens riskprissättning. Om investerare förväntar sig att staten skulle ingripa i en krissituation kan de uppfatta risken i bankaktier som lägre och därmed sänka avkastningskravet. Införandet av resolutionsramverk och krav på nedskrivningsbara skulder (MREL) syftar till att minska betydelsen av sådana garantier, vilket i stället kan höja investerarnas riskexponering och därmed avkastningskravet. Samtidigt innebär resolutionsregleringen att bankerna måste ha större buffertar och tydliga planer för en ordnad krishantering och återhämtning. Det kan minska sannolikheten för okontrollerade fallissemang och spridningseffekter, vilket på det stora hela minskar den faktiska risken i banken. Vilken samlad effekt detta således får på marknadens riskprissättning är därför tvetydigt och beror på vilken mekanism som dominerar.<sup>31</sup>

<sup>29</sup> Den vanligaste kritiken mot CAPM består i att modellen är alltför enkel och bygger på antaganden som sällan håller i praktiken. Exempelvis antas investerare vara rationella, ha homogena förväntningar och kunna låna och placera obegränsat till en och samma riskfria ränta. Vidare antar modellen att all risk kan sammanfattas med ett enda mått, beta, som mäter samvariationen linjärt med marknadsportföljen.

<sup>30</sup> I en studie genomförd av Altavilla m.fl. uppger 41 procent av de tillfrågade europeiska bankerna i studien att de använder någon form av kalibrerad version av CAPM (model based – CAPM). Ytterligare 9 procent använder andra modellbaserade metoder (model based – other). Modellbaserade metoder är särskilt vanliga bland banker som är börsnoterade och därför kan använda aktiepriser i härledningen av avkastningskravet. Se Altavilla m.fl. (2021), Chart 6. *Reported estimation methods for cost of equity of euro area significant institutions.*

<sup>31</sup> Se FSB (2021), Acharya m.fl. (2016) och Schich och Lindh (2012).

En ytterligare begränsning har att göra med tillämpningen av residualvinstmodellen. Modellen utgår från bokfört eget kapital, medan bankernas kapitalstyrning och regulatoriska krav i hög grad relaterar till tillsynsmässiga kapitalmått, som kärnprimärkapital. Dessa mått sammanfaller inte fullt ut med det bokförda egna kapitalet. Det innebär att residualvinsterna bör tolkas som ett mått baserat på redovisat eget kapital, snarare än som en direkt bedömning av lönsamheten i förhållanden till bankernas regulatoriskt bindande kapital.

Det kan även finnas fler faktorer som skulle kunna påverka nivån på eventuella residualvinster för bankerna, exempelvis av redovisnings- eller skattemässig karaktär. Det kan även handla om bolagsstrategiska överväganden, som utdelningspolicy, kapitalstruktur och så vidare, eller konkurrenssituationen på marknaden.

## 4 God lönsamhet bidrar till motståndskraft

Denna analys har undersökt de svenska storbankernas lönsamhet i relation till ett marknadsbaserat avkastningskrav på eget kapital. Utgångspunkten har varit att en hög och stabil lönsamhet i grunden är positivt ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv, eftersom det ger banker bättre förutsättningar att bygga upp kapital och absorbera oväntade förluster. Samtidigt kan lönsamhetens betydelse inte enbart bedömas utifrån nivån på deras vinster, utan bör relateras till den risk som tas och det avkastningskrav som följer av denna risk.

Våra resultat indikerar att storbankerna över tid genererat vinster som i genomsnitt överstigit kapitalkostnaden för eget kapital, oavsett om den skattats med CAPM eller utifrån marknadspriser och förväntningar om framtida vinster. Det innebär att bankerna, enligt dessa referensmått, har genererat positiva residualvinster, det vill säga vinster som överstiger aktiemarknadens avkastningskrav.

Ur ett stabilitetsperspektiv indikerar det att bankerna under den studerade perioden har haft en god förmåga att bygga och bevara kapitalbuffertar utöver minimikraven. De har också kunnat möta ett växande kreditbehov i ekonomin utan att kapitalrelationerna har försämrats. En god lönsamhet skapar därmed goda förutsättningar för bankerna att absorbera oväntade förluster, anpassa sig till förändrade kapitalkrav och fortsätta förmedla krediter till hushåll och företag även i sämre perioder. Förmågan att skapa god avkastning på eget kapital har därmed en central betydelse för bankernas motståndskraft.

Resultaten är, som nämnt, metodberoende och känsliga för antaganden. CAPM-skattningen är till viss del en bakåtblickande skattning av kapitalkostnaden som baseras på historiska samvariationer mellan bankaktiernas avkastning och aktiemarknadens utveckling. Det implicita avkastningskravet är däremot framåtblickande och påverkas av rådande aktiepriser och förväntningar om framtida vinstutveckling, inklusive risker som inte fullt ut fångas av beta i CAPM. Om dessa begränsningar innebär att det faktiska avkastningskravet underskattas kan de skattade residualvinsterna således vara något överskattade. Att båda metoderna trots detta indikerar positiva residualvinster stärker dock robustheten i resultaten.

## Referenser

Acharya, V. V., Anginer, D., & Warburton, A. J. (2016). The end of market discipline? Investor expectations of implicit state guarantees. Working paper, New York University Stern School of Business.

Altavilla, C., Bochmann, P., Ryck, J. D., Dumitru, A. M., Grodzicki, M., Kick, H., Fernandes, C. M., Mosthaf, J., O'Donnell, C. & Palligkinis, S. (2021), "Measuring the cost of equity of euro area banks", *ECB Occasional Paper*, (2021/254).

Baker, M., & Wurgler, J. (2015), "Do strict capital requirements raise the cost of capital? Bank regulation, capital structure, and the low-risk anomaly", *American Economic Review*, 105(5), 315–320.

Bandt, D., Camara, B., Pessarossi, P., & Rose, M. (2014). "Regulatory changes and the cost of equity: evidence from French banks" (No. 11), *Banque de France*.

Berger, A. N. (1995). The relationship between capital and earnings in banking. *Journal of money, credit and Banking*, 27(2), 432–456.

BIS Quarterly Review. September 2009.

Buch, C. (2024), "Bank profitability: A mirror of the past, creating a vision for the future", *Chair of the Supervisory Board of the European Central Bank Speech at Bocconi University, Milan*, okt 16.

Carletti, E., Leonello, A., & Marquez, R. (2024). Market power in banking. *Annual Review of Financial Economics*, 16, 233–251.

Chen, Y., She, C., Wu, Q., & Wang, H. (2022, March). The ineffectiveness of capital asset pricing model and its possible solutions. In 2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2022), s. 105–111. Atlantis Press.

Copenhagen Economics (2025), Competition in the Swedish Banking Sector, September.

Europeiska centralbanken, Financial Stability Review, maj 2024.

Europeiska centralbanken, Financial Stability Review, november 2019.

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), 25–46.

Feng, G., Giglio, S., & Xiu, D. (2020). Taming the factor zoo: A test of new factors. *The Journal of Finance*, 75(3), 1327–1370.

Fernández Lafuerza, L., & Mencía, J. (2021), "Estimating the cost of equity for financial institutions", *Financial Stability Review/Banco de España*, 40 (Spring 2021), s. 45–60.

Financial Stability Board (2021), "Evaluation of the Effects of Too-Big-To-Fail Reforms", Final report, 1 april 2021.

Finansinspektionen (2015), "Den implicita statliga garantin till systemviktiga banker", *FI-analys nr 1*, Finansinspektionen.

Finansinspektionen (2023), "Konsumenternas ställning på bankmarknaden", 19 oktober 2023.

Finansinspektionen (2025), "Bankbarometern", 19 november 2025.

- Frykström, N., Kärnä, A., Winstrand, J. och Östling Svensson, K. (2025), "Företagskonkurser och kreditförluster i svenska banker", *Ekonomisk kommentar*, nr 11, Sveriges riksbank.
- Girotti, M., & Horny, G. (2020), "Bank equity value and loan supply", Working paper 767, *Banque de France*.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956), "Capital equipment analysis: the required rate of profit", *Management science*, 3(1), 102–110.
- King, M. R. (2009), "The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009", *BIS Quarterly Review*, September.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010), "Valuation: measuring and managing the value of companies", *John Wiley & Sons*.
- Konkurrensverket (2018), "Konkurrensen i Sverige 2018", Rapport 2018:1.
- Konkurrensverket (2023), "Finansmarknaden: Konkurrens i kristider", Analys i korthet, 2023:2.
- Lintner, J. (1965), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, vol. 47, nr 1, s. 13–37.
- Markowitz, H. M. (1952), "Portfolio selection", *Journal of Finance* 7, 1: 77–91
- Martynova, N., Ratnovski, M. L., & Vlahu, M. R. (2015), "Bank profitability and risk-taking", *International Monetary Fund*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Mossin, J. (1966), "Equilibrium in a capital asset market", *Econometrica: Journal of the econometric society*, 768–783.
- O'hara, M., & Shaw, W. (1990). Deposit insurance and wealth effects: the value of being "too big to fail". *The Journal of Finance*, 45(5), 1587–1600.
- Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, book values, and dividends in equity valuation", *Contemporary accounting research*, 11(2), 661–687.
- Peasnell (1982), "Some formal connections between economics values and yields and accounting numbers", *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 9, Issue 3, s.361–381,1982.
- PwC (2012-2025), "Riskpremiestudien: Riskpremien på den svenska aktiemarknaden".
- Schich, S., & Lindh, S. (2012). Implicit guarantees for bank debt: Where do we stand?. *OECD Journal-Financial Market Trends*, 102, 45.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Xu, M. T., Hu, K., & Das, M. U. S. (2019), "Bank profitability and financial stability", *International Monetary Fund*.

## APPENDIX – Implicit beräknad kostnad för eget kapital

En alternativ metod för att skatta kapitalkostnaden för eget kapital är att i stället härleda ett implicit avkastningskrav direkt ur marknadspriser. Denna metod tar sin utgångspunkt i värderingsteori snarare än portföljteori och bygger på att priset på en tillgång reflekterar nuvärdet av dess förväntade framtida kassaflöden diskonterade med investerarnas avkastningskrav. I den så kallade *dividend growth*-modellen (Gordon och Shapiro (1956)) bestäms kapitalkostnaden för eget kapital som den avkastning som krävs för att nuvarande aktiekurs ska vara förenlig med förväntade framtida vinster, utdelningar och antaganden om långsiktig tillväxt. De förväntade vinsterna baseras på analytikerkonsensus, medan antaganden om utdelningsandel och långsiktig tillväxt är exogena.

Till skillnad från faktormodeller, som skattar kapitalkostnaden utifrån historisk samvariation mellan avkastningar, bygger det implicita avkastningskravet på en värderingsmodell där marknadspriset används för att härleda den avkastning som investerare kräver givet sina förväntningar. Utgångspunkten är *residual income model*, där marknadsvärdet på eget kapital kan skrivas enligt följande:

$$P_t = E_t + \frac{RI_{t+1}}{k_E - g}$$

där  $P_t$  är marknadsvärdet på eget kapital,  $E_t$  är det bokföra värdet på eget kapital,  $g$  är den långsiktiga tillväxttaket och residualinkomsten definieras som

$$RI_{t+1} = \text{Nettoresultat}_{t+1} - k_E E_t$$

Under antagandet om en långsiktigt konstant tillväxttakt kan denna modell förenklas till slutna form. För banker är detta relevant eftersom vinster som inte delas ut bygger upp kapitalbasen enligt följande

$$E_{t+1} = E_t + \text{Nettoresultat}_{t+1}(1 - \text{utdelningsandel})$$

Ofta används 2-3 procent som långsiktig tillväxttakt  $g$  samt 0,5-0,7 som utdelningsandel. Den förväntade vinsten,  $\text{Nettoresultat}_{t+1}$ , baseras på marknadens konsensusprognoser, sammanställda utifrån analytikers vinstestimater för nästkommande räkenskapsår.<sup>32</sup>

<sup>32</sup> I denna analys tillämpas konsensusestimater från Bloomberg. Gällande parametern  $g$  antas ofta att  $g \leq$  långsiktig nominell BNP-tillväxt, annars antas att företaget skulle växa snabbare än ekonomin för evigt, vilket inte är hållbart. I denna analys används  $g = 2$  procent, vilket är standard. En högre antagen tillväxt innebär, givet ett oförändrat marknadsvärde, att en större andel av värdet tillskrivs framtida residualvinster, vilket kräver en högre avkastning för att ekvationen ska hålla. Gällande *utdelningsandelen* så bör denna vara förenlig med vad bankerna själva kommunicerar, 50–70 procent anses vara vanligt. I denna analys används 0,5 som *utdelningsandel*. Även *utdelningsandelen* påverkar skattningen genom effekten på kapitaluppbbyggnaden, men känsligheten är generellt mindre än för  $g$ . Högre värde på  $g$  och utdelningsandel leder båda till högre kapitalkostnad, allt annat lika.

Givet dessa tre uttryck kan vi nu lösa ut kostnaden för eget kapital  $k_E$ , vilket ger den diskonteringsränta som gör dagens marknadsvärde förenligt med förväntade vinster och kapitaluppbyggnad

$$k_E = \frac{\text{Nettoresultat}_{t+1} + g(P_t - E_t)}{P_t}$$

Den implicita kapitalkostnaden för eget kapital motsvarar därför summan av 1) den förväntade vinsten relativt marknadsvärdet och 2) en tillväxtkomponent som är kopplad till den del av marknadsvärdet som överstiger bokfört eget kapital.



**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)

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

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK