



Finansiell stabilitet

2015:2

Riksbanken och den finansiella stabiliteten

- Riksbanken definierar finansiell stabilitet som att det finansiella systemet kan upprätthålla sina tre grundläggande funktioner – förmedling av betalningar, omvandling av sparande till finansiering och riskhantering – och dessutom har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner.
- Det finansiella systemet har en viktig roll i ekonomin. Att systemet är stabilt och fungerar väl är en förutsättning för att ekonomin ska fungera och växa. En allvarlig kris i det finansiella systemet riskerar att leda till omfattande ekonomiska och sociala kostnader.
- Riksbanken har fått i uppdrag av riksdagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. I praktiken innebär uppdraget att Riksbanken har ett ansvar för att främja finansiell stabilitet.
- Riksbanken är också den myndighet som har möjlighet att ge likviditetsstöd till enskilda institut om det skulle uppstå problem som hotar den finansiella stabiliteten. För att kunna använda den möjligheten på ett bra sätt behöver Riksbanken ha en god krisberedskap i form av en välfungerande krisorganisation.
- Riksbanken delar ansvaret för att främja finansiell stabilitet med Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksgälden. Finansdepartementet ansvarar för regleringen av de finansiella företagen och Finansinspektionen har ansvar för mikro- och makrotillsyn. Riksgälden är i sin tur stöd- och resolutionsmyndighet. Både i det förebyggande arbetet, till exempel i stabilitetsrådet, och vid en eventuell krishantering är samspelet mellan myndigheterna viktigt. Detta gäller även internationellt i och med att de finansiella företagen i allt större utsträckning arbetar över nationsgränserna.
- Riksbanken analyserar löpande stabiliteten i det finansiella systemet för att tidigt upptäcka risker och sårbarheter som kan leda till samhällsekonomiska kostnader. Riksbanken offentliggör resultaten av sin analys i olika publikationer. På så sätt uppmärksammar och varnar Riksbanken för sådant som kan innebära ett hot mot det finansiella systemet samt bidrar till debatten i ämnet.

Riksbankens rapport finansiell stabilitet

- Riksbankens rapport Finansiell stabilitet publiceras två gånger om året. I rapporten ger Riksbankens direktion en samlad bedömning av de sårbarheter och risker som kan hota det finansiella systemets stabilitet och värderar systemets motståndskraft mot dessa. I vissa fall rekommenderar Riksbankens direktion specifika åtgärder för att motverka risker och öka motståndskraften. Dessa rekommendationer kan ha sin grund i den aktuella ekonomiska utvecklingen, men de kan också avse mer strukturella omständigheter. Rekommendationerna kan riktas till såväl banker och andra marknadsaktörer som till lagstiftaren och andra myndigheter.

Riksbankens direktion behandlade rapporten vid två tillfällen – den 11 och den 23 november 2015. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 16 november 2015. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ner den i pdf-format.

■ Innehåll

■ SAMMANFATTNING 1

■ 1. NULÄGESBEDÖMNING 3

■ 2. SÅRBARHETER OCH RISKER I DET FINANSIELLA SYSTEMET 5

Sårbarheter och risker i banksystemet 5

Sårbarheter och risker på de finansiella marknaderna 8

Sårbarheter och risker kopplade till de höga bostadspriserna och den höga skuldsättningen 11

■ 3. REKOMMENDATIONER 15

■ FÖRDJUPNINGSRUTOR

Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet 25

Svenska finansiella institut och låga räntor 30

■ ORDLISTA 37

■ Sammanfattning

DET FINANSIELLA SYSTEMET ÄR SÅRBART FÖR STÖRNINGAR

De svenska storbankerna uppvisar hög lönsamhet och deras kunder har god betalningsförmåga. Detta bidrar till Riksbankens bedömning att det finansiella systemet fungerar väl i nuläget. Men samtidigt är det svenska banksystemet stort och tätt sammanlänkat. Dessutom har de svenska storbankerna en hög andel marknadsfinansiering, varav en stor del är i utländsk valuta, samt en låg andel eget kapital i förhållande till sina tillgångar. Det gör att banksystemet, och det finansiella systemet som helhet, är känsligt för olika störningar.

HÖGA TILLGÅNGSVÄRDERINGAR I KOMBINATION MED HÖG SKULDSÄTTNING MEDFÖR RISKER

Enligt Riksbankens analys är värderingarna på flera tillgångsmarknader höga i ett historiskt perspektiv. Detta gäller framför allt den svenska bostadsmarknaden. Därmed är sannolikheten för prisfall också förhöjd. Detta, tillsammans med en allt högre skuldsättning i hushållssektorn, har gjort både hushållen och de finansiella instituten mer sårbara. Vid en allvarlig störning skulle konsekvenserna för svensk ekonomi kunna bli mycket stora.

ÅTGÄRDER BEHÖVS FÖR ATT MINSKA RISKERNA MED HUSHÅLLENS SKULDSÄTTNING

För att minska riskerna med de stigande bostadspriserna och hushållens stigande skuldsättning bedömer Riksbanken att det är nödvändigt med en kombination av olika åtgärder som både dämpar nyutlåningen och påverkar lånestocken. Åtgärder som angriper de bakomliggande orsakerna till den ökande skuldsättningen, så som reformer på bostadsmarknaden, är centrala. Genom att skapa en bättre balans mellan utbud och efterfrågan kan uppgången i bostadspriserna bromsas och därmed också skuldsättningen. Det är även viktigt med reformer som minskar hushållens vilja att skuldsätta sig, så som ett gradvis minskat ränteavdrag. Regeringens förslag till ny lagstiftning om ett amorteringskrav är ett steg i rätt riktning, men det behövs fler åtgärder. En möjlig kompletterande åtgärd är ett skuldkvotstak som begränsar hur mycket ett hushåll får låna i relation till sin inkomst. Det är också av största vikt att Finansinspektionens mandat för makrotillsyn snarast förtydligas så att en effektiv makrotillsyn kan bedrivas i Sverige.

Riksbankens bedömning är alltså att det behövs flera olika åtgärder. Exakt vilka reformer som vidtas är dock inte avgörande. Det viktiga är att reformarbetet tar fart så att riskerna inte ökar ytterligare. Samtidigt är det viktigt att hushållens skuldsättning dämpas på ett gradvis och balanserat sätt så att inte stabilitetsriskerna ökar på kort sikt.

STORBANKERNAS MOTSTÅNDSKRAFT BEHÖVER STÄRKAS

Det är också viktigt att minska sårbarheten i banksystemet. Under de senaste åren har de svenska storbankerna förbättrat sin motståndskraft mot både kredit- och likviditetsrisker. Denna utveckling är positiv, men Riksbanken anser att storbankernas motståndskraft behöver förbättras ytterligare. Dels bör deras kapitalkrav skärpas, bland annat genom att ett minimikrav för bruttosoliditet införs. Dels bör de öka sin motståndskraft mot kortfristiga likviditetsrisker i svenska kronor och minska sina strukturella likviditetsrisker.

■ 1. Nulägesbedömning

På de finansiella marknaderna har det låga ränteläget under flera år bidragit till att tillgångspriserna har stigit. Bland annat har aktiepriserna stigit kraftigt och är i dag höga i ett historiskt perspektiv. Sedan sommaren har tillgångspriserna dock periodvis sjunkit något till följd av den ökade osäkerheten som har präglat de finansiella marknaderna. Denna utveckling har inte återspeglats på den svenska bostadsmarknaden. Där har priserna i stället fortsatt att öka kontinuerligt och i en mycket snabb takt. Hand i hand med detta har också hushållens skuldsättning fortsatt att öka. Riksbanken anser att detta är en oroande utveckling som innebär stora risker.

ÖKAD VOLATILITET PÅ DE FINANSIELLA MARKNADERNA

Sedan den finansiella krisen 2008 har resursutnyttjandet varit svagt och inflationen låg i många länder. Det har medfört att många centralbanker har sänkt sina styrräntor till historiskt låga nivåer och därtill börjat köpa värdepapper av olika slag. I Sverige och i ett par andra länder är styrräntan nu negativ. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att priserna på finansiella tillgångar överlag har stigit. Bland annat har investerarnas efterfrågan på riskfyllda tillgångar ökat. Aktiepriserna har till exempel haft en stigande trend under flera år (se diagram 1:1).¹

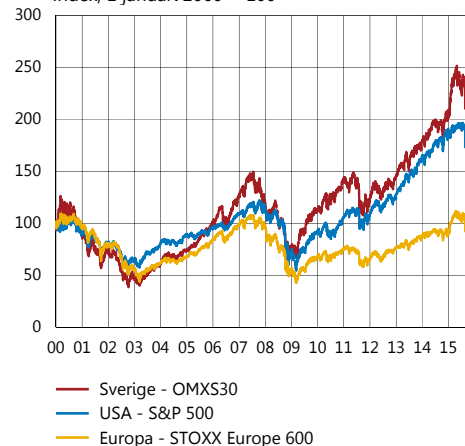
Sedan sommaren har efterfrågan på riskfyllda tillgångar dock periodvis sjunkit. Detta har lett till lägre tillgångspriser, högre riskpremier och ökad volatilitet. Det gäller i synnerhet för aktiemarknaden men även för obligations- och valutamarknaderna. Därför har index för finansiell stress också sammantaget stigit under det senaste halvåret (se diagram 1:2). Trots den senaste tidens nedgång bedöms aktiepriserna dock fortfarande vara höga i ett historiskt perspektiv (se fördjupningen Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet).

OSÄKERHET KRING DEN GLOBALA TILLVÄXTEN

Den främsta anledningen till den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna är en ökad osäkerhet kring de globala tillväxtutsikterna. Detta beror framför allt på avmattningen i den kinesiska ekonomin, men också i flera andra stora tillväxtekonomier. Det finns dessutom tecken på att de makroekonomiska riskerna har ökat i dessa länder, bland annat till följd av att skuldsättningen har vuxit snabbt inom den icke-finansiella företagssektorn.

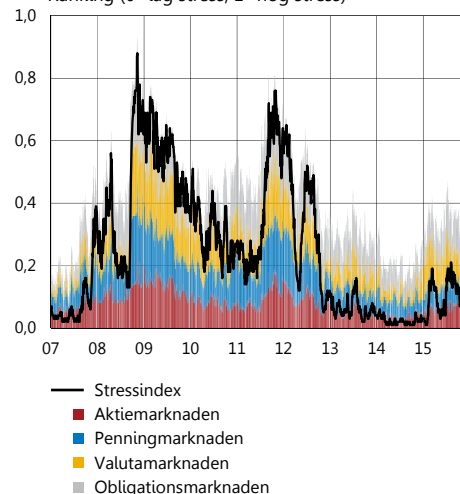
Samtidigt har den ekonomiska återhämtningen i många avancerade ekonomier fortgått. Den amerikanska ekonomin utvecklas positivt och enligt Federal Reserves prognos börjar de höja sin styrränta inom en snar framtid. Också i euroområdet fortsätter återhämtningen, men i långsammare takt. Svagheter så som stora budgetunderskott, höga statsskulder, banker med finansiella problem och utbredd arbetslöshet består dessutom i flera länder.

Diagram 1:1 Aktieindex
Index, 1 januari 2000 = 100



Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram 1:2 Svenskt stressindex
Ranking (0=låg stress, 1=hög stress)

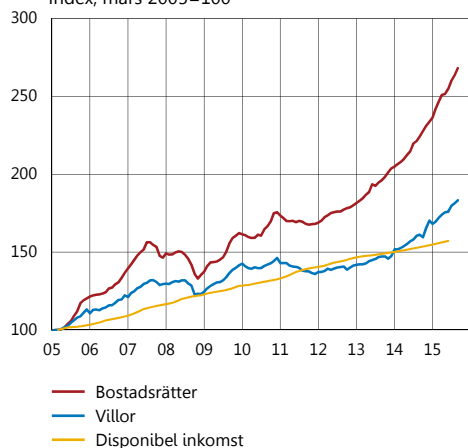


Anm. Det svenska stressindexet är framtaget av Riksbanken enligt en liknande metod som för ECB:s europeiska stressindex. Se Johansson, T. och Bonthron, F. (2013), Vidareutveckling av indexet för finansiell stress för Sverige, *Penning- och valutapolitik* 2013:1. Sveriges riksbank.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

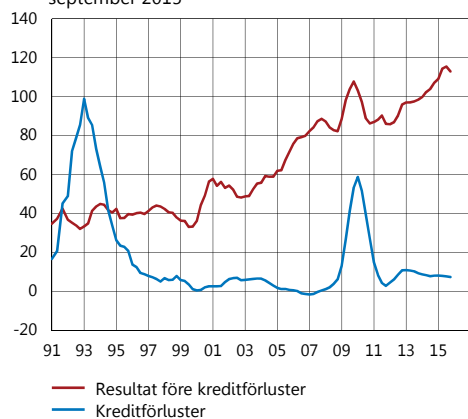
¹ Se appendix för ytterligare diagram om utvecklingen på de finansiella marknaderna samt för de svenska bankkoncernernas låntagare och de svenska bankerna (www.riksbank.se).

Diagram 1:3 Bostadspriser och hushållens disponibla inkomster i Sverige
Index, mars 2005=100



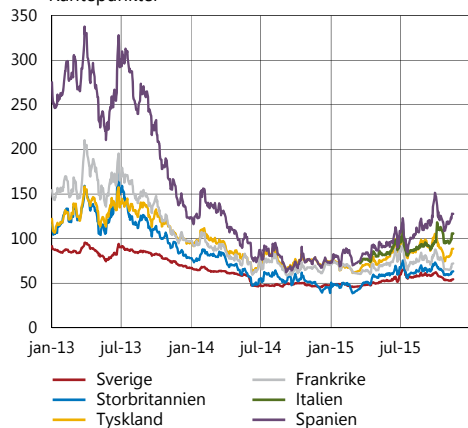
Anm. Bostadspriserna är säsongjusterade.
Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 1:4 Resultat före kreditförluster samt kreditförluster i de svenska storbankerna
Rullande fyra kvartal, miljarder kronor, fasta priser september 2015



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 1:5 Femåriga CDS-premier för banker
Räntepunkter



Anm. Genomsnitt av jämförbara storbanker hemmahörande i respektive land. CDS-premierna indikerar bankernas kostnader för icke-säkerställd upplåning på obligationsmarknaden.

Källor: Fitch och Riksbanken

FORTSATT STIGANDE HUSPRISER OCH SKULDER

Tillväxten i den svenska ekonomin fortsätter att vara god. Detta beror bland annat på att de låga räntorna har ökat hushållens konsumtionsutrymme. Priserna på bostäder har också fortsatt att stiga i en snabb takt. Bara under det senaste året har prisökningen varit i genomsnitt 18 procent. Detta är betydligt snabbare än tillväxttakten i hushållens inkomster (se diagram 1:3). De stigande bostadspriserna har också medfört att hushållens skulder har fortsatt att öka. Detta är en oroande utveckling som innebär stora risker. Även priserna på kommersiella fastigheter har ökat något, men framför allt har transaktionsvolymerna ökat och likaså andelen utländska investerare.

Både hushåll och företag i Sverige har goda lånemöjligheter.² Ökningstakten i företagens upplåning är dock långsammare än för hushållen. En förklaring till det är att investeringarna har fortsatt att vara förhållandevis små på grund av den svaga konjunkturen i många av de länder som Sveige exporterar till. Det gäller även flera av de nordiska länderna. I Norge, som är en av Sveriges viktigaste exportmarknader, har den ekonomiska aktiviteten dämpats tydligt i år och i Finland har ekonomin fortsatt att krympa för tredje året i rad.³

LÖNSAMHETEN ÄR HÖG I DE SVENSKA STORBANKERNA

De svenska storbankerna har fortsatt att redovisa låga kreditförluster och goda resultat (se diagram 1:4). Lönsamheten är också fortsatt hög. De låga räntorna har medfört att bankerna tjänar något mindre per utlånad krona eftersom räntorna inte har fallit lika mycket på inlåningen som på utlåningen. Detta har dock kompensats av bland annat högre utlåningsvolym, framför allt av bolån, samt av högre intäkter från andra verksamhetsområden (se även fördjupningen Svenska finansiella institut och låga räntor). Storbankerna har också haft fortsatt god tillgång till marknadsfinansiering och låga finansieringskostnader jämfört med andra banker (se diagram 1:5). Den försämrade konjunkturen i Norge och Finland har hittills inte lett till högre kreditförluster och storbankernas låntagare, både i Sverige och utomlands, bedöms ha en fortsatt god betalningsförmåga. Sammantaget bedöms det finansiella systemet fungera väl i nuläget.

OPERATIVA RISKER I INFRASTRUKTUREN

Den finansiella infrastrukturen bedöms också fungera väl. Dock har ett utbyte av Euroclear Swedens tekniska system för värdepappers-avveckling initierats. Ett sådant projekt är i sig förknippat med risker. De operativa riskerna i infrastrukturen förblir därmed förhöjda till dess att systembytet är klart.⁴

² Detta gäller även fastighetsbolagen. För mer om företagens lånemöjligheter, se *Konjunkturbarometern*, oktober 2015. Konjunkturinstitutet.

³ *Penningpolitisk rapport*, oktober 2015. Sveriges riksbank.

⁴ *Finansiell infrastruktur 2015*. Sveriges riksbank.

■ 2. Sårbarheter och risker i det finansiella systemet

Strukturen i det svenska banksystemet gör det sårbart för störningar. För närvarande bedöms störningar främst kunna uppkomma och förstärkas av de höga värderingarna på tillgångsmarknaderna, framför allt på den svenska bostadsmarknaden, samt av de svenska hushållens höga skuldsättning. Om en störning uppstår i hushållssektorn, exempelvis till följd av ett fall i bostadspriserna, kan det medföra en svagare konsumtion. En sådan utveckling skulle inte bara kunna få betydande konsekvenser för den makroekonomiska stabiliteten, utan även för den finansiella stabiliteten. Historisk sett har kraftiga fall i tillgångspriser i kombination med en stor privat skuldsättning bidragit till djupa och långvariga lågkonjunkturer.

Sårbarheter och risker i banksystemet

Den positiva utvecklingen med goda resultat och låga kreditförluster i de svenska storbankerna väntas fortsätta framöver. Det finns dock sårbarheter i det svenska banksystemets struktur. Dessa innebär att det finansiella systemet som helhet är känsligt för störningar. För närvarande bedöms störningar framför allt kunna uppkomma och förstärkas av de höga värderingarna på tillgångsmarknaderna, framför allt på den svenska bostadsmarknaden, samt av de svenska hushållens höga skuldsättning.

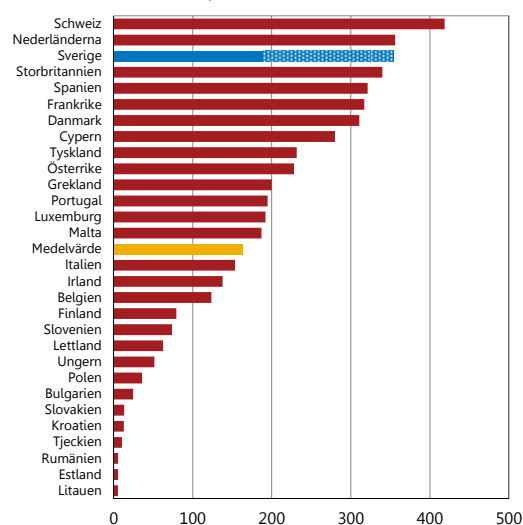
STRUKTURELLA SÅRBARHETER I BANKSYSTEMET

Under de senaste decennierna har finansieringen av bostäder i princip helt flyttat in i banksystemet, dessutom har många svenska banker etablerat stora verksamheter utomlands. Som ett resultat av detta har Sverige i dag ett mycket stort banksystem. Om man räknar samman de svenska bankernas inhemska och utländska verksamheter uppgår deras totala tillgångar till en summa som motsvarar drygt 350 procent av Sveriges BNP (se diagram 2:1). Banksystemet är dessutom i hög grad koncentrerat till de fyra storbankerna (Nordea, Handelsbanken, SEB och Swedbank) som är nära sammanlänkade med varandra. Sammanlänkningen beror bland annat på att storbankerna har betydande innehav av varandras värdepapper. Detta korsägande uppgår i dag till ett värde motsvarande omkring 30 procent av det samlade egna kapitalet i storbankerna (se diagram 2:2). De svenska bankerna är dessutom nära sammanlänkade med andra aktörer i det svenska finansiella systemet, bland annat genom att svenska försäkringsbolag och fonder håller en stor del av deras säkerställda obligationer (se diagram 2:3).

På grund av att storbankerna har mycket bolån på sina balansräkningar finns det också en stark koppling mellan banksystemet och den svenska bostadsmarknaden.⁵ Dessa bolån finansieras i hög utsträckning med marknadsfinansiering och då framför allt med säkerställda obligationer för vilka säkerheterna är just bolån. Detta innebär att bankerna är beroende både av att marknaderna fungerar väl och av att det finns ett högt förtroende för såväl det svenska

Diagram 2:1 Bankernas tillgångar i förhållande till BNP

December 2014, procent

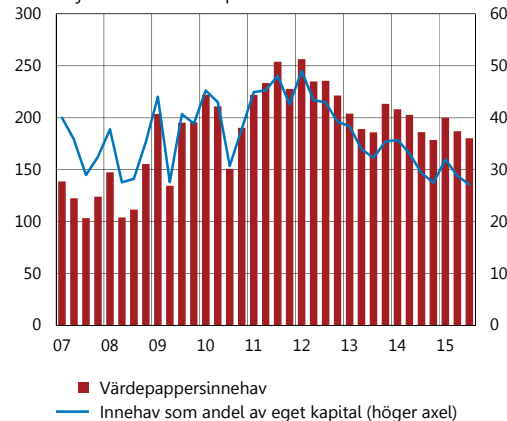


Anm. I banktillgångar inkluderas landets bankkoncerners tillgångar både inom och utom landet. Bankernas försäkringsverksamheter är dock exkluderade. Den skuggade delen av den blåa stapeln visar de fyra storbankernas tillgångar i utländska dotterbolag och filialer i förhållande till Sveriges BNP.

Källor: ECB, Swiss Bankers Association, Swiss Statistics, bankernas resultatrappporter och Riksbanken

Diagram 2:2 Storbankernas innehav av varandras värdepapper

Miljarder kronor och procent

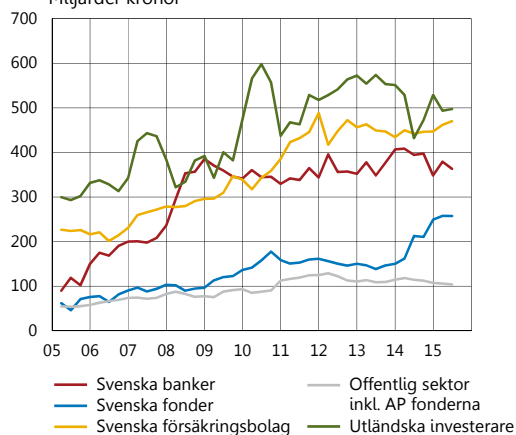


Källor: Bankernas resultatrappporter och Riksbanken

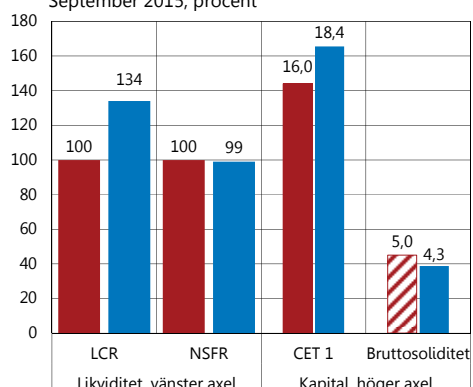
⁵ Ungefär hälften av storbankernas utlåning i Sverige är bolån.

Diagram 2:3 Ägare av svenska säkerställda obligationer

Miljarder kronor



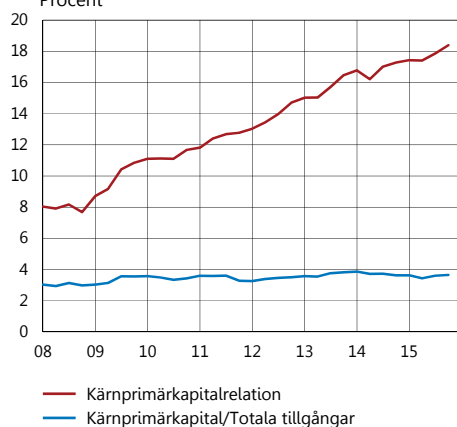
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:4 De fyra Basel III-måtten
September 2015, procent

■ Krav
■ Svenska storbanker

Anm. Miniminivån för bruttosoliditet är ännu inte fastställd, i diagrammet visas därför den nivå som Riksbanken rekommenderar att ska gälla från 2018 (streckad stapel). CET 1 är en förkortning för kärnprimärkapitalrelation, miniminivån är beräknad som viktat genomsnitt av storbankernas totala kapitalkrav. Storbankernas kapitalrelationer anges som viktat genomsnitt.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 2:5 De svenska storbankernas kärnprimärkapitalrelationer samt kärnprimärkapital i förhållande till totala tillgångar
Procent

Anm. Viktat genomsnitt. Kärnprimärkapital i förhållande till totala tillgångar används som en förenklad uppskattning av bankernas bruttosoliditet.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

banksystemet som för den svenska bostads- och bolånemarknaden bland investerarna.

På grund av att banksystemet är koncentrerat och sammanlänkat är det troligt att hela banksystemet skulle påverkas negativt om det skulle uppstå problem i en av storbankerna. Banksystemets storlek innebär dessutom att eventuella problem i bankerna kan bli mycket kostsamma för staten att hantera. För att minska sannolikheten för en finansiell kris och också för att minska kostnaderna för staten i händelse av en kris, är det av största vikt att storbankerna har en tillräckligt hög motståndskraft. Det innebär att bankerna behöver ha tillräckligt mycket kapital och tillräckliga likviditetsbuffertar i alla väsentliga valutor. Dessutom behöver de ha en tillräcklig kapacitet för att vid en krissituation själva kunna bära förluster och hantera rekapitaliseringsbehov.⁶

Någonting som kan komma att innebära en stor förändring i det svenska banksystemet framöver är Nordeas planer att ändra sin företagsstruktur. Planen innebär att de nordiska dotterbolagen slås ihop med det svenska moderbolaget till ett svenskt bolag med filialer i de andra nordiska länderna.⁷ I dag finns omkring tre fjärdedelar av Nordeas samlade tillgångar i utländska verksamheter. En sådan omstrukturering skulle medföra att Nordeas svenska verksamhet blir betydligt större. Genom filialiseringen skulle Nordeas verksamhet dessutom bli starkare knuten till Sverige än i dag, och huvudansvaret för tillsyn och resolution av både den svenska verksamheten och de utländska verksamheterna skulle falla på svenska myndigheter. Detta skulle inte bara vara en stor strukturförändring i det svenska banksystemet utan också i övriga Norden.

DE SVENSKA STORBANKERNA HAR LÅG BRUTTOSOLIDITET

Efter finanskrisen startade ett omfattande reformarbete för att stärka motståndskraften i det finansiella systemet. Till detta hör bland annat de nya minimikraven för kapital och likviditet inom ramen för Basel III-överenskommelsen. Inom vissa områden har motståndskraften i de svenska storbankerna också förbättrats under de senaste åren. Storbankerna har byggt upp likviditetsbuffertar i utländsk valuta och stärkt sina kärnprimärkapitalrelationer vilket har resulterat i att de har både likviditetstäckningsgrader (LCR) och kärnprimärkapitalrelationer som överstiger minimikraven (se diagram 2:4). Samtidigt är vissa likviditetsrisker fortfarande för stora och bruttosoliditeten för låg.

Trots att storbankernas kärnprimärkapitalrelationer har stigit mycket under de senaste åren har bruttosoliditeten alltså stannat på förhållandevis låga nivåer (se diagram 2:5). Höjningen av kärnprimärkapitalrelationerna förklaras huvudsakligen av att bankernas riskvikter har sjunkit snarare än av att kapitalet har ökat. Detta har skett i takt med att bankerna har börjat använda interna modeller för att beräkna riskvikterna på allt större delar av sina låneportföljer. Det här

⁶ Detta syftar till det så kallade skuldnedskrivningsverket som är en del i EU:s nya regelverk för hur medlemsstater ska hantera banker i kris, resolutionsdirektivet.

⁷ Sedan tidigare bedrivs Nordeas bankverksamhet i de baltiska länderna som filialer.

är förvisso i enlighet med regelverket och sker efter godkännande av Finansinspektionen (FI). Men de interna modellerna är samtidigt förknippade med osäkerhet. Ett problem är att de är baserade på historiska erfarenheter och därför inte nödvändigtvis kan förutspå framtida förluster. Modellerna är vidare fokuserade på den enskilda banken och fångar därför inte strukturella sårbarheter och risker som kan finnas i banksystemet som helhet. Sammantaget kan detta medföra att bankerna håller för lite kapital vilket i sin tur kan leda till förhöjda risker såväl i de enskilda bankerna som för banksystemet som helhet.

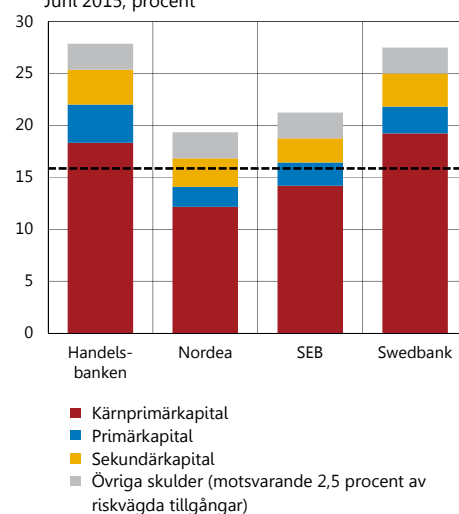
NY REGLERING FÖR ATT MINSKA STABILITETSRISKERNA

En annan del i det internationella reformarbetet är ett initiativ inom Financial Stability Board (FSB) som syftar till att minska stabilitetsriskerna och riskerna för att skattebetalarna ska drabbas av kostnader vid bankkriser. Nyligen beslutades att de globalt systemviktiga bankerna ska ha en förlustabsorberande kapacitet (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC) som motsvarar minst 16 procent av de riskvägda tillgångarna och minst 6 procent av de totala exponeringarna⁸ från och med januari 2019.⁹ De kapitalinstrument som finns i Basel III-överenskommelsens kapitalkrav räknas som förlustabsorberande, men vissa andra typer av skuldinstrument med kvarvarande löptid på minst ett år får också användas för att uppfylla kraven.¹⁰ Nordea är en av 30 banker i världen som klassas som globalt systemviktig. Det innebär att Nordea kommer att behöva möta kraven från 2019. Huruvida de andra svenska storbankerna kommer att bli föremål för TLAC-kraven beror på hur de implementeras i Europa och Sverige. Det är inte heller klart hur den exakta utformningen av kraven kommer att se ut inom EU. Bankerna kommer ha möjlighet att anpassa sina balansräkningar fram till 2019, men om den utformning som har beslutats av FSB skulle bli gällande i dag och skulle gälla alla svenska storbanker visar Riksbankens beräkningar att bankerna skulle behöva ha mer förlustabsorberande kapacitet (TLAC) för att klara båda kraven (se diagram 2:6 och 2:7).

LIKVIDITETSRISKERNA BESTÅR I DE SVENSKA STORBANKERNA

Vad gäller likviditetsriskerna har vissa svenska storbanker tidvis mycket låg likviditetstäckningsgrad (LCR) om man ser på måttet separat i svenska kronor. De lägsta nivåerna indikerar att likviditetsbuffertarna i kronor inte ens skulle räcka för att hantera en fjärdedel av de likviditetsutflöden som väntas kunna uppkomma under en stressad 30-dagarsperiod (se kapitel 3). Storbankerna bedöms också fortsatt vara exponerade mot stora strukturella likviditetsrisker. Detta avspeglas delvis i det strukturella likviditetsmåttet Net Stable Funding Ratio (NSFR) där de svenska storbankerna utmärker sig med

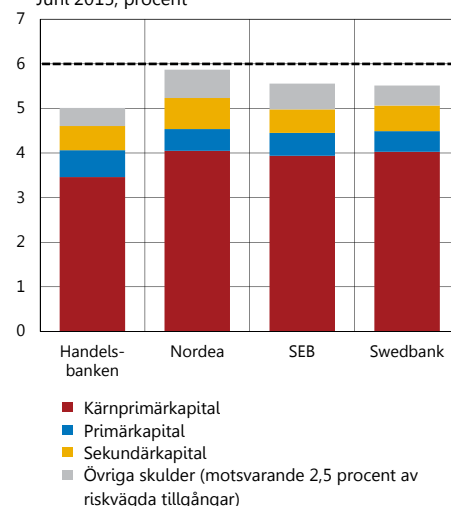
Diagram 2:6 Eget kapital och nedskrivningsbara skulder (TLAC) i förhållande till riskvägda tillgångar Juni 2015, procent



Anm. Det kapital som hålls för att möta kapitalkravet för Baselregelverkets buffertar har räknats bort i diagram 2:6. Både diagram 2:6 och 2:7 baseras på Riksbankens egna beräkningar och är baserade på publik data. I uträkningarna ingår kärnprimärkapital, primärkapitaltillskott, det sekundärkapital som ingår i kapitalbasen samt icke-säkerställda skulder motsvarande 2,5 procent av de riskvägda tillgångarna. Övriga efterställda skulder är inte inkluderade, vilket innebär en potentiell underskattning av den förlustabsorberande kapaciteten.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Diagram 2:7 Eget kapital och nedskrivningsbara skulder (TLAC) i förhållande till totala exponeringar Juni 2015, procent



Anm. Se diagram 2:6.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

⁸ Med totala exponeringar avses nämnaren i Baselkommitténs definition av bruttosoliditet, det vill säga totala tillgångar plus poster utanför balansräkningen samt derivat.

⁹ Från och med januari 2022 kommer kraven att höjas ytterligare till 18 respektive 6,75 procent.

¹⁰ Taljaren i TLAC-definitionen blir därmed större än i Baselkommitténs kapitalkrav. Således är TLAC-kvoterna typiskt sett högre än kärnprimärkapitalrelationen och bruttosoliditeten enligt Basel III.

jämförelsevis låga nivåer i förhållande till många andra banker i Europa.¹¹ Obalanserna mellan löptiderna på storbankernas tillgångar och skulder är dessutom större på längre löptider än vad som fångas av NSFR.¹²

Även om motståndskraften har förbättrats i de svenska storbankerna är riskerna alltså fortfarande höga inom vissa områden. Tillsammans med de strukturella sårbarheterna i den svenska banksektorn innebär detta en ökad känslighet för störningar i det finansiella systemet. I de två följande avsnitten beskrivs ytterligare faktorer som bedöms kunna medföra och förstärka sådana störningar.

Sårbarheter och risker på de finansiella marknaderna

I Sverige och i många andra länder har centralbankerna fört en allt mer expansiv penningpolitik de senaste åren. Detta har varit nödvändigt för att stimulera den ekonomiska tillväxten och motverka riskerna med för låg inflation. Det låga ränteläget har också medfört att risktagandet bland aktörerna i ekonomin har ökat. Ett ökat risktagande kan medföra en ökad sårbarhet i det finansiella systemet. Detta hänger bland annat samman med att tillgångar kan bli övervärderade och risker felaktigt prissatta, därmed kan sannolikheten för stora prisfall på tillgångsmarknaderna öka. Riskerna i det finansiella systemet kan också öka om det leder till att finansiella institut får en sämre finansiell situation eller om de ökar riskerna i sina verksamheter. Dessa risker är inte specifika för Sverige. Även Europeiska Systemrisknämnden (ESRB) lyfter att en global ökning av riskpremierna på de finansiella marknaderna är en av de största riskerna för den finansiella stabiliteten i EU. Bland annat ser man risker med att finansiella institut kan få en sämre finansiell situation i ett sådant läge.¹³

HÖGA VÄRDERINGAR ÖKAR SANNOLIKHETEN FÖR PRISFALL

I ett läge där risktagandet i utgångsläget är högt, kan en förändrad syn på riskerna i ekonomin eller på de finansiella marknaderna leda till att många investerare snabbt vill omfördela sina tillgångsportföljer och minska sitt risktagande. Det kan i sin tur leda till en situation med fallande priser och hög volatilitet på de finansiella marknaderna.¹⁴ Även om tillgångspriserna delvis har sjunkit på senare tid, visar Riksbankens analys att värderingen på bland annat den svenska aktiemarknaden för närvarande är hög i ett historiskt perspektiv. Därmed är sannolikheten för prisfall förhöjd (se fördjupningen Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet).

¹¹ Se Gobat J., Yanase M., Maloney J. (2014), The Net Stable Funding Ratio: Impact and Issues for Consideration, *IMF Working Paper* 14/106. Internationella valutafonden.

¹² Redan vid ett års löptid ges skulder i NSFR fullt värde som stabil finansiering. Om banker samtidigt har tillgångar med mycket lång löptid innebär NSFR på 100 procent inte nödvändigtvis att löptiden på tillgångar och skulder är densamma.

¹³ Se pressmeddelande från ESRB:s styrelsemöte den 24 september 2015.

¹⁴ Se Johansson T. (2013), Search for yield – en jakt på avkastning i en lågräntemiljö, *Ekonomiska kommentarer*, nr 4, 2013. Sveriges riksbank.

Dessutom finns det tecken på att likviditeten på vissa finansiella marknader har försämrats under de senaste åren. Vad som har orsakat denna utveckling är inte självklart. Men en förklaring som ofta lyfts både bland marknadsaktörer och bland andra bedömare är att bankerna har ändrat sitt beteende efter den globala finanskrisen och till följd av nya regleringar.¹⁵ Den försämrade marknadslikviditeten kan förstärka effekterna av en omallokering eftersom den medför att enskilda transaktioner får en större påverkan på tillgångspriserna. Detta kan medföra nya förutsättningar och i brist på tidigare erfarenheter är det därmed osäkert hur de finansiella marknaderna skulle fungera under stressade förhållanden.

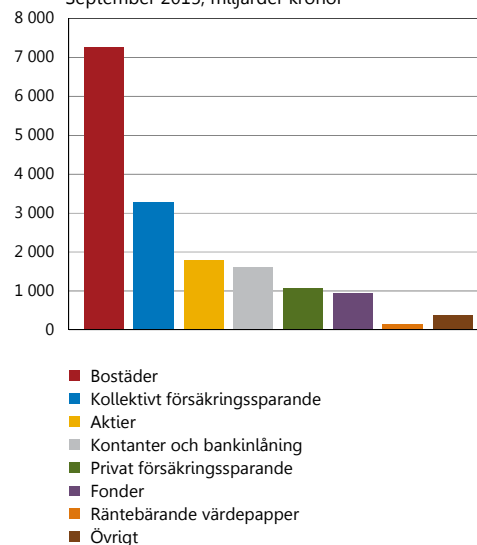
Flera tänkbara händelser kan utlösa ett förlopp där de sårbarheter som byggts upp på de finansiella marknaderna bidrar till en ökad finansiell stress. Oavsett ursprung handlar det om oväntade händelser som inte speglas i den nuvarande prissättningen eller i förväntningar om den framtida utvecklingen. Det kan till exempel handla om att tillväxten i Kina, och därmed världshandeln, blir svagare än förväntat, att det uppstår mer negativa effekter än förväntat när styrräntan börjar höjas i USA eller att de svenska bostadspriserna faller.¹⁶

STRESS PÅ DE INTERNATIONELLA FINANSIELLA MARKNADERNA KAN PÅVERKA STABILITETEN I SVERIGE

Om det skulle uppkomma snabba och oväntade rörelser i tillgångspriserna med en ökad stress på de internationella finansiella marknaderna som följd, kan det påverka stabiliteten i det svenska finansiella systemet. Det kan exempelvis ske om bankernas finansiering blir dyrare eller mer svårtillgänglig. Det gäller i synnerhet om investerarna samtidigt bedömer att riskerna i Sverige har ökat, exempelvis till följd av utvecklingen på bostadsmarknaden. I ett dåligt scenario skulle det kunna leda till allvarliga likviditetsproblem i det svenska banksystemet. Under den senaste krisen 2008 – 2009 såg vi exempel på en situation där de svenska bankerna fick problem med sin likviditet. Riksbanken behövde då låna ut både kronor och utländsk valuta till bankerna för att det finansiella systemet skulle fungera.¹⁷

Även om situationen inte skulle bli så allvarlig att den leder till likviditetsproblem för bankerna, är det troligt att dyrare finansieringskostnader skulle påverka de räntor som hushåll och företag betalar på sina lån. Eftersom de svenska hushållen är högt skuldsatta och en stor del av lånen är till rörlig ränta, kan högre räntor snabbt påverka hushållens konsumtionsutrymme. Utöver detta består en betydande del av de svenska hushållens finansiella sparande av aktieinnehav (se diagram 2:8). Om aktiepriserna skulle falla kraftigt får det därmed också en direkt effekt på hushållens förmögenhet.

Diagram 2:8 Hushållens tillgångar i Sverige
September 2015, miljarder kronor



Källor: SCB och Riksbanken

¹⁵ Se *Financial Stability Report*, juli 2015. Bank of England. *IMF Global Financial Stability Report*, oktober 2015. Internationella valutafonden.

¹⁶ Sådana händelser lyfter också marknadsaktörerna i Riksbankens riskenkät fram som faktorer som kan påverka utvecklingen framöver. Se *Marknadsaktörernas bedömning av de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt*, hösten 2015. Sveriges riksbank.

¹⁷ Se exempelvis Elmér, H., Guibourg, G., Kjellberg, D. och Nessén, M. (2012), Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar, *Penning- och valutapolitik* 2012:3. Sveriges riksbank.

Ökad stress på de finansiella marknaderna kan dessutom medföra problem för icke-finansiella företag som finansierar delar av sin verksamhet på marknaden via företagsobligationer. Det gäller exempelvis fastighetsbolagen som är bland de största emittenterna på den svenska marknaden för företagsobligationer.¹⁸ I en stressad situation kan dessa företag få svårt att finansiera sina investeringar eller att refinansiera sina utestående obligationer när de förfaller. I ett sådant läge är det troligt att företagen skulle utnyttja sina kreditlöften hos bankerna. De företag som saknar kreditlöften kan eventuellt behöva ytterligare banklån. Detta kan spä på de negativa effekterna för bankernas likviditetssituation och dessutom kan det påverka bankernas kapitaltäckning negativt.

BANKER OCH FÖRSÄKRINGSBOLAG HAR BLIVIT MER SÅRBARA

Riskerna i det finansiella systemet kan också öka om de låga räntorna leder till att finansiella institut får en försämrad finansiell situation eller ändrar beteende. Bland annat kan de låga räntorna sätta press på bankernas lönsamhet och göra det svårare för livförsäkringsbolagen att uppnå den garanterade avkastning som de har utlovat på sina kunders pensionssparande. Om räntorna förblir låga under en lång tid kan de finansiella instituten därför vilja kompensera sig för effekterna av de låga räntorna genom att öka sitt risktagande. Bankerna kan exempelvis börja låna ut pengar till mer riskfyllda låntagare och livförsäkringsbolagen kan börja investera i mer riskfyllda tillgångar. Bankerna skulle också kunna införa negativa inlåningsräntor. Negativa inlåningsräntor minskar bankernas finansieringskostnader men samtidigt finns det en risk att kunderna flyttar sitt sparande eller tar ut pengarna i form av kontanter i stället. Om detta skulle ske i snabb takt kan det innebära risker för den finansiella stabiliteten. Till exempel kan enskilda banker då utsättas för likviditetsstress, vilket kan försämma förtroendet för hela det svenska banksystemet.¹⁹ I dagsläget har bankerna dock endast valt att införa negativa räntor på en begränsad del av sin inlåning.

Enligt Riksbankens analys finns det hittills inga tydliga indikationer på att risktagandet har ökat varken bland banker eller bland livförsäkringsbolag. Däremot har de låga räntorna bidragit till att bankernas utlåning för bostadsändamål har ökat. Således har de svenska bankernas redan stora exponeringar mot bostadsmarknaden ökat ytterligare. Försäkringsbolagen har i sin tur blivit mer sårbara av att deras solvenskvoter²⁰ är lägre vid låga räntor, allt annat lika. Dessutom medför deras stora aktieinnehav och det faktum att aktiemarkanden är högt värderad en ökad sårbarhet (se även fördjupningen Svenska finansiella institut och låga räntor).

¹⁸ Se Bonthron, F. (2014). Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer, *Ekonomiska kommentarer*, nr 7, 2014. Sveriges riksbank.

¹⁹ För vidare diskussion se exempelvis Alsterlind, J., Armelius, H., Forsman, D., Jönsson, B. och Wretman A.-L. (2015), Hur långt kan reporäntan sänkas?, *Ekonomiska kommentarer*, nr 11, 2015. Sveriges riksbank.

²⁰ Solvenskvoten är ett mått på ett försäkringsbolags finansiella ställning, se även fördjupningen Svenska finansiella institut och låga räntor.

NEGATIVA RÄNTOR HAR VISSA KONSEKVENSER FÖR MARKNADENS FUNKTIONSSÄTT

Att en del marknadsräntor nu är negativa har bland annat påverkat hanteringen av obligationer med rörlig kupong. En rörlig kupong är en räntebetalning som inte är bestämd på förhand utan är knuten till någon form av referensränta. När referensräntan, såsom Stibor med tre månaders löptid, nu är negativ kan kupongen också bli negativ. Det innebär att investeraren ska betala kupongen till emittenten, i stället för att tvärtom erhålla kupongräntan så som det fungerar normalt. Varken svensk marknadspraxis, Euroclear Swedens system eller merparten av obligationsavtalen är utformade för att kunna hantera negativa kuponger. Därmed är detta någonting som kan skapa osäkerhet på den svenska obligationsmarknaden. Hittills har detta hanterats genom att investerarna inte har behövt betala när kupongräntan har varit negativ. För att undanröja osäkerheten är det viktigt att varje aktör som tänker emittera obligationer med rörlig kupong klargör för övriga marknadsaktörer hur obligationerna anpassas till det negativa ränteläget.²¹

Slutligen anser en majoritet av de tillfrågade marknadsaktörerna i Riksbankens riskenkät att räntemarknadens funktionssätt har försämrats. En av anledningarna till det anses vara Riksbankens köp av statsobligationer eftersom de har medfört att den utestående volymen av obligationer som kan handlas på andrahandsmarknaden har minskat. Därmed upplever marknadsaktörerna att likviditeten på den svenska statobligationsmarknaden har försämrats.²² Det är viktigt att noga följa denna utveckling. Hittills bedömer Riksbanken dock inte att tillgångsköpen eller de negativa räntorna har medfört att det finansiella systemets funktionssätt har försämrats på ett sådant sätt att det har påverkat den finansiella stabiliteten.

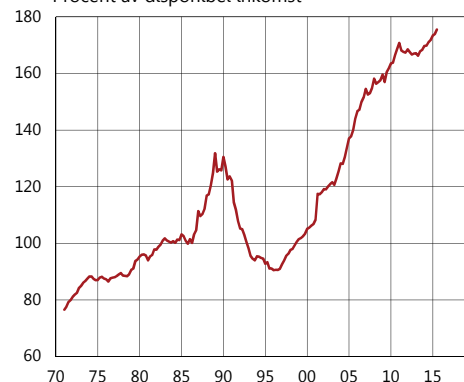
Sårbarheter och risker kopplade till de höga bostadspriserna och den höga skuldsättningen

De låga räntorna bidrar även till att bostadspriserna och skuldsättningen hos hushållen väntas fortsätta att stiga från redan höga nivåer. Trots att hushållens lån nu är historiskt höga i förhållande till inkomsterna är deras räntekostnader i förhållande till inkomsterna de lägsta på omkring 40 år (se diagram 2:10 och 2:9). Detta har troligtvis bidragit till att prisutvecklingen på bostadsmarknaden har accelererat de senaste åren.

SNABBT ÖKANDE BOSTADSPRISER KAN INNEBÄRA RISKER

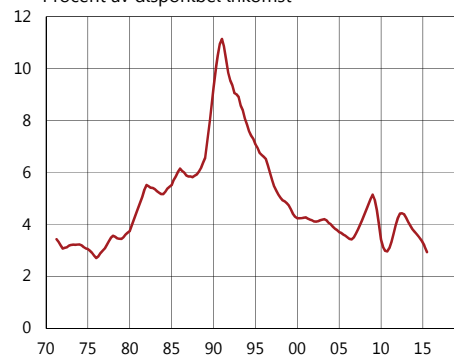
Trenden med snabbt ökade bostadspriser är inget nytt fenomen utan har pågått sedan mitten av nittio-talet (se diagram 2:11). Priserna har dessutom ökat snabbt i de flesta regioner i Sverige och inte enbart i

Diagram 2:10 Hushållens skulder i Sverige
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9 Hushållens ränteutgifter i Sverige
Procent av disponibel inkomst



Anm. Ränteutgifterna är efter skatt.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:11 Realt fastighetsprisindex
Index, kvartal 1 2000=100



Anm. Bostadspriserna är säsongjusterade.

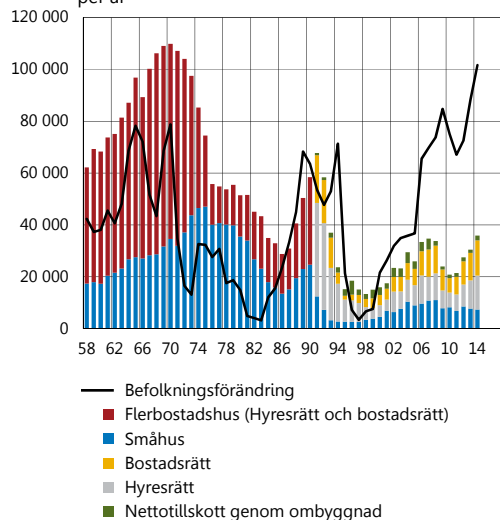
Källor: Valueguard och Riksbanken

²¹ För nya obligationer kan emittenterna även anpassa villkoren så att de rörliga kupongerna sannolikt inte blir negativa. Se även *Finansiell infrastruktur 2015*. Sveriges riksbank.

²² *Marknadsaktörers syn på risker och de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt*, hösten 2015. Sveriges riksbank.

Diagram 2:12 Bostadsbyggande och befolkningsförändring i Sverige

Antal färdigställda bostäder och antalet nya invånare per år



Källor: SCB och Riksbanken

storstäderna. Det finns flera förklaringar till prisutvecklingen. Utöver ett allt lägre ränteläge har hushållen gynnats av stigande inkomster och förändrade skatter. Priserna har även drivits upp av att utbudet på bostäder inte har ökat i samma utsträckning som efterfrågan. På flera håll i landet rapporteras brist på bostäder. Vid slutet av nittio-talet uppgav 11 procent av kommunerna att det var brist på bostäder, andelen är nu över 40 procent. I synnerhet finns det ett underskott på hyresrätter. Under 2013 uppgav till exempel 246 kommuner, eller nästan 85 procent, att det rådde brist på hyresrätter.²³

Bristen på bostäder har flera orsaker. En är att reglerna på hyresmarknaden bidrar till att befintliga bostäder inte utnyttjas på ett effektivt sätt, vilket bland annat leder till långa kötider för hushåll som efterfrågar hyresbostäder. En annan orsak är att bostadsbyggandet i Sverige har varit lågt de senaste decennierna, både i ett historiskt perspektiv och i förhållande till de behov som den snabbt växande befolkningen och urbaniseringen har skapat.²⁴ Det har inneburit att det överskott av bostäder som tidigare funnits i flera storstadsregioner successivt har minskat i takt med att befolkningen har vuxit (se diagram 2:12).²⁵ Bostadsbyggandet har förvisso ökat de senaste åren, men den nuvarande takten bedöms ändå inte vara tillräcklig för att möta den kommande befolkningsökningen i Sverige. De närmaste åren förväntas befolkningen öka i snabb takt.²⁶ Detta kan sätta ytterligare press på bostadpriserna och öka skuldsättningen i hushållssektorn.

Den snabba prisuppgången medför risker. En risk är att hushållen anpassar sina förväntningar om framtida räntor och bostadspriser till det rådande låga ränteläget och de senaste årens prisuppgångar.²⁷ Om en situation uppstår där räntorna stiger snabbare och mer än vad hushållen har förväntat sig finns det därmed en risk för att bostadpriserna faller. Fallande bostadspriser kan i sin tur ge upphov till förväntningar om ytterligare prisnedgångar och därmed spå på en redan negativ utveckling.

Den sammantagna bedömningen från analysen av flera olika modeller som Riksbanken har använt sig av pekar på att den svenska bostadsmarknaden är högt värderad för närvarande och att sannolikheten för ett fall i bostadpriserna därmed är förhöjd (se fördjupningen Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet).

²³ Bostadsmarknaden 2013-2014. Boverket.

²⁴ Det finns flera förklaringar till varför det inte har byggts fler bostäder i Sverige. Det handlar till exempel om krävande mark- och planeringsprocesser, kommunernas planmonopol, liten tillgång till byggklar mark, bristande konkurrens inom anläggningsbranschen och byggsektorn, reglerna på hyresmarknaden och gällande lagstiftning som underlättar överklaganden och ställer höga kvalitetskrav på de bostäder som byggs.

²⁵ Se bland annat Bergendahl, P., Hjeds Löfmark, M. och Lind, H. (2015), Bostadsmarknaden och den ekonomiska utvecklingen, Bilaga 3 till *Långtidsutredningen 2015* SOU 2015:48, Emanuelsson, R. (2015), Utbudet av bostäder i Sverige, *Penning- och valutapolitik 2:2015*. Sveriges riksbank. Bokriskskommittén (2014), *En fungerande bostadsmarknad – en reformagenda*, och Nybyggarkommisionen (2014), *En bostadspolitisk agenda för Sverige – 63 förslag för ökat byggande*.

²⁶ Sveriges framtida befolkning 2015-2060, *Demografiska rapporter 2015:2*. Statistiska centralbyrån.

²⁷ En undersökning som genomfördes av Avanza och Sifo under hösten 2015 pekade exempelvis på att 200 000 svenskar inte klarar de räntehöjningar som Riksbanken förutser de närmaste åren.

HUSHÅLLENS HÖGA SKULDSÄTTNING ÖKAR RISKERNA

De snabbt stigande bostadspriserna har gått hand i hand med en allt högre skuldsättning i hushållssektorn. I Sverige ligger den samlade skuldkvoten, det vill säga skulder i förhållande till disponibla inkomster, i dag på omkring 175 procent vilket är en hög nivå både i ett historiskt och i ett internationellt perspektiv. Om man bara tar hänsyn till de hushåll som har bolån uppgår den genomsnittliga skuldkvoten till 317 procent och dessutom visar statistiken att 27 procent av dessa hushåll har en skuldkvot som överstiger 400 procent och 11 procent har en skuldkvot som överstiger 600 procent (se diagram 2:13 och 2:14).

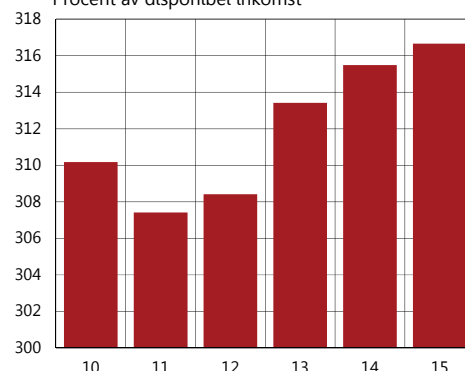
Hushåll som är högt skuldsatta är känsliga för störningar i ekonomin. En sådan störning kan vara ett fall i bostadspriserna, men det kan också handla om andra händelser som förändrar kassaflödet, till exempel att inkomsterna minskar eller att räntebetalningarna stiger. Det kan leda till att hushållen behöver dra ner på konsumtionen och sparandet för att klara sina lånebetalningar. Om det uppstår en situation där hushållen inte klarar sina lånebetalningar och bostadspriserna samtidigt faller, kan de banker som har lånat ut pengar till hushållen drabbas av kreditförluster. På så sätt kan den höga skuldsättningen få direkta konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Historiskt sett har sådana kreditförluster dock varit små i Sverige.

Den största direkta risken med en alltför hög skuldsättning bedöms i stället vara de makroekonomiska riskerna. Om tillräckligt många hushåll drar ner på sin konsumtion samtidigt kan effekten på den samlade konsumtionen dämpa tillväxten i ekonomin som helhet. På så sätt kan den höga skuldsättningen hota den makroekonomiska stabiliteten. Exempel på detta syntes under den senaste krisen då konsumtionen minskade mer i länder med en hög skuldsättning än i länder med låg skuldsättning (se diagram 2:15). Historiska erfarenheter visar också att kraftiga fall i tillgångspriserna i kombination med en stor privat skuldsättning har bidragit till djupa och långvariga lågkonjunkturer.

Den finansiella stabiliteten kan också påverkas indirekt. Om hushållens konsumtion minskar kraftigt är det troligt att lönsamheten i företagssektorn också minskar. Det kan i sin tur medföra fler konkurser och ökade kreditförluster på bankernas utlåning till företag. Dessutom kan en försämrad ekonomisk utveckling medföra att förtroendet för de svenska bankerna minskar. Detta kan leda till att bankerna får svårare att finansiera sig på marknaden. Redan vid farhågor om exempelvis fallande bostadspriser kan bankernas tillgång till finansiering försämrats. Risken för detta ökar troligtvis ju högre skuldsättningen är. Den höga skuldsättningen kan alltså påverka den finansiella stabiliteten både direkt och indirekt. Eftersom de svenska bankernas exponeringar mot bostadsmarknaden är stora, leder de ökade riskerna på bostadsmarknaden och i hushållssektorn också till att riskerna ökar för bankerna. Den höga skuldsättningen bland hushåll i Sverige, i kombination med högt värderade tillgångspriser,

Diagram 2:13 Genomsnittliga skulder för svenska hushåll med bolån

Procent av disponibel inkomst

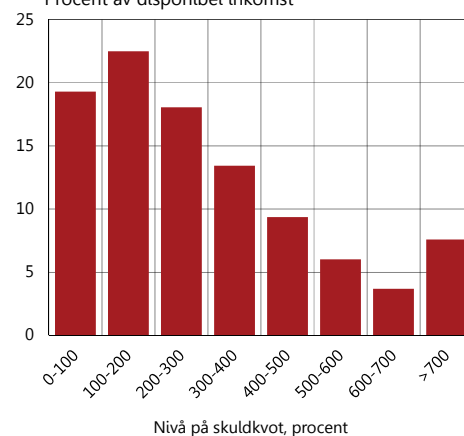


Anm. Medelvärden för skuldsatta hushåll i juli varje år.

Källa: Riksbanken

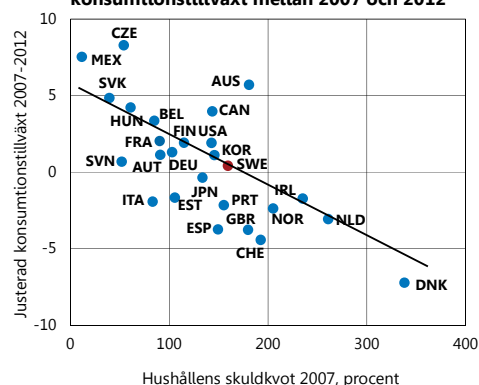
Diagram 2:14 Fördelning av skulder för svenska hushåll med bolån under 2015

Procent av disponibel inkomst



Källa: Riksbanken

Diagram 2:15 Samband mellan skuldkvot och konsumtionstillväxt mellan 2007 och 2012



Anm. Den justerade konsumtionstillväxten är uträknad som faktisk konsumtionstillväxt minus bidrag från tillväxt i skuldkvot, bytesbalans och konsumtion. För ytterligare information se Flodén, Martin, (2014), Did household debt matter in the Great Recession?

Källor: OECD och Riksbanken

innebär därför att sårbarheten både hos hushållen och i banksystemet är hög. Ett fall i bostadspriserna kan därför få betydande konsekvenser för såväl den finansiella stabiliteten som för den reala ekonomin.

■ 3. Rekommendationer

De stigande bostadspriserna och hushållens ökande skuldsättning bidrar till allt större risker för den finansiella och den makroekonomiska stabiliteten. Samtidigt kvarstår sårbarheterna i banksystemet. Det blir därför allt mer brådskande att vidta åtgärder för att dämpa dessa risker. Det krävs åtgärder som angriper de bakomliggande orsakerna till den ökade skuldsättningen såsom reformer för att öka utbudet av bostäder samt ett minskat ränteavdrag. En annan möjlig åtgärd som kan minska riskerna med hushållens skuldsättning är till exempel ett skuldkvotstak. Det är samtidigt av största vikt att regeringen och riksdagen snarast förtydligar Finansinspektionens mandat och verktyg för makrotillsyn. Det är viktigt att nödvändiga åtgärder kan sättas in. Utöver detta behöver kapitalkraven skärpas för att stärka bankernas motståndskraft. Storbankerna bör också fortsätta att minska sina likviditetsrisker.

Riksbankens bedömning är att det finns sårbarheter i det finansiella systemet som gör att det blir känsligt för olika störningar (se kapitel 2). För närvarande bedöms sådana störningar framför allt kunna uppkomma och förstärkas av de höga värderingarna på tillgångsmarknaderna, framför allt på den svenska bostadsmarknaden samt av de svenska hushållens höga skuldsättning. I detta kapitel beskrivs de åtgärder som Riksbanken i dagsläget anser vara centrala för att minska sårbarheterna och riskerna (se tabell 3:1).²⁸

För att minska riskerna med hushållens höga skuldsättning och de stigande bostadspriserna bedömer Riksbanken att det behövs ett antal olika åtgärder. Det behövs åtgärder som angriper de bakomliggande orsakerna till den ökade skuldsättningen. Exempelvis behövs åtgärder riktade mot bostadsmarknaden i syfte att skapa en bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Det skulle bromsa uppgången i huspriserna och därmed också skuldsättningen. Det är även viktigt med reformer som minskar hushållens vilja att skuldsätta sig, så som en nedtrappning av ränteavdraget. Ansvaret för sådana reformer vilar på riksdagen och regeringen. Det är även av största vikt att regeringen och riksdagen ser till att FI:s mandat för makrotillsyn förtydligas. FI bör självständigt kunna besluta i makrotillsynsfrågor. Detta är en förutsättning för att det ska vara möjligt att bedriva effektiv makrotillsyn. När det gäller behovet av makrotillsyns-åtgärder anser Riksbanken att ett amorteringskrav är ett steg i rätt riktning. Men därutöver behövs ytterligare åtgärder för att hantera riskerna med hushållens skuldsättning. Ett exempel på detta är ett införande av ett skuldkvotstak.

Riksbanken anser också att kapitalnivåerna i banksystemet behöver öka. Det skulle stärka bankernas motståndskraft och minska deras känslighet för störningar. Därutöver är det angeläget att bankerna minskar både sina likviditetsrisker i svenska kronor och sina strukturella likviditetsrisker.

Om inga åtgärder vidtas kommer detta i kombination med det låga ränteläget att öka riskerna ytterligare. Det kan leda till ökade samhällsekonomiska obalanser och kan i förlängningen bli mycket kostsamt för samhällsekonomin.

²⁸ För uppfyllda rekommendationer, se tabell 3:4.

Tabell 3:1 Riksbankens aktuella rekommendationer

Mandatet för makrotillsyn	Införd
Regeringen och riksdagen bör skyndsamt förtydliga Finansinspektionens mandat och verktyg för makrotillsyn.	Finansiell stabilitet 2015:1
Hushållens skuldsättning	
Regeringen och ansvariga myndigheter bör snarast vidta ytterligare åtgärder för att minska riskerna i hushållssektorn. Åtgärderna bör påverka både lånestocken och nytutlåningen. Exempel på åtgärder är ett minskat ränteavdrag och ett skuldkvotstak. Centralt är också åtgärder som förbättrar bostadsmarknadens funktionssätt.	Finansiell stabilitet 2015:2
Regeringen och riksdagen bör snarast verka för att det blir möjligt att införa ett amorteringskrav på nya bolån.	Finansiell stabilitet 2015:1
Finansinspektionen bör se till att sunda miniminivåer införs på de schablonvärden som bankerna använder i sina "kvar-att-leva-på" (KALP)-kalkyler.	Finansiell stabilitet 2014:1
Bankernas kapitalnivåer	
Finansinspektionen bör snarast införa ett bruttosoliditetskrav för svenska storbanker på gruppnivå på 4 procent. Kravet bör ställas till 5 procent från januari 2018.	Finansiell stabilitet 2014:2
Finansinspektionen bör fastställa det kontracykliska buffertvärdet till 2,5 procent i syfte att öka bankernas motståndskraft.	Finansiell stabilitet 2014:1
Storbankernas likviditetsrisker	
Finansinspektionen bör utöka kraven på likviditetstäckningsgrad, Liquidity Coverage Ratio (LCR), till att också omfatta svenska kronor. Kravet bör ställas till 60 procent.	Finansiell stabilitet 2014:1
De svenska storbankerna bör minska sina strukturella likviditetsrisker och klara miniminivån på 100 procent i Net Stable Funding Ratio (NSFR).	Finansiell stabilitet 2011:2
De svenska storbankerna bör redovisa sin LCR i svenska kronor minst en gång per kvartal.	Finansiell stabilitet 2013:2
De svenska storbankerna bör redovisa sin NSFR minst en gång per kvartal.	Finansiell stabilitet 2013:1

REKOMMENDATION OM MANDATET FÖR MAKROTILLSYN

Regeringen och riksdagen bör skyndsamt förtydliga Finansinspektionens mandat och verktyg för makrotillsyn.

I Sverige har regeringen gett FI huvudansvaret för makrotillsynen.²⁹ Det har dock visat sig att regelverket inte ger FI ett tillräckligt tydligt uppdrag att vidta åtgärder för att motverka finansiella obalanser. Uppdragets otydlighet försenar och försvårar införandet av nödvändiga åtgärder för att bland annat hantera riskerna med hushållens skuldsättning. Det är därför av största vikt att FI:s uppdrag och verktyg för makrotillsyn förtydligas och preciseras i lag. Det bör tydligt framgå att FI har mandat att vidta åtgärder för att motverka finansiella obalanser även när det inte finns några omedelbara risker mot den finansiella stabiliteten, utan snarare risker för den makroekonomiska utvecklingen. FI bör självständigt kunna besluta i makrotillsynsfrågor. Detta är en förutsättning för att en effektiv makrotillsyn ska kunna bedrivas i Sverige.³⁰

²⁹ Se till exempel Finansinspektionens instruktion (SFS 2013:1111) samt DN Debatt "Tuffare regler för bankerna krävs för finansiell stabilitet", Dagens Nyheter 2013-08-26.

³⁰ Se också Riksbankens Remissyttrande om Promemorian Amorteringskrav, oktober 2015. Sveriges riksbank och Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3).

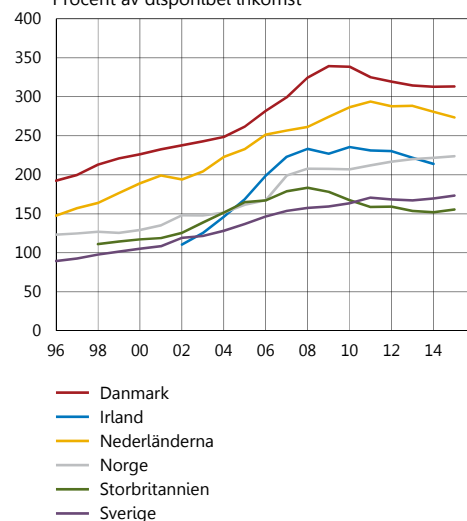
REKOMMENDATION OM ÅTGÄRDER FÖR ATT MINSKA RISKERNA MED HUSHÅLLENS SKULDSÄTTNING

Regeringen och ansvariga myndigheter bör snarast vidta ytterligare åtgärder för att minska riskerna i hushållssektorn. Åtgärderna bör påverka både lånestocken och nyutlåningen. Exempel på åtgärder är ett minskat ränteavdrag och ett skuldkvotstak. Centralt är också åtgärder som förbättrar bostadsmarknadens funktionssätt.

Den höga och ökande skuldsättningen innebär risker både för enskilda hushåll och för samhällsekonomin. Andra länder med liknande problem har vidtagit flera olika åtgärder för att hantera riskerna med stigande bostadspriser och skulder i hushållssektorn (se tabell 3:2 och diagram 3:1). Det är vanligt med åtgärder som dämpar hushållens efterfrågan på lån. Exempel på sådana åtgärder är att avskaffa eller minska ränteavdrag och att införa bolånetak och skuldkvotstak. Åtgärder som stärker bankernas motståndskraft har också vidtagits, som till exempel att höja riskvikter för bolån.

Diagram 3:1 Hushållens skulder i ett urval av andra länder

Procent av disponibel inkomst



Källa: OECD

Tabell 3:2 Åtgärder som har införts sedan finanskrisen i ett urval av andra länder

	<i>Riskvikter</i>	<i>Bolånetak</i>	<i>Skuldkvotstak</i>	<i>Minskat ränteavdrag</i>
Danmark		95 %.		Nedtrappning med 1 % per år fram till 2019 från 33 % till 25 %.
Irland		90 % för första-gångsköpare, 80 % för övriga.	Max. 20 % av nya bolån får ha skuldkvot över 350 %.**	
Nederländerna		Nedtrappning med 1 procentenhet per år till 100 % 2018.		Nedtrappning med 0,5 procentenheter per år fram till 2042 från 52 % till 38 %. Dessutom krav på amortering för att få ränteavdrag.***
Norge	Golvregler för LGD* på 20 %.	85 %.		Nedtrappning med 0,5 procentenheter per år fram till 2018 från 28 % till 22 %.
Storbritannien			Max. 15 % av nya bolån får ha skuldkvot över 450 %.**	

Anm. *LGD (Loss Given Default) är en riskparameter i beräkningen av de riskvägda tillgångarna och anger förlusten givet ett fallissemang av en motpart. **Skulden ställs i relation till bruttoinkomsten.

***Till skillnad från i Sverige innebär ränteavdraget i Nederländerna att erlagda bolåneräntor subtraheras från bruttoinkomsten.

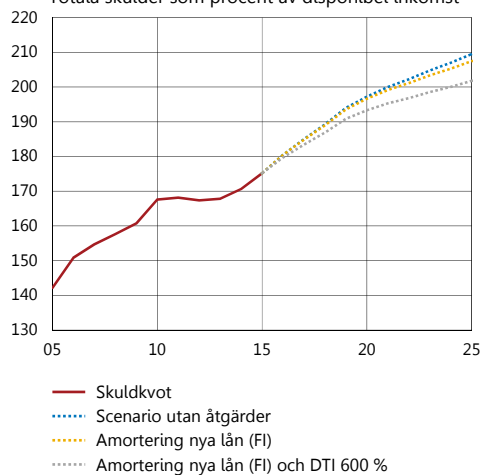
Källor: Nationella centralbanker, ESRB och ECB

I Sverige har FI vidtagit vissa åtgärder som bolånetak och riskvikts-golv för bolån. Dessa åtgärder är steg i rätt riktning men utvecklingen visar att de inte är tillräckliga. Det behövs därför ytterligare åtgärder, inom flera olika politikområden. En viktig utgångspunkt i detta arbete är att angripa de bakomliggande orsakerna till den ökade skuldsättningen. Det kan dock ta tid att genomföra och uppnå effekter av en del av dessa åtgärder, som reformer på bostadsmarknaden. Det är därför angeläget att reformarbetet påskyndas och att det dessutom vidtas andra åtgärder för att hantera riskerna på kort sikt.

En dåligt fungerande bostadsmarknad är en faktor som har bidragit till riskuppsamlingen. För att minska riskerna med hushållens skuldsättning är det därför centralt med reformer på bostadsmarknaden i syfte att öka utbudet av bostäder, och därmed skapa en

Diagram 3:2 Scenarier på hur den aggregerade skuldkvoten kan utvecklas med och utan makrotillsynsåtgärder

Totala skulder som procent av disponibel inkomst



Anm. DTI är en förkortning för Debt-to-income, d.v.s. skuldkvot.
Källor: SCB och Riksbanken

bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Sådana reformer skulle bromsa uppgången i huspriserna och därmed också skuldsättningen. Åtgärder som ökar utbudet av bostäder bör därför prioriteras. Det kan till exempel handla om att reformera hyressättningssystemet och att förbättra konkurrensen inom bygg- och anläggningsbranschen. Därutöver kan kommunernas regler för byggande behöva ses över. I Sverige innebär till exempel det kommunala planmonopolet att kommunerna själva bestämmer hur mark ska användas och bebyggas. Detta kan medföra att utbudet av mark inte ökar tillräckligt mycket sett ur ett bredare samhällsekonomiskt perspektiv.³¹ Det vore också bra med en översyn av beskattningen av fastigheter, bland annat för att minska inläsnings effekterna.

Gynnsamma skatteregler för bostadsägare, som exempelvis ränteavdrag och sänkt fastighetsskatt, har även bidragit till skulduppbyggnaden. Sådana skatteregler bör därför också ses över. Till exempel skulle en gradvis nedtrappning av ränteavdraget bidra till att dämpa hushållens efterfrågan på lån och därmed skuldsättningen. Fördelen med en sådan åtgärd är att den även påverkar den befintliga stocken av bolån då ett lägre ränteavdrag ger incitament att öka amorteringen.

Men det behövs alltså även andra åtgärder för att motverka att skuldsättningen fortsätter att stiga. Hur stort detta behov är beror på i vilken utsträckning de bakomliggande orsakerna till de ökade riskerna hanteras och hur snabbt detta sker. Riksbanken anser att ett amorteringskrav är ett steg i rätt riktning, och välkomnar regeringens förslag till ny lagstiftning (se nedan). Men det behövs även andra åtgärder då det amorteringskrav som FI presenterade i våras endast får marginella effekter (se diagram 3:2).³² Man skulle till exempel kunna lägga begränsningar på hur stor andel av bankernas låneportföljer som får bestå av högbelånade hushåll. Ett sätt är att införa ett skuldkvotstak, som begränsar hur mycket ett hushåll får låna i relation till sin inkomst. Det är ett bra komplement till det befintliga bolånetaket och det föreslagna amorteringskravet, då det inte direkt påverkas av stigande bostadspriser. På så vis kan en uppåtgående spiral undvikas, där högre bostadspriser leder till större lån vilket i sin tur medför ännu högre bostadspriser.

Andra tänkbara reformer är att sänka bolånetaket samt att ställa krav på att hushållen har större ekonomiska buffertar när de beviljas bolån (se mer nedan i Riksbankens rekommendation om bankernas kreditprövningar). En annan möjlighet är att höja riskviktsgolvet på bolån. Ett riskviktsgolv på till exempel 35 procent skulle medföra att kravet på storbankernas kärnprimärkapital för bolån ökar till den nivå som gällde före 2007. Det skulle också motsvara vad som redan i dag gäller för banker som använder den så kallade schablonmetoden för beräkning av riskvikter för bolån.

³¹ Emanuelsson, R. (2015), Utbudet av bostäder i Sverige, *Penning- och valutapolitik* 2015:2. Sveriges riksbank.

³² Se Förslag till nya regler om krav på amortering av bolån, *remisspromemoria*, FI Dnr 14-16628, mars 2015. Finansinspektionen.

RÄKNEEXEMPEL PÅ OLIKA KOMBINATIONER AV ÅTGÄRDER

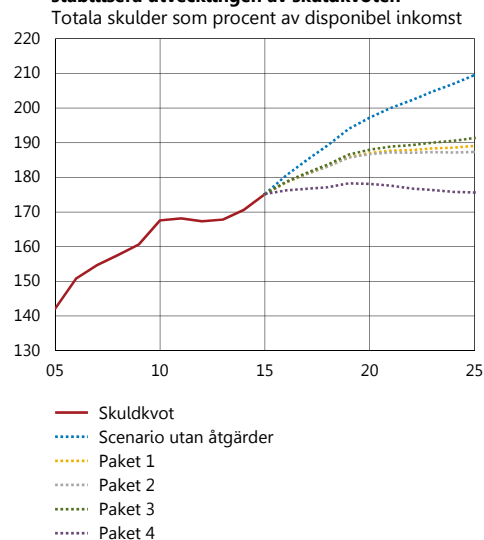
Riksbankens bedömning är alltså att det behövs flera olika åtgärder, som både påverkar nyutlåningen och lånestocken, för att på ett gradvist och balanserat sätt dämpa skuldökningen och minska riskerna i hushållssektorn. För att ge en uppfattning om hur stora åtgärder som kan krävas visas i diagram 3:2 och 3:3 scenarier för hur hushållens aggregerade skuldkvot kan utvecklas fram till 2025 om inga ytterligare åtgärder vidtas, samt hur den kan utvecklas om enskilda åtgärder eller olika åtgärds paket vidtas (se tabell 3:3).³³ Det är viktigt att i detta sammanhang betona att beräkningar som sträcker sig så pass långt fram i tiden är mycket osäkra. Beräkningarna bygger dessutom på ett antal antaganden och förenklingar. Analysen är också partiell, vilket betyder att det inte finns någon återkoppling mellan exempelvis den effekt som uppkommer på skulderna och hushållens inkomster.

Enligt diagram 3:3 medför flera av åtgärds paketen att skulderna i relation till de disponibla inkomsterna ökar betydligt långsammare än när inga åtgärder vidtas. Tre av paketen dämpar uppgången i den aggregerade skuldkvoten på ungefär samma sätt. Räkneexemplen illustrerar alltså att det finns en utbytbarhet mellan olika åtgärder. Det är i detta sammanhang viktigt att betona att det även finns en utbytbarhet mellan makrotillsynsåtgärder och reformer på bostadsmarknaden. I exemplet där ränteavdraget avskaffas helt, och detta görs utan nedtrappning, blir effekten på skuldkvoten störst. I det fallet stabiliseras skuldkvoten på dagens nivå. För att uppnå det krävs att FI:s amorteringskrav och ett skuldkvotstak på 600 procent införs och att ränteavdraget avskaffas helt och att detta görs direkt utan infasning.

Dessa åtgärder syftar till att dämpa skuldsättningen och minska riskerna i ekonomin. Men på samma gång kommer de på kort sikt att dämpa den ekonomiska aktiviteten, eftersom hushållen väntas dra ner något på sin konsumtion. Effekten på ekonomin kan dock begränsas genom att det avtrappade ränteavdraget frigör ekonomiska medel som kan återföras till hushållen. Om de återförs till hushåll med hög konsumtionsbenägenhet kan minskningen i konsumtionen begränsas på ett betydande sätt.

Sammantaget är Riksbankens bedömning alltså att det är av yttersta vikt att det omgående vidtas ytterligare åtgärder för att minska riskerna med hushållens skulder eftersom dessa kan medföra stora kostnader för ekonomin om de materialiseras. Exakt vilka åtgärder som vidtas är inte avgörande så länge de minskar riskerna med hushållens höga skuldsättning. Det är viktigt att åtgärderna inte fördröjs och att de genomförs på ett sådant sätt att stabilitetsriskerna inte ökar på kort sikt.

Diagram 3:3 Förslag på olika åtgärds paket för att stabilisera utvecklingen av skuldkvoten



Anm. Diagrammet visar de olika scenarierna i tabell 3:3.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3:3 Förslag på olika åtgärds paket

	<i>Amorteringskrav</i>	<i>Ränteavdrag</i>	<i>Skuldkvotstak</i>
Paket 1	Enligt FI:s förslag	Nedtrappning till 15 procent på 15 år	500 procent, 15 procent av lånevolymen undantas
Paket 2	40 år på nya bolån	Nedtrappning till 15 procent på 15 år	600 procent
Paket 3	Enligt FI:s förslag	Nedtrappning till 20 procent på 10 år	500 procent, 15 procent av lånevolymen undantas
Paket 4	Enligt FI:s förslag	Avskaffat	600 procent

Anm. Med skuldkvotstak avses en begränsning av hur mycket hushållen får låna i förhållande till sina disponibla inkomster. Undantaget innebär att bankerna kan välja att låta 15 procent av nyutlåningen ha en skuldkvot över en viss nivå.

³³ Det långsiktiga scenariot utgår från prognosen som publicerades i den penningpolitiska rapporten i oktober 2015, och antar att BNP och konsumtion efter 2018 växer i normal takt, och att KPIF-inflationen är nära 2 procent. Reporäntan börjar höjas det första halvåret 2017 och stiger sedan gradvis mot en långsiktig nivå nära 4 procent. Det stigande ränteläget dämpar utvecklingen i hushållens disponibla inkomst, bostadspriser och skulder. Skuldkvoten växer därför något långsammare från 2018 än under tidigare år, och når en nivå runt 210 procent 2025.

Regeringen och riksdagen bör snarast verka för att det blir möjligt att införa ett amorteringskrav på nya bolån.

Riksbanken rekommenderade i den senaste stabilitetsrapporten att regeringen och riksdagen snarast bör verka för att amorteringskrav kan införas i svensk lagstiftning. Sedan den förra rapporten publicerades har regeringen presenterat ett förslag till ny lagstiftning om amorteringskrav. Lagförslaget föreslås träda i kraft den 1 maj 2016. Det kan dock dröja innan FI:s föreskrifter om amorteringskrav är på plats. Riksbankens rekommendation kvarstår därför. Under tiden bör bankerna se till att hushållen amorterar på sina lån, åtminstone i enlighet med det förslag till amorteringskrav som FI presenterade 2014.³⁴

Finansinspektionen bör se till att sunda miniminivåer införs på de schablonvärden som bankerna använder i sina "kvar-att leva-på" (KALP)-kalkyler.

Bankerna är skyldiga att göra kreditprovningar för att se till att låntagarna kan fullfölja sina åtaganden. Som en del av provningarna gör bankerna så kallade "kvar-att-leva-på" (KALP)-kalkyler. I dag finns det dock stora skillnader i schablonerna som bankerna använder i dessa kalkyler.³⁵ Detta medför att olika banker bedömer låntagarnas ekonomiska marginaler på olika sätt. Genom att fastställa sunda miniminivåer för schablonvärdena i KALP-kalkylerna skulle man kunna försäkra sig om att låntagarna åtminstone förväntas klara av vissa nivåer på utlåningsräntor, amorteringstakt och levnadsomkostnader, oberoende av vilken bank som utfärdar lånet. Att fastställa miniminivåer skulle också kunna bidra till att stärka hushållens motståndskraft genom att skapa större ekonomiska buffertar och dämpa lånetillväxten.

REKOMMENDATIONER OM BANKERNAS KAPITALNIVÅER

Finansinspektionen bör snarast införa ett bruttosoliditetskrav för svenska storbanker på gruppnivå på 4 procent. Kravet bör ställas till 5 procent från januari 2018.

Som framgick av kapitel 2 finns det ett antal risker och sårbarheter i det svenska banksystemet. För att bankerna ska ha tillräcklig motståndskraft för att hantera dessa behöver deras kapitalnivåer öka. En banks kapitalstyrka kan mätas på olika sätt, ofta används riskbaserade kapitalmätt. Ett problem är dock att bankernas risk-exponeringsbelopp och de riskvikter som ligger till grund för beräkningarna av detta belopp inte alltid speglar de faktiska riskerna på ett tillfredställande sätt. Det har också visat sig att det finns stora

³⁴ Se Finansinspektionens syn på amorteringskravet i promemoria presenterad i samband med Finansiella stabilitetsrådets möte den 11 november 2014. Se också *Finansiell stabilitet* 2014:2. Sveriges riksbank. Samt Riksbankens remissyttrande om Promemorian Amorteringskrav, 2015-10-21. Sveriges riksbank.

³⁵ Det finns betydande skillnader i de schablonvärden som bankerna använder sig av i sina KALP-kalkyler. Till exempel varierar de kalkylräntor som bankerna kräver att en låntagare ska klara av. Det finns även stor variation både i amorteringstakter och i de levnadsomkostnader som antas för olika typer av hushåll.

skillnader i bankernas riskvikter även för identiska portföljer vilket medför att kapitalrelationerna inte är helt jämförbara mellan olika banker.³⁶ Det har därför blivit allt vanligare att i större utsträckning fokusera på kapitalmått som inte är riskbaserade. Bruttosoliditet, som är en del av Basel III-överenskommelsen, är ett sådant mått. I bruttosoliditetsmättet ställs bankernas kapital i förhållande till deras totala tillgångar. Genom att sätta ett minimikrav för bruttosoliditet skapas en gräns för hur mycket bankerna kan expandera sina balansräkningar. Dessutom kan det bidra till att minska osäkerheten kring om bankernas riskvikter faktiskt speglar de faktiska riskerna. Ett bruttosoliditetskrav kan också motverka incitament som i förlängningen kan leda till systemrisk. Banker strävar efter att maximera avkastningen till sina aktieägare. Det ger dem incitament att försöka minska sina riskvikter eftersom det ger ett lägre kapitalkrav. Detta kan i sin tur medföra att bankerna håller för lite kapital. Om många banker agerar på ett sådant sätt kan betydande systemrisk byggas upp.

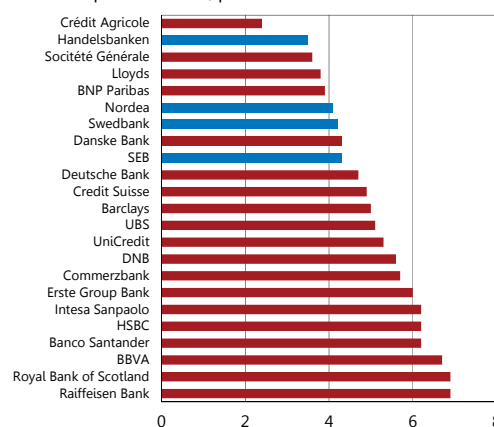
Baselkommittén har infört ett internationellt minimikrav för bruttosoliditet. Nivån ska bestämmas under 2016 och kravet börjar gälla år 2018. EU förväntas införa kravet i form av en bindande regel. Ett antal länder som exempelvis Storbritannien, Schweiz och USA har dock redan infört, eller kommer inom kort att införa, bruttosoliditetskrav. I internationella sammanhang diskuteras dessutom om bankerna behöver ha mer kapital som gör att de kan hantera förluster samt om deras riskvikter behöver ses över. Bland annat arbetar Baselkommittén för närvarande med ett förslag om att begränsa möjligheterna för bankerna att använda interna modeller för vissa typer av portföljer samt med att utforma regler som sätter ett golv för hur låga bankernas riskvikter ska kunna bli. Detta i syfte att säkerställa att bankerna har tillräckligt med kapital och att variationen i bankernas riskvikter inte blir för stor.

De svenska storbankerna är välkapitaliserade i förhållande till det riskbaserade kapitaltäckningskravet men de har förhållandevis lite kapital i förhållande till sina totala tillgångar om man jämför med många andra europeiska banker (se diagram 3:4). För att öka motståndskraften hos de svenska bankerna är det därför motiverat att tidigarelägga införandet av ett svenskt bruttosoliditetskrav som ett komplement till de riskbaserade kapitalkraven.

Kravet bör snarast sättas till fyra procent och till fem procent från 2018.³⁷ Tre av de fyra storbankerna har för närvarande en bruttosoliditet på fyra procent eller strax över (se diagram 3:5). För att kunna uppfylla ett krav på fem procent kommer alla storbanker att behöva stärka sina balansräkningar, till exempel genom att öka sitt kapital med kvarhållna vinster. Riksbankens beräkningar visar att storbankerna kommer att kunna dela ut 60 procent av sina

Diagram 3:4 Kapital i förhållande till totala tillgångar

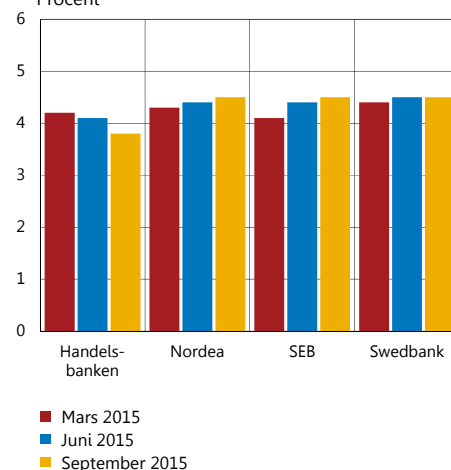
September 2015, procent



Anm. Måttet är definierat av SNL Financial som en uppskattning av bankernas bruttosoliditet och avser primärkapital i förhållande till totala tillgångar, exklusive derivat.

Källor: SNL Financial och Riksbanken

Diagram 3:5 Redovisad bruttosoliditet
Procent



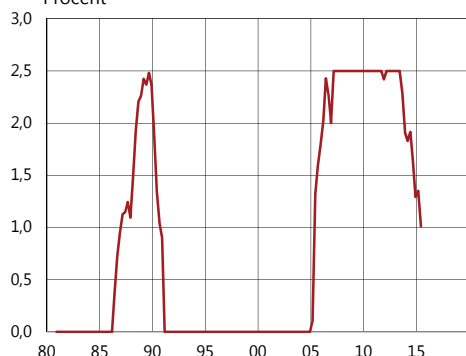
Anm. Enligt CRR.

Källor: Bankernas resultatrapporter

³⁶ Se bland annat undersökningen *Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, juli 2013. Baselkommittén.

³⁷ Enligt Baselkommitténs definition.

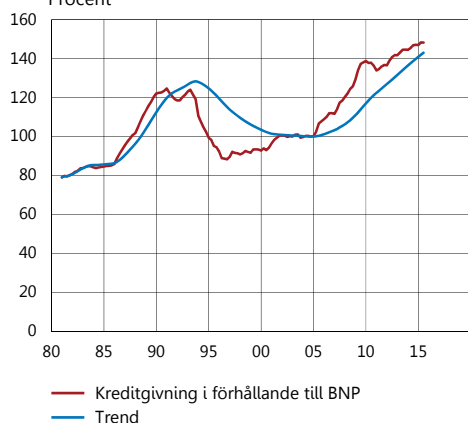
Diagram 3:6 Det kontryckliga buffertriktvärdet enligt Baselkommitténs standardmetod
Procent



Anm. Det kontryckliga buffertvärdet för exponeringar i Sverige baseras på en mekanisk tillämpning av kreditgapet enligt BIS standardmetod. Kreditgapet anger hur mycket kreditgivningen i förhållande till BNP avviker från sin statistiska trend.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:7 Kreditgivning i förhållande till BNP och statistisk trend enligt Baselkommitténs standardmetod.
Procent



Anm. Kreditgivningen är definierad som monetära finansinstituts utlåning till den privata icke-finansiella sektorn och utestående stock av certifikat och obligationer utgivna av den svenska privata icke-finansiella sektorn. BNP är i nominella termer och definierat som summa av BNP för de senaste fyra kvartalen. Den statistiska trenden beräknas med ett ensidigt HP-filter med hjälp av en utjämningsparameter satt till 400 000.

Källa: Riksbanken

prognostiserade vinster och ändå ha en bruttosoliditet omkring eller över fem procent 2018.

Finansinspektionen bör fastställa det kontryckliga buffertvärdet till 2,5 procent i syfte att öka bankernas motståndskraft.

Den kontryckliga kapitalbufferten syftar till att stärka de svenska bankernas motståndskraft när systemriskerna byggs upp men innan dessa materialiseras. Det kontryckliga buffertriktvärdet enligt Baselkommitténs standardmetod visar för närvarande att den svenska kontryckliga kapitalbufferten bör vara 1,0 procent (se diagram 3:6). FI har föreslagit att bufferten ska fastställas till 1,5 procent från den 27 juni 2016. Riksbanken bedömer dock att den kontryckliga kapitalbufferten i stället bör sättas till 2,5 procent. Riksbankens bedömning baseras på att den metod som fastställer riktvärdet inte fullt ut fångar de risker som för närvarande finns i det finansiella systemet. Den standardmetod som används för att beräkna buffertriktvärdet har ett antal kända brister. Till exempel underskattas buffertriktvärdet för länder som har haft snabb kredittillväxt under en längre period.³⁸ Det beror på att kreditgapet, det vill säga skillnaden mellan den faktiska kreditgivningen och dess trend, används som referenspunkt för beräkningen av riktvärdet. Om kreditgivningen i förhållande till BNP har ökat kraftigt under en lång period kommer detta på grund av beräkningsmetoden också att leda till en högre trend och ett mindre kreditgap (se diagram 3:7).³⁹

Anledningen till att Riksbanken anser att bufferten bör vara högre än 1,0 procent är att systemriskerna i Sverige är höga i dagsläget och dessutom visar tecken på att fortsätta att öka. Såväl tillväxttakten i bostadspriserna som kreditgivningen till hushåll har fortsatt att öka under det senaste året. Det finns samtidigt förväntningar om att bostadspriserna kommer att fortsätta att stiga framöver.⁴⁰

En höjning av den svenska kontryckliga kapitalbufferten till 2,5 procent skulle dock endast få en liten effekt på storbankernas kapitalkrav på koncernnivå. I förhållande till de totala tillgångarna handlar det bara om några tiondels procentenheter. Däremot kan en ökning av kapitalkraven ha en viktig signaleffekt och bidra till att upprätthålla förtroendet för det svenska banksystemet.

REKOMMENDATIONER OM STORBANKERNAS LIKVIDITETSRISKER

Finansinspektionen bör utöka kraven på likviditetstäckningsgrad, Liquidity Coverage Ratio (LCR), till att också omfatta svenska kronor. Kravet bör ställas till 60 procent.

De svenska storbankerna har förhållandevis små likviditetsbuffertar i svenska kronor. För att undvika situationer med stora utflöden i

³⁸ Se remissyttrande om *Förslag till ändring av Finansinspektionens föreskrifter om kontryckligt buffertvärde*, juni 2015. Sveriges riksbank.

³⁹ Den kontryckliga kapitalbufferten. Fördjupning i *Finansiell stabilitet* 2014:1. Sveriges riksbank.

⁴⁰ Enligt SEB:s boprisindikator tror en majoritet av de tillfrågade hushållen att bostadspriserna kommer att fortsätta att stiga det kommande året, se *Boprisindikatorn*, oktober 2015. SEB.

svenska kronor som leder till onödiga likviditetsrisker är det viktigt att säkerställa att bankerna har en viss miniminivå av likvida medel i kronor. Riksbanken rekommenderar därför att FI utökar de nuvarande kraven på LCR till att också omfatta ett krav i svenska kronor. Bakgrunden till rekommendationen är att de svenska storbankernas LCR i svenska kronor har varit låg och stundtals extremt låg. Det indikerar att de buffertar som bankerna har för att kunna möta oväntade kassautflöden i kronor är för små.

Sedan Riksbanken utfärdade sin rekommendation under våren 2014, har storbankernas LCR i kronor visserligen förbättrats, och har i genomsnitt legat över den rekommenderade miniminivån på 60 procent. Det är dock viktigt att LCR i kronor, liksom i de valutor där det i dag finns krav, uppfylls vid varje tidpunkt, det vill säga dagligen. I dag har vissa banker LCR i kronor som tidvis ligger långt under 60 procent (se diagram 3:8).

Riksbanken anser därför att det fortsatt finns skäl för FI att utöka de nuvarande kraven på LCR till att också omfatta ett krav i svenska kronor. Den senaste tidens generella förbättring av LCR i kronor tyder dessutom på att det inte finns några hinder på de finansiella marknaderna mot att införa ett krav på åtminstone 60 procent.

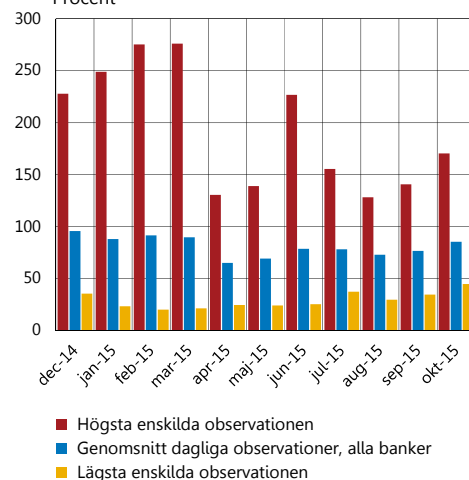
De svenska storbankerna bör redovisa sin Liquidity Coverage Ratio (LCR) i svenska kronor minst en gång per kvartal.

De svenska storbankerna redovisar sedan tidigare LCR för alla valutor sammanräknade samt separat i euro och amerikanska dollar. Genom att komplettera den nuvarande redovisningen med en separat redovisning av LCR i svenska kronor skulle bankerna kunna ge en bättre bild av sina likviditetsrisker i olika valutor. I dagsläget är det endast Swedbank som varje kvartal redovisar LCR i svenska kronor. Denna redovisning säger dock inget om huruvida LCR varierar under kvartalet, utan endast vilket värde som gällde den sista dagen i kvartalet. Eftersom de svenska storbankerna periodvis har en LCR som understiger 60 procent (se diagram 3:8) kan det redovisade värdet överskatta bankens förmåga att hantera kortfristig likviditetsstress. För att redovisningen ska vara ändamålsenlig och ge en rättvis bild av en banks likviditetsrisk är det viktigt att det framgår i kvartalsredovisningen att banken dagligen har uppfyllt en LCR på 60 procent.

De svenska storbankerna bör minska sina strukturella likviditetsrisker och klara miniminivån på 100 procent i Net Stable Funding Ratio (NSFR).

NSFR är ett internationellt överenskommet mått som gör det möjligt att följa hur de strukturella likviditetsriskerna utvecklas över tid och mellan banker. För de fyra storbankerna är de strukturella likviditetsriskerna relativt höga i ett internationellt perspektiv. Under det tredje kvartalet 2015 hade de svenska storbankerna i genomsnitt en NSFR på 99 procent. Den lägsta och högsta observationen under perioden

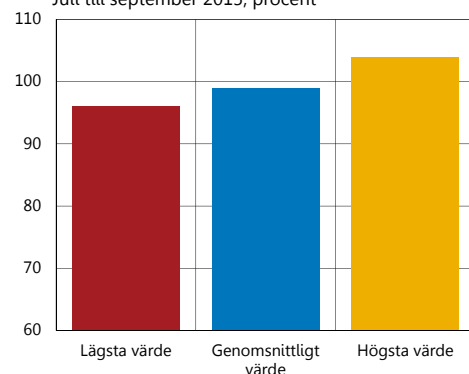
Diagram 3:8 De svenska storbankernas dagliga LCR i kronor
Procent



Anm. De svenska storbankernas genomsnittliga dagliga LCR i kronor per månad, samt de enskilt högsta och lägsta observationerna varje månad.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:9 De svenska storbankernas lägsta, genomsnittliga och högsta, månatliga NSFR
Juli till september 2015, procent



Anm. Riksbanken samlar varje månad in storbankernas NSFR enligt Baselkommitténs slutgiltiga definition. Diagrammet visar genomsnittet samt den högsta och lägsta observationen i det tredje kvartalet 2015.

Källa: Riksbanken

var 96 respektive 104 procent (se diagram 3:9). Enligt Baselkommitténs tidsplan ska bankerna uppfylla en miniminivå för NSFR på 100 procent från 2018. Många banker i Europa ligger dock redan i dag en bit över 100 procent och de svenska storbankerna sticker ut med sina jämförelsevis låga nivåer.

Det är rimligt att banker med stor andel marknadsfinansiering, så som de svenska bankerna, ser till att uppfylla detta mått så snart som möjligt. Storbankernas förutsättningar att förbättra NSFR är i dagsläget dessutom gynnsamma eftersom de kan finansiera sig på långa löptider till låga kostnader. Storbankerna bör därför fortsätta att minska sina strukturella likviditetsrisker och snarast uppnå miniminivån på 100 procent i NSFR.

De svenska storbankerna bör redovisa sin Net Stable Funding Ratio (NSFR) minst en gång per kvartal.

I dagsläget är det endast Swedbank av de fyra storbankerna som publicerar sin NSFR. Om storbankerna bedömer att det finns andra mått som bättre belyser vilka strukturella likviditetsrisker de tar uppmanar Riksbanken dem att redovisa dessa mått tillsammans med NSFR.

Tabell 3:4 Rekommendationer som är uppfyllda

Rekommendationer	Införd	Uppfylld
De svenska storbankerna bör redovisa sin bruttosoliditet minst en gång per kvartal.	Finansiell stabilitet 2013:2	Finansiell stabilitet 2015:1
Riskviktsgolvet för svenska bolån bör höjas.	Finansiell stabilitet 2013:2	Finansiell stabilitet 2014:2
De svenska storbankerna bör säkerställa att de har en kärnprimärkapitalrelation på minst 12 procent den 1 januari 2015.	Finansiell stabilitet 2012:1	Finansiell stabilitet 2013:2
Ramverket för referensräntan Stibor bör reformeras genom att etablera tydligt ansvar, tydlig styrning och kontroll, bättre transparens, möjlighet till verifiering och skyldighet för bankerna att vid förfrågan genomföra transaktioner till sina angivna bud.	Finansiell stabilitet 2012:2	Finansiell stabilitet 2013:2
De svenska storbankerna bör förbättra transparensen i sin offentliga redovisning vad gäller information om intecknade tillgångar.	Finansiell stabilitet 2012:2	Finansiell stabilitet 2013:1
De svenska storbankerna bör redovisa jämförbara nyckeltal i form av delkomponenterna i Liquidity Coverage Ratio (LCR).	Finansiell stabilitet 2011:2	Finansiell stabilitet 2013:1
De svenska storbankernas Liquidity Coverage Ratio (LCR) bör uppgå till minst 100 procent.	Finansiell stabilitet 2011:2	Finansiell stabilitet 2012:2
De svenska storbankernas Liquidity Coverage Ratio (LCR) bör uppgå till minst 100 procent, i euro respektive i amerikanska dollar.	Finansiell stabilitet 2011:2	Finansiell stabilitet 2012:2
De svenska storbankerna bör redovisa sin Liquidity Coverage Ratio (LCR) minst en gång per kvartal med början senast i delårsrapporten som publiceras efter den 1 juli 2012.	Finansiell stabilitet 2011:1	Finansiell stabilitet 2012:2
De svenska storbankerna bör förbättra transparensen i sin offentliga redovisning genom att redovisa löptidsinformation per tillgångs- och skuldtyp uppdelad per valuta.	Finansiell stabilitet 2011:1	Finansiell stabilitet 2012:2

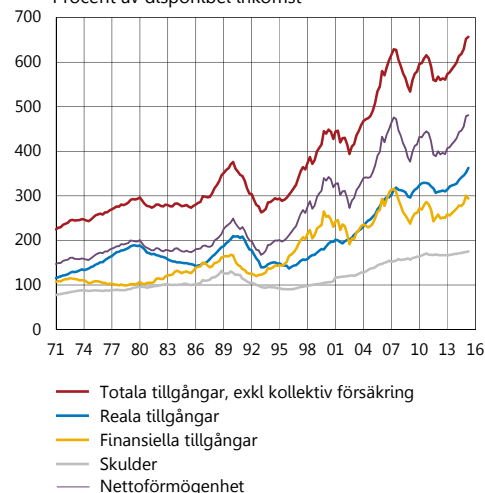
Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet

I likhet med många andra länder befinner sig svensk ekonomi i en period av låg inflation. Därför är penningpolitiken expansiv just nu och räntorna är låga. Låga räntor kan bidra till obalanser på olika tillgångsmarknader om det leder till att tillgångar övervärderas eller att olika typer av risk inte prissätts fullt ut. Det kan innebära en ökad sårbarhet i det finansiella systemet. Mot den bakgrunden undersöker den här fördjupningen om de aktuella marknadsvärderingarna på aktier, obligationer och bostäder är höga i förhållande till historiska nivåer, och om detta kan utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten. De nyckeltal och bedömningar som fördjupningen utgår ifrån tyder på att vissa tillgångspriser är högt värderade i ett historiskt perspektiv och att sannolikheten för fallande priser är förhöjd. Detta utgör en risk för den finansiella och den makroekonomiska stabiliteten.⁴¹

Historiskt har ekonomiska kriser som utlösts av problem på de finansiella marknaderna blivit både djupare och längre än vanliga lågkonjunkturer.⁴² Problem på de finansiella marknaderna hänger ofta samman med övervärderade tillgångspriser eller att risker inte har prissatts fullt ut. Det innebär en risk för snabba och oväntade prISRörelser, som i sin tur kan medföra stress på de finansiella marknaderna och påverka den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. Höga tillgångspriser behöver inte betyda att priserna kommer att falla men de medför att riskerna och sårbarheterna för ekonomin är större.

De ekonomiska effekterna av fallande tillgångspriser skiljer sig åt mellan olika typer av tillgångar. Kraftigt fallande aktiepriser kan försvaga företagens och hushållens ekonomi. En nedgång i aktiemarknaden brukar dock inte i sig själv få lika stora effekter som exempelvis fallande bostadspriser eftersom aktieinnehav i regel är mindre belånade än bostäder. De kraftiga fall på aktiemarknaden som skedde i samband med den så kallade IT-kraschen i början av 2000-talet påverkade visserligen hushållens förmögenhet (se diagram R3:1), men hade en begränsad effekt på den övriga ekonomin i Sverige. Forskning visar dock att fallande aktiepriser i kombination med hög skuldsättning kan orsaka betydande problem. Detta gäller i ännu större utsträckning om fallet inträffar samtidigt som priserna på bostadsmarknaden faller.⁴³ Den höga skuldsättningen bland hushållen, huvudsakligen i form av bolån, gör att de höga bostadspriserna utgör en tydlig risk. På obligationsmarknaden har priserna en mer direkt effekt på företagens och bankernas finan-

Diagram R3:1 Hushållens tillgångar och skulder
Procent av disponibel inkomst



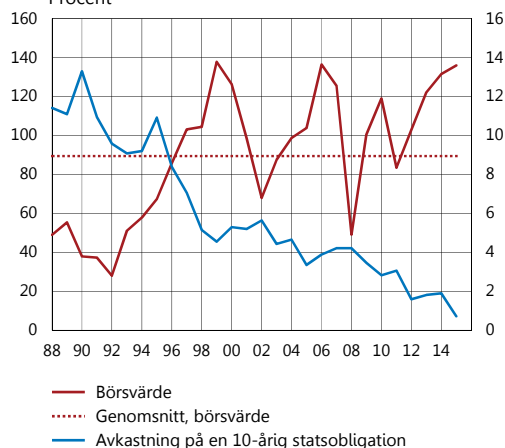
Källor: SCB och Riksbanken

⁴¹ Fördjupningen baseras på Giordani, P., Grodecka, A., Kwan, S., Morales, P., Ölcer, D. och Spector, E. (2015), Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet, *Ekonomiska kommentarer*, nr 15, 2015. Sveriges riksbank.

⁴² Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Follies*, Princeton University Press.

⁴³ Se exempelvis Brunnermeier, M.K., and Schnabel, I. (2015), Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives, *CEPR working paper*.

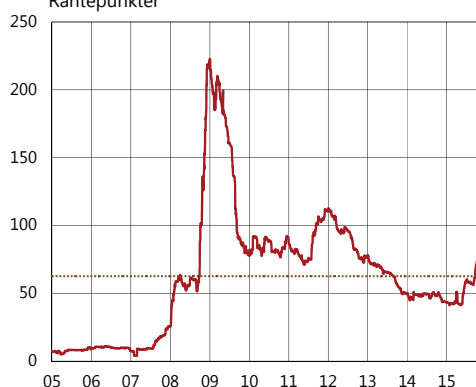
Diagram R3:2 Börsvärde i förhållande till BNP, Sverige
Procent



Anm. Diagrammet bygger på årsdata (observerad i september). Data för börsvärde efter 2012 är baserade på Riksbankens egna skattningar.

Källor: Världsbanken, Bloomberg och Riksbanken

Diagram R3:3 Riskpremien på svenska företagsobligationer
Räntepunkter



Anm. Riskpremien är uttryckt som skillnaden mellan den genomsnittliga räntan i ett representativt urval av svenska företagsobligationer utgivna i SEK och den riskfria räntan (swap räntan).

Källor: Nasdaq och Bloomberg

sieringsmöjligheter. Obligationsmarknaden är därför också betydande för den finansiella stabiliteten i Sverige.

Ett fall i tillgångspriserna skulle kunna ske av flera anledningar men med dagens låga räntor är det särskilt intressant att analysera hur tillgångspriserna kan reagera på en normalisering av ränteläget.

En högt värderad aktiemarknad

Både de svenska och internationella aktiepriserna har stigit snabbt de senaste åren (se diagram 1:1).⁴⁴ Frågan är om denna uppgång kan anses vara motiverad och vad den senaste tidens utveckling betyder för den framtida prisutvecklingen. För att studera värderingen av aktiemarknaden är det vanligt att använda olika nyckeltal. Forskning visar att nyckeltal som aktiepris i förhållande till vinster och aktiepris respektive börsvärde i förhållande till BNP är användbara mått för att förutse en tillgångs framtida avkastning på medellång till lång sikt. Värderingen av en aktie bör spegla investerarnas diskonterade förväntningar om den framtida utvecklingen av reala aktieutdelningar. Forskning tyder samtidigt på att högt värderade aktier i genomsnitt har en lägre framtida avkastning snarare än högre tillväxt i reala utdelningar.⁴⁵ Det indikerar att priset påverkas mer av diskonteringen än av förväntningar om framtida utdelningar. Diskonteringen i sin tur kan bero på realräntan och riskpremier. Det innebär att en hög värdering därmed i viss utsträckning kan bero på låg förväntad realränta. En risk i detta sammanhang är att framtida realräntor blir högre än förväntat. Det finns också forskning som indikerar att värderingen av aktier påverkas av nominella räntor vilket är svårt att motivera teoretiskt.⁴⁶

Värderingen av den svenska aktiemarknaden, både i termer av aktiepriser i förhållande till BNP och börsvärde i förhållande till BNP, är hög i ett historiskt perspektiv (se diagram R3:2).⁴⁷ För närvarande ligger värderingen på ungefär samma nivå som före krisen 2008 och på den nivå som uppnåddes 1999 när IT-bubblan var som störst. Även om det på senare tid har skett en viss korrigering i svenska aktiepriser är värderingen av den svenska aktiemarknaden fortfarande hög.

Sammanfattningsvis finns det tecken som tyder på att aktiemarknaden i Sverige är högt värderad i ett historiskt perspektiv och att avkastningen framöver kan förväntas bli lägre. Det finns dessutom anledning att tro att det kan ske en justering av aktiepriserna i samband med att ränteläget normaliseras.

⁴⁴ För en analys av utveckling och risker på internationella tillgångsmarknader, se *IMF Global Financial Stability Report*, Oktober 2015. Internationella valutafonden.

⁴⁵ Se exempelvis Campbell, J.Y. och Shiller, R.J. (1988), Stock prices, earnings and expected dividends. *Journal of Finance* 43, och Ilmanen, A. (2011), Expected Returns. *Wiley Finance*.

⁴⁶ Asness, C.S. (2003), Fight the Fed model: The relationship between stock market yields, bond market yields and future returns. *Journal of Portfolio Management* 30(1).

⁴⁷ I denna fördjupning visas börsvärde i förhållande till BNP istället för pris i förhållande till vinst (P/E-tal). Detta beror på att tidsserien med vinster i svenska företag är relativt kort. Om denna serie utjämnas med ett tio-års glidande medelvärde, som i Shillers konjunkturrensade P/E-tal (CAPE), kommer det historiska medelvärdet inte bli meningsfullt. På amerikansk data har dessutom börsvärdet i förhållande till BNP visat sig vara bättre på att prediktera framtida avkastning än P/E-tal. Se Ilmanen, A. (2011), Expected returns, *Wiley Finance*.

Svårbedömda risker på obligationsmarknaden

I takt med att penningpolitiken har blivit allt mer expansiv har räntorna på säkerställda obligationer och företagsobligationer fallit under en längre tid. Dock har det den senaste tiden, precis som på aktiemarknaden, skett en korrigerings och obligationsräntorna har till viss del stigit. Ett sätt att analysera värderingen av obligationspriser är att studera den riskpremie som är förknippad med olika obligationstyper. Riskpremien kan tolkas som den ersättning som en investerare kräver för att ta den risk det innebär att äga en obligation jämfört med en riskfri tillgång.

Den genomsnittliga riskpremien på svenska företagsobligationer har minskat sedan 2012. Under den senaste tiden har trenden dock vänt och premierna ligger nu över genomsnittet för de senaste tio åren (se diagram R3:3). Det är dock inte självklart hur detta ska tolkas då genomsnittet dras ned av den mycket låga nivån innan finanskrisen. Den senaste tidens uppgång i riskpremien kan bero på att osäkerheten bedöms ha ökat men också på att investerarna är mindre benägna att ta risk. Sammantaget är det därför svårt att utifrån detta säga något om risktagandet på den svenska företagsobligationsmarknaden och därmed värderingen.

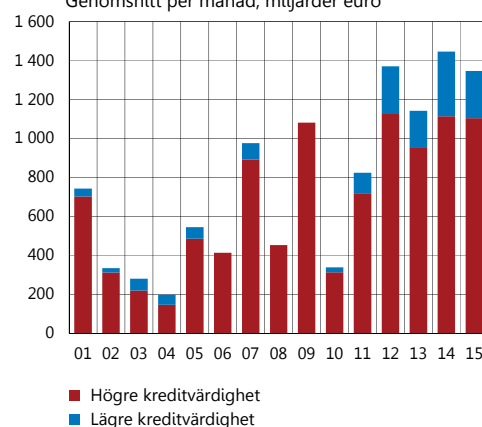
Svenska företag har samtidigt emitterat en allt större mängd obligationer under de senaste åren (se diagram R3:4). Det gäller även för företag med sämre kreditkvalitet.⁴⁸ Detta skulle kunna tyda på en växande efterfrågan på riskfyllda tillgångar hos de som investerar i obligationer, men en viktigare förklaring är förmodligen att den svenska obligationsmarknaden har genomgått förändringar under samma tidsperiod. Förbättrad statistik, nya marknadsplatser och agentfunktioner har underlättat för svenska företag att finansiera sig på de finansiella marknaderna, vilket har bidragit till att volymerna av emitterade företagsobligationer har ökat.⁴⁹

På marknaden för säkerställda obligationer har skillnaden mellan den riskfria räntan och obligationsräntan haft en nedåtgående trend sedan 2012, även om den också till viss del har ökat på senare tid. Som framgår av diagram R3:5 ledde turbulensen på de internationella finansmarknaderna 2008–2009 till en kraftig ökning av räntan på säkerställda obligationer jämfört med det riskfria alternativet, vilket gjorde det svårare för de svenska bankerna att finansiera sig. Om riskapiten plötsligt skulle förändras skulle detta kunna upprepas, med negativa konsekvenser som följd (se även kapitel 2).

På marknaden för statsobligationer är terminspremien, eller premien för ränterisk i långfristiga obligationer, nära noll. Det visar att ersättningen för investerarna att ta ränterisk är låg. Detta är en direkt effekt av Riksbankens expansiva penningpolitik, inklusive

Diagram R3:4 Svenska icke-finansiella företags obligationsemissioner

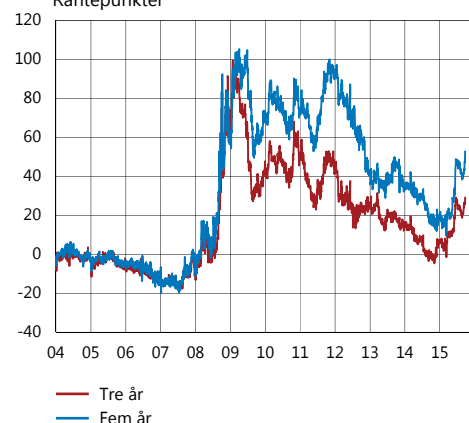
Genomsnitt per månad, miljarder euro



Anm. En del obligationer saknar ett kreditbetyg från ett kreditinstitut, för dessa är uppdelningen i högre eller lägre kreditvärdighet baserad på bankernas kreditbedömning av företagen.

Källa: Dealogic

Diagram R3:5 Skillnad mellan räntan på svenska säkerställda obligationer och riskfri ränta
Räntepunkter



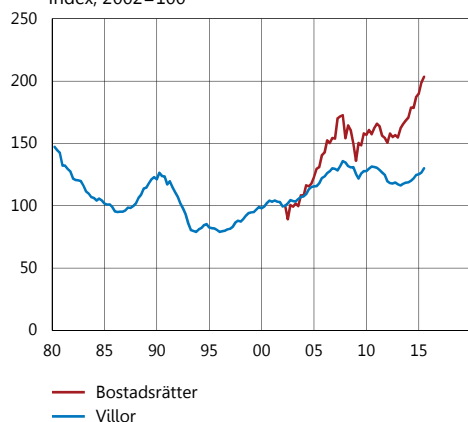
Anm. Den riskfria räntan avser swapräntan och de säkerställda obligationerna är utgivna i svenska kronor.

Källa: Macrobond

⁴⁸ För att kompensera för risken emitterar dessa företag obligationer med högre avkastning, ofta kallade "high-yield"-obligationer.

⁴⁹ För en utförlig diskussion om ökningen i marknadsfinansiering bland svenska företag, se Bonthron F. (2014), Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer, *Ekonomiska kommentarer*, nr 7, 2014. Sveriges riksbank.

Diagram R3:6 Svenska bostadspriser i förhållande till disponibel inkomst
Index, 2002=100



Källor: SCB, Valueguard och Mäklarstatistik

köpen av statsobligationer.⁵⁰ Hur en normalisering av terminspremien kommer att gå till och vilka konsekvenser detta kommer att få är svårt att säga då det, även i ett internationellt perspektiv, finns begränsade erfarenheter kring detta. En snabbt stigande terminspremie skulle dock kunna medföra en ökad volatilitet och allmän oro på de finansiella marknaderna.

Bostäder är högt värderade

Priserna på den svenska bostadsmarknaden har stigit under lång tid och har under det senaste året ökat med i genomsnitt 18 procent. Samtidigt är hushållens skuldsättning på en historiskt hög nivå (se kapitel 2). Ett vanligt sätt att analysera bostadspriser är att jämföra dem med motsvarande hyror. Hyresregleringen i Sverige gör dock den typen av analys mindre tillförlitlig och man riskerar att överskatta värderingen av bostadsmarknaden. Riksbanken har i stället valt att analysera bostadspriserna i förhållande till bland annat disponibel inkomst. För att utvecklingen av priserna på bostadsmarknaden ska vara hållbar bör priset i förhållande till den disponibla inkomsten inte uppvisa någon stigande trend på lång sikt. Sett över mycket långa perioder har kvoten mellan bostadspriser och disponibel inkomst till och med minskat i de länder och städer för vilka uppgifter finns tillgängliga (inklusive Sverige), även i attraktiva och tätbefolkade områden. För Sveriges del har denna kvot dock haft en uppåtgående trend under de senaste tjugo åren. I synnerhet har priserna på bostadsrätter ökat snabbt i förhållande till de disponibla inkomsterna. Bara sedan 2002 har bostadsrättspriserna ökat mer än dubbelt så snabbt som de disponibla inkomsterna (se diagram R3:6).

Vid sidan av detta mått har tre olika empiriska modeller skattats. Dessa analyserar på olika sätt villapriserna utifrån bakomliggande fundamentala variabler så som disponibel inkomst, förmögenhet, utbud på bostadsmarknaden och ränta.^{51 52} Resultaten från modellerna ger en något splittrad bild av värderingen av den svenska bostadsmarknaden. Resultaten tyder på att prisutvecklingen delvis kan förklaras av fundamentala faktorer men pekar samtidigt på att de senaste årens kraftiga prisökningar kommer att avta. Resultaten tyder också på att den senaste tidens ökade bostadsbyggande ännu inte har haft någon större effekt på bostadsstocken och därmed inte heller på huspriserna.

Den sammantagna bilden från modellerna är att bostadsmarknaden är högt värderad och att den tillväxt i bostadspriserna som skett de senaste åren kommer sannolikt att avta. Till detta skulle

⁵⁰ För en utförlig diskussion om effekterna av Riksbankens köp av statsobligationer, se De Rezende R., Kjellberg, D. och Tysklind, O. (2015), Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp, *Ekonomiska kommentarer* nr 13, 2015. Sveriges riksbank.

⁵¹ De ekonometrisk modeller som använts är en s.k. BVAR-modell, en felkorrigeringsmodell och en enekvationsmodell inspirerad av beteendekonometri. Dessa modeller förklaras och diskuteras i den ekonomiska kommentaren av Giordani, P., Grodecka, A., Kwan, S., Morales, P., Olcer, D. och Spector, E. (2015), Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet, *Ekonomiska kommentarer*, nr 15, 2015. Sveriges riksbank.

⁵² Modellerna analyserar endast villapriserna på grund av begränsad historisk statistik för bostadsrättspriser. Men eftersom villor utgör en större andel av marknaden och bostadsrättspriserna har ökat i än större utsträckning än villapriserna är modellresultaten att se som ett försiktigt estimat för bostadspriserna.

också normaliseringen av ränteläget bidra. Ett fall i bostadspriserna kan dock inte uteslutas. Även om fallande bostadspriser inte behöver innebära direkta kreditförluster för bankerna skulle det, i kombination med en hög skuldsättning bland svenska hushåll, kunna få betydande konsekvenser för den reala ekonomin genom minskad privat konsumtion.

Slutsats

Den samlade bedömningen är att framför allt bostäder, men även aktier, är högt värderade i ett historiskt perspektiv. Statsobligationerna är högt värderade som en direkt konsekvens av Riksbankens köp av statspapper, medan priset på företagsobligationer och säkerställda obligationer har sjunkit något den senaste tiden. I ett historiskt perspektiv är värderingen därför mer svårtolkad.

En hög värdering behöver inte innebära att tillgångspriserna kommer att falla framöver. Däremot innebär de högt värderade tillgångarna att sannolikheten för prisfall är förhöjd, vilket i sin tur innebär en ökad risk för den finansiella stabiliteten. Alla tre tillgångsklasser är dessutom sannolikt känsliga för räntehöjningar.

Historiskt sett har kraftiga fall i tillgångspriser i kombination med en hög privat skuldsättning bidragit till djupa och långvariga lågkonjunkturer. Den höga skuldsättningen bland hushåll i Sverige, i kombination med de högt värderade tillgångspriserna, innebär därför att sårbarheten både hos hushållen och i banksystemet är hög. Ett fall i bostadspriserna kan därför få betydande konsekvenser för såväl den finansiella stabiliteten som för den reala ekonomin.

Svenska finansiella institut och låga räntor

I denna fördjupning analyseras hur svenska banker, försäkringsbolag och fonder påverkas av dagens låga ränteläge, samt vilka konsekvenser det kan få för den finansiella stabiliteten i Sverige. Slutsatsen är att sårbarheterna i de finansiella instituten och i det finansiella systemet har ökat. Om räntorna förblir låga under en lång tid kan det leda till ett ökat risktagande och att de finansiella instituten därmed blir än mer sårbara för exempelvis ett fall i tillgångspriser.⁵³

De senaste årens låga inflation och som följd historiskt låga räntor kan påverka den finansiella situationen för de svenska finansiella instituten, och göra dem mer sårbara för störningar. Den låga räntan kan också leda till att instituten ändrar beteende på ett sådant sätt att de blir ännu mer sårbara för störningar. De kan exempelvis i högre utsträckning börja investera i mer riskfyllda tillgångar och därigenom öka sitt risktagande. Om risktagandet blir överdrivet kan det få konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Överdrivet risktagande inträffar när institutens risker överskrider deras kapacitet att hantera eventuella förluster eller andra ogynnsamma situationer. Dock är det svårt att bedöma när risktagandet blir överdrivet, bland annat då det skiljer sig mellan de enskilda instituten.

Låga räntor kan påverka de finansiella instituten på olika sätt. De tre typerna av finansiella institut - banker, försäkringsbolag och fonder - analyseras därför var för sig i denna fördjupning. Men att instituten är sammanlänkade innebär att problem för ett institut kan sprida sig till de andra instituten (se kapitel 2). Om ett institut blir mer sårbart innebär det därmed att hela systemet blir mer sårbart, det vill säga att systemriskerna ökar.

Bankernas resultat påverkas genom olika kanaler

När det allmänna ränteläget ändras kan det påverka bankernas verksamheter på flera olika sätt. Den sammantagna effekten på bankerna beror på flera olika faktorer så som den makroekonomiska omgivningen, bankernas affärsmodeller och deras konkurrenssituation. Nedan analyseras hur de svenska storbankerna hittills har påverkats av det låga ränteläget.

Bankernas utlåningsräntor minskar vanligtvis när räntorna faller, vilket minskar deras ränteintäkter. Visserligen faller också räntorna som bankerna betalar för sin finansiering, men ofta inte lika mycket som utlåningsräntorna. Det beror på att bankerna finansierar sig både på marknaden och med inlåning från kunderna. Räntekostnaden för marknadsfinansieringen påverkas direkt av de lägre räntorna. Men i ett läge då inlåningsräntorna redan i princip är noll

⁵³ Denna fördjupning baseras på Gibas, N., Juks, R. och Söderberg, J. (2015) Svenska finansiella institut och låga räntor, *Ekonomiska kommentarer*, nr 16, 2015. Sveriges riksbank.

kan bankernas kostnader för denna finansiering inte sjunka ytterligare om bankerna inte inför negativa räntor. I diagram R3:7 kan man se att de svenska bankernas inlåningsräntor sammantaget ligger strax över noll medan marknadsräntan har sjunkit under noll.

För de svenska storbankernas del har detta inneburit att den ränta som de erhåller för en utlånad krona har sjunkit mer än den ränta de betalar för sin finansiering. Detta avspeglas i att den så kallade räntenettomarginalen har minskat något (diagram R3:8). Att räntenettomarginalen trots allt inte har sjunkit i någon större utsträckning beror till stor del på att kostnaderna för bankernas marknadsfinansiering har sjunkit.

Samtidigt påverkar låga räntor efterfrågan på lån, vilket har tagit sig uttryck i att bankernas utlåning framför allt till bostäder har ökat. Det har medfört att deras intjäning i kronor från utlåningsverksamheten, räntenettot, knappt minskat alls trots den något lägre räntenettomarginalen (se diagram R3:9).

Bankernas resultat har dessutom hållits uppe av en snabb ökning av intäkter från andra aktiviteter så som fondförvaltning och rådgivning, det så kallade provisionsnettot (se diagram R3:9). Denna ökning beror delvis på att det låga ränteläget har medfört ett ökat inflöde till bankernas fonder vilket har ökat bankernas förvaltningsintäkter. Därutöver har aktiviteten på den svenska marknaden för företagsobligationer gynnats vilket har ökat bankernas intäkter från rådgivning. Bankernas kreditförluster har också varit låga, vilket delvis kan bero på det låga ränteläget.

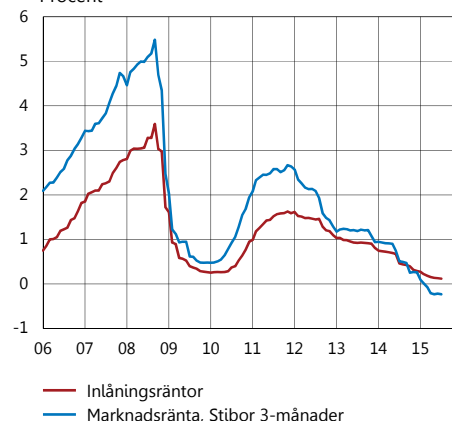
Hur har bankernas risktagande och sårbarhet ändrats?

Banker liksom många andra verksamheter behöver alltid göra en avvägning mellan hur mycket risk de är villiga att ta för att erhålla en viss förväntad lönsamhet. En utdragen period av låga räntor skulle kunna sätta press på de svenska bankernas resultat, och därmed på deras lönsamhet. I ett sådant scenario kan bankerna antingen acceptera att detta sker eller besluta att öka sitt risktagande för att försöka upprätthålla lönsamheten.

Bankerna kan öka sitt risktagande genom att i högre utsträckning låna ut till mer riskfyllda låntagare eller genom att införa negativa inlåningsräntor. Negativa inlåningsräntor minskar bankernas finansieringskostnader men samtidigt uppstår det en risk för att kunderna flyttar sitt sparande eller tar ut pengarna i form av kontanter i stället. I dagsläget har bankerna endast valt att införa negativa inlåningsräntor på en begränsad del av sin inlåning. Det finns inte heller några tydliga tecken på att bankerna skulle ha ökat sina risker i övrigt i förhållande till sina kapital- och likviditetsreserver.

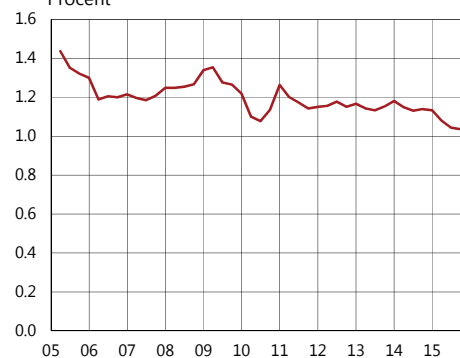
Hittills har de låga räntorna primärt ökat riskerna för bankerna genom den ökade utlåningen till bostäder. En snabb tillväxt för bolån innebär högre koncentrationsrisker för de svenska bankerna eftersom de redan har stora exponeringar mot denna sektor. Som framgår av

Diagram R3:7 Marknadsräntor och inlåningsräntor
Procent



Källa: SCB

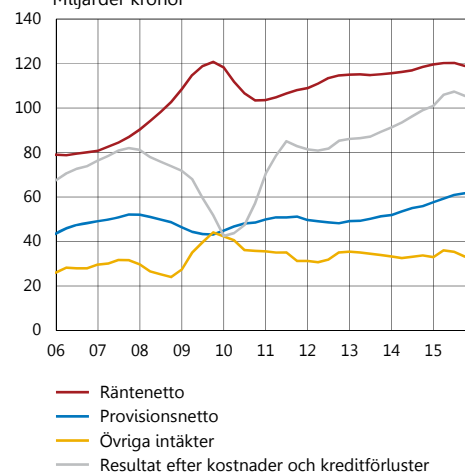
Diagram R3:8 De svenska storbankernas räntenettomarginal
Procent



Anm. Räntenettomarginalen är ett förhållande mellan räntenettot och räntebärande tillgångar. Räntebärande tillgångar innefattar utlåning till allmänheten och kreditinstitut samt räntebärande värdepapper. Tillgodohavanden hos centralbanker har också inkluderats.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

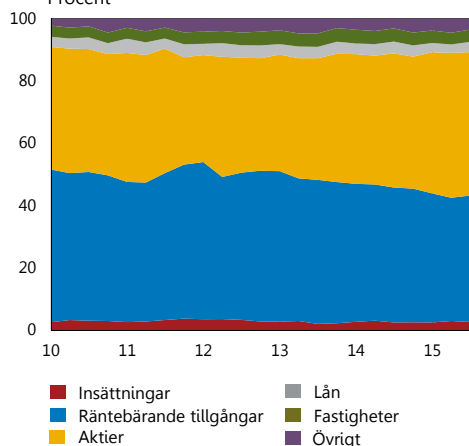
Diagram R3:9 De svenska storbankers resultat
Miljarder kronor



Anm. Rullande fyra kvartal. Övriga intäkter inkluderar intäkter från marknadsvärderade finansiella instrument.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

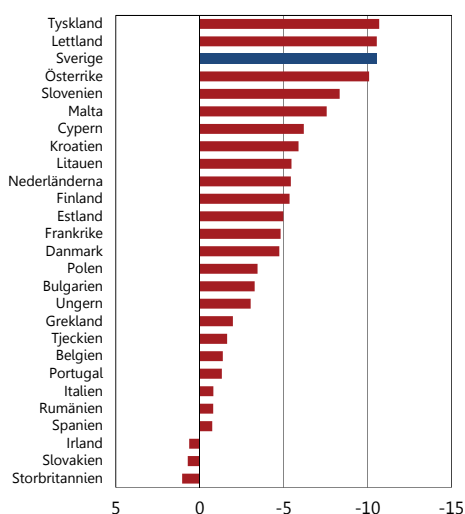
Diagram R3:10 De svenska livförsäkringsbolagens tillgångar som andel av totala tillgångar
Procent



Anm. Räntebärande tillgångar innefattar både obligationer och certifikat. I aktier ingår också fonder, dock ej de som tillhör fondförsäkring. Fastigheter avser byggnader och mark samt aktier i helägda fastighetsbolag. Övrigt avser repor, derivat och upplupna räntetäckter.

Källa: SCB

Diagram R3:11 Skillnad i löptid mellan tillgångar och skulder för livförsäkringsbolag i EU
År



Anm. Bygger på Eiopas stresstest 2014 för försäkringsbolag i EU. I diagrammet avses durationen på tillgångarna och skulderna.

Källa: IMF Global Financial Stability Report, april 2015. Internationella valutafonden.

fördjupningen Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet, kan bostadsmarknaden anses vara högt värderad i ett historiskt perspektiv vilket ökar sannolikheten för att priserna ska falla. Det i sin tur kan öka sannolikheten för minskad konsumtion hos svenska hushåll och högre finansieringskostnader eller sämre tillgång till finansiering för bankerna. Sårbarheten hos de svenska bankerna kan därför sägas ha ökat den senaste tiden. Det är därför viktigt att även fortsättningsvis övervaka förändringar i bankernas beteende och att säkerställa att bankernas motståndskraft sätts i relation till riskerna i banksektorn.

Svenska livförsäkringsbolag är känsliga för låga räntor på grund av garanterade avkastningar

Vid sidan om bankerna påverkas även svenska livförsäkringsbolag av låga räntor. Det beror främst på att de har långsiktiga finansiella åtaganden i form av garanterade avkastningar på pensionsspararnas kapital. För att kunna uppfylla dessa åtaganden investerar de i finansiella tillgångar, främst aktier och obligationer (se diagram R3:10). Om försäkringsbolagens tillgångar består av obligationer med samma löptid som deras åtaganden påverkas bolaget inte av ränteförändringar. Om löptiden på åtagandet däremot är längre än på obligationerna, måste bolagen återinvestera i nya obligationer allt eftersom de tidigare innehaven förfaller. Om den garanterade avkastningen är högre än den räntenivå som då råder, finns det en risk att bolagen inte kan fullgöra sina framtida åtaganden.

Denna risk blir större ju större skillnaden är i löptid mellan bolagens tillgångar och deras åtaganden mot försäkringstagarna. I Eiopas stresstest för försäkringsbolag 2014 framgick att denna skillnad i löptid är stor för svenska försäkringsbolag i jämförelse med många andra europeiska försäkringsbolag (se diagram R3:11).⁵⁴ Det innebär att de svenska bolagen kan få större problem än många andra försäkringsbolag i EU när räntorna är låga.

Livförsäkringsbolagens solvenskvoter blir lägre vid låga räntor

I vilken utsträckning obalanserna i löptider kommer att leda till problem för försäkringsbolagen beror alltså på vilka åtaganden som har utlovats. Men det beror också på hur stora bolagens tillgångar är i relation till skulderna, där skulderna främst utgörs av deras totala åtaganden. Försäkringsbolagens solvenskvot relaterar just storleken på bolagens tillgångar till dess skulder, och ska fungera som ett mått på deras finansiella styrka. Låg solvenskvot är ett tecken på att det finns risk för att bolagen på sikt inte kan leva upp till sina åtaganden. För närvarande ligger solvenskvoterna för de stora svenska

⁵⁴ Eiopa (European Insurance and Occupational Pensions Authority) är den europeiska tillsynsmyndigheten för försäkringsbolag.

livförsäkringsbolagen över ett, vilket är den lagstadgade miniminivån (se diagram R3:12).⁵⁵

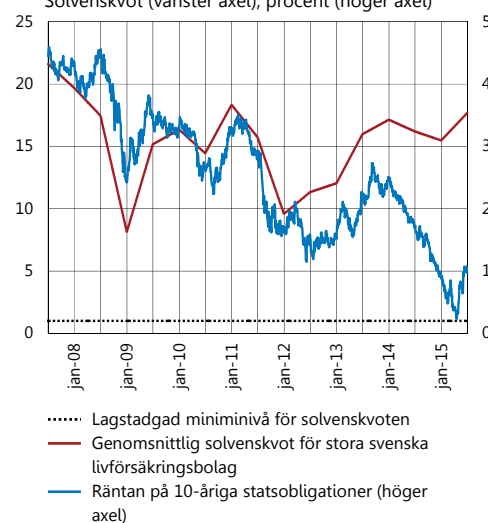
En låg ränta påverkar solvenskvoterna genom att diskonteringsräntan som används vid beräkningen av försäkringsbolagens skulder baseras på marknadsräntor. När diskonteringsräntan minskar ökar värdet på bolagens skulder och följaktligen minskar solvenskvoterna.⁵⁶ Detta beror på att bolagen vid en lägre ränta behöver ha mer tillgångar i dag för att med säkerhet kunna fullgöra sina åtaganden i framtiden. Sedan 2014 har solvenskvoterna dock inte minskat i samma utsträckning som räntorna. Detta beror till viss del på att bolagens tillgångar har ökat i värde, främst till följd av prisuppgångar på aktiemarknaderna.

En ytterligare förklaring till att solvenskvoterna inte har fallit mer är att FI i början av 2014 ändrade den metod som används för att beräkna diskonteringsräntan. Den nya diskonteringsräntan är inte i lika stor utsträckning kopplad till marknadsräntorna när dessa är låga (se diagram R3:13).⁵⁷ Därför ökar bolagens skulder mindre när räntan faller än vid den tidigare utformningen av diskonteringsräntan. Detta medför att solvenskvoten är högre nu än tidigare vid samma räntenivå (se diagram R3:12). Det kan i sin tur innebära att bolagens finansiella styrka överskattas och att risken för att bolagen på sikt inte kan leva upp till sina åtaganden underskattas. Med dagens låga räntenivåer finns det alltså en risk att den nuvarande diskonteringsräntan leder till att skyddet för försäkringstagarna urholkas. Därför är det viktigt att utformningen av diskonteringsräntan löpande utvärderas.⁵⁸

Livförsäkringsbolagen är sårbara för aktieprisfall

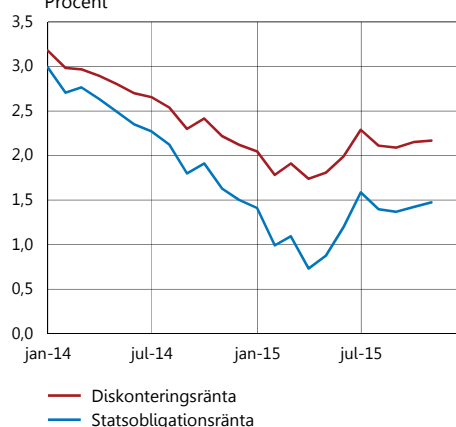
Låga räntor innebär alltså, allt annat lika, att värdet på livförsäkringsbolagens skulder ökar i förhållande till tillgångarna, och att solvenskvoten sjunker. Detta innebär att bolagens sårbarhet för ett fall i värdet på deras tillgångar ökar. Vid ett stort aktieprisfall kan vissa bolag få svårt att nå den lagstadgade lägsta solvenskvoten.⁵⁹ Det beror på att bolagens tillgångar består ungefär till hälften av aktier. Att aktierna är historiskt sett högt värderade ökar samtidigt sannolikheten för att ett prisfall ska inträffa (se fördjupningen Tillgångsvärderingar och finansiell stabilitet).

Diagram R3:12 Solvenskvoten för stora svenska livförsäkringsbolag och räntan på statsobligationer
Solvenskvot (vänster axel), procent (höger axel)



Anm. Solvenskvoten avser de bolag som av Finansinspektionen klassificerar som ömsesidiga livförsäkringsföretag. Solvenskvoten rapporteras halvårsvis för sista dagen under perioden.
Källor: Finansinspektionen och Macrobond

Diagram R3:13 Olika räntor i Sverige med 20 års löptid
Procent



Källor: Finansinspektionen och Bloomberg

⁵⁵ I januari 2016 träder det nya EU-regelverket för försäkringsbolag Solvens 2 i kraft, vilket bland annat kommer att innebära en stor förändring av solvenskravet. Den här rutan utgår dock från nuvarande regelverk. Den del av de svenska försäkringsbolagens verksamhet som är kopplad till tjänstepension kan undantas från Solvens 2 under fyra år. Då en majoritet av livbolagens tillgångar är kopplade till tjänstepension, är det relevant att utgå från det nuvarande regelverket. Diskonteringsräntan kommer dock i stort sett att vara densamma i Solvens 2 som den som diskuteras här.

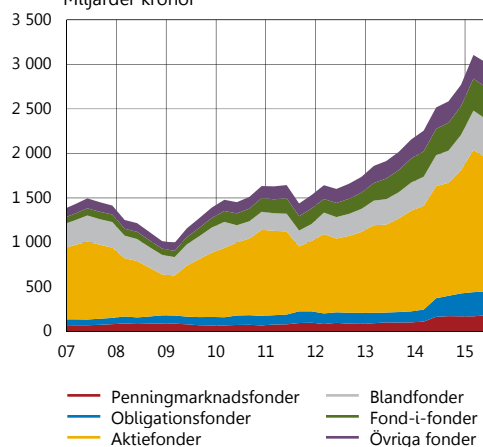
⁵⁶ Bolagens innehav av obligationer ökar också i värde när räntan går ner. Dock ökar skulderna betydligt mer på grund av skillnaden i löptid vilket gör att solvenskvoten sjunker när räntan sjunker (se Diagram R3:12).

⁵⁷ I Diagram R3:13 används räntor med 20 års löptid. Anledningen till detta är att durationen på de svenska livförsäkringsbolagens skulder är runt 20 år enligt Eiopas stresstest.

⁵⁸ Riksbanken påpekade vikten av att diskonteringsräntan löpande utvärderas i sitt remissvar till den nya diskonteringsräntan, se DNR 2013-416-STA.

⁵⁹ Som komplement till kravet på bolagens solvenskvot finns trafikjussystemet, som används som ett tillsynsverktyg av FI. I trafikjussystemet tar man hänsyn till de risker som finns i bolagens innehav av finansiella tillgångar, genom att testa för ett scenario som bland annat innefattar ett aktieprisfall på 40 procent. Alla bolagen uppfyller i dagsläget trafikjussystemets krav.

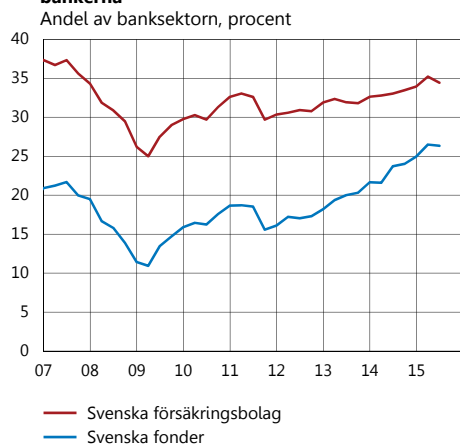
Diagram R3:14 Svenska fonders storlek
Miljarder kronor



Anm. Penningmarknadsfonder är de som av SCB klassificeras som korta räntefonder, medan obligationsfonder är de som klassificeras som långa räntefonder.

Källa: SCB

Diagram R3:15 Tillgångarna i fonder och försäkringsbolag i förhållande till tillgångarna i bankerna
Andel av banksektorn, procent



Anm. Inkluderar inte de svenska bankernas utländska verksamheter. Försäkringsbolagen inkluderar också pensionsfonderna exklusive premiepensioner.

Källa: SCB

Om solvenskvoten i ett försäkringsbolag sjunker under den lagstadgade nivån kan FI ingripa och som sista utväg antingen sälja bolaget till ett annat försäkringsbolag eller stänga bolaget för nya försäkringstagare (en så kallad "run-off"). Om ett sådant ingripande sker i ett enskilt bolag skulle det troligtvis inte få några större konsekvenser för det finansiella systemet. Däremot är det möjligt att bolaget inte skulle kunna uppfylla sina åtaganden och pensionsutbetalningarna därmed skulle bli lägre än förväntat.

Om bolagens solvenskvot sjunker till följd av fallande aktiepriser och börjar närma sig den lagstadgade miniminivån kan det också vara möjligt att de skulle välja att sälja sina riskfyllda tillgångar, främst aktier, och i stället köpa mindre riskfyllda tillgångar, främst obligationer. Motivet till detta skulle vara att minska risken för en ännu lägre solvenskvot. Eftersom de svenska livförsäkringsbolagen tillhör de största investerarna på den svenska aktiemarknaden, skulle deras avyttringar kunna förstärka aktieprisfallet i en sådan situation. Det kan sin tur leda till ännu lägre solvenskvoter och till att bolagen därmed säljer ännu mer aktier. En negativ spiral skulle alltså kunna utlösas bland livförsäkringsbolagen, med följden att aktiepriserna och solvenskvoterna faller ytterligare.

Låga räntor kan leda till att livförsäkringsbolagen ökar sitt risktagande

För att kompensera sig för det låga ränteläget kan livförsäkringsbolagen öka sitt risktagande och i större utsträckning investera i riskfyllda tillgångar, exempelvis aktier, i hopp om ökad avkastning. På samlad nivå finns i nuläget inga tydliga tecken på ökat risktagande bland svenska livförsäkringsbolag (se diagram R3:10).⁶⁰ Det kan dock inte uteslutas att enskilda bolag har ökat sina investeringar i riskfyllda tillgångar.

De svenska livförsäkringsbolagen är redan nu sårbara på grund av skillnaden i löptid mellan tillgångar och skulder och av deras stora aktieinnehav. Om bolagen ökar risktagandet genom att investera mer i aktier blir de följaktligen ännu mer sårbara för aktieprisfall. Därmed ökar risken för att bolagen ska få solvensproblem och bli tvungna att sälja aktier. Dessutom ökar risken för att de inte ska kunna uppfylla sina åtaganden och pensionsutbetalningarna blir lägre än förväntat.

Fondernas storlek har ökat när räntorna har varit låga

För de svenska fonderna, såsom aktiefonder, obligationsfonder och penningmarknadsfonder, har de låga räntorna främst inneburit att deras storlek har ökat mycket under de senaste åren (se diagram R3:14 och R3:15). Ökningen har delvis drivits av att hushåll och företag har valt att minska sparandet i säkra och lågavkastande

⁶⁰ Att andelen aktier har ökat något i relation till räntebärande värdepapper under de senaste åren i Diagram R3:10 bedöms i huvudsak bero på att aktieinnehaven har stigit i värde, snarare än på ett ökat risktagande.

tillgångar för att i allt större utsträckning investera i mer riskfyllda tillgångar med högre förväntad avkastning, exempelvis fonder med högre risk. Andra faktorer som ligger bakom ökningen är främst ett ökat värde på fondernas tillgångar samt utformningen av det svenska pensionssystemet.⁶¹

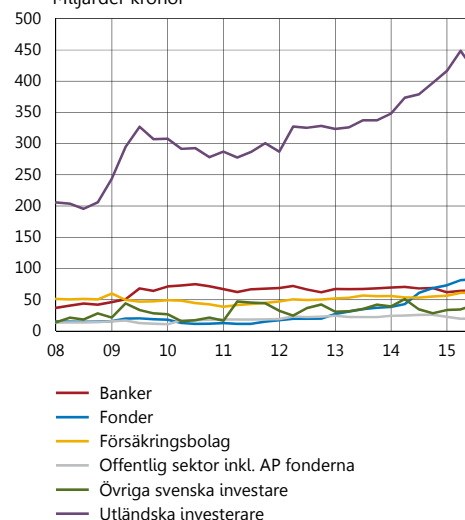
I Sverige har de fonder som investerar i svenska och utländska aktier vuxit mest de senaste åren. Men även räntefonderna, det vill säga penningmarknadsfonderna och obligationsfonderna, har ökat i storlek under denna period.⁶² De svenska räntefonderna äger en allt större andel av de svenska säkerställda obligationerna (se diagram 2:3) och är den största inhemska investeraren i svenska företagsobligationer (se diagram R3:16). Utifrån ett finansiellt stabilitetsperspektiv är det därför ökningen i räntefonderna som är av störst intresse.⁶³

Ökningen i räntefondernas storlek kan öka sårbarheterna

Att fonderna har ökat i storlek kan vara positivt för det finansiella systemet, och göra det mer effektivt. Till exempel gör fonderna det möjligt för hushållen att sprida sitt sparande mellan fler finansiella tillgångar. Dessutom kan tillväxten i fonderna göra att företagen kan diversifiera sin finansiering och därmed bli mindre beroende av bankfinansiering.

Samtidigt kan denna ökning medföra sårbarheter för det finansiella systemet, vilket bland annat har diskuterats av IMF och BIS.⁶⁴ Sårbarheterna beror främst på att sparandet i fonder är förhållandevis lättflyktigt eftersom fondsparare när som helst kan sälja sina fondandelar, även om fonderna investerar i mindre likvida tillgångar så som företagsobligationer.⁶⁵ När fondspararna säljer sina fondandelar sker ett utflöde från fonderna. Fonderna måste då i motsvarande utsträckning sälja sina innehav i finansiella tillgångar, exempelvis obligationer. Ett stort utflöde från räntefonderna kan därför få konsekvenser för de banker och företag som finansierar sig via certifikat och obligationer. Konsekvenserna av ett fondutflöde blir sannolikt större för de marknader och tillgångar som är mindre likvida och där tillgångar därmed är svårare att omsätta. Priset på tillgångarna faller nämligen typiskt sett mer på sådana marknader när ett säljtryck uppstår. Den svenska obligationsmarknaden, och då framför allt företagsobligationsmarknaden, kan därför vara sårbar för ett utflöde ur de svenska räntefonderna.

Diagram R3:16 Innehavare av svenska företagsobligationer
Miljarder kronor



Källa: SCB

⁶¹ Runt hälften av ökningen sedan 2009 bedöms bero på inflöde till fonderna, resten på ett ökat värde på fondernas tillgångar. Att fonderna växer på grund av utformningen av pensionssystemet beror bland annat på premiepensionen. För mer diskussion se exempelvis Nilsson C., Söderberg, J., och Vredin, A. (2014). Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet, *Ekonomiska kommentarer*, nr 3, 2014. Sveriges riksbank.

⁶² Även blandfonder investerar i certifikat och obligationer, men också i aktier. Företagsobligationsfonderna ingår i kategorin obligationsfonder. Ökningen i räntefondernas storlek under 2014 beror till stor del på att fonder som tidigare var registrerade i Luxemburg har registrerats i Sverige.

⁶³ Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv är det ingen skillnad mellan att direkt äga aktierna eller att göra det via en aktiefond. Dessutom påverkar aktiemarknaden i mindre utsträckning än obligationsmarknaden bankernas och företagens finansiering.

⁶⁴ IMF *Global Financial Stability Report*, april 2015. Internationella valutafonden och BIS *85th Annual Report*, 2015. Bank for International Settlements.

⁶⁵ Se även Bonthron, F. (2014). Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer, *Ekonomiska kommentarer*, nr 7, 2014. Sveriges riksbank.

Vilka konsekvenser ett utflöde får för den svenska obligationsmarknaden beror på olika faktorer, såsom hur stort utflödet är, hur stor andel av obligationerna som fonderna innehar och hur andra investerare agerar. De svenska räntefondernas innehav i svenska obligationer är dock utspritt bland flera fonder som sinsemellan är olika, till exempel vad gäller vilken typ av tillgångar fonderna investerar i. Detta minskar risken för att utflödet ur fonderna ska bli så stort att det får stora konsekvenser för den svenska obligationsmarknaden. Det finns också andra aktörer på dessa marknader, som påverkar hur omfattande konsekvenserna blir. Exempelvis äger utländska investerare mer än hälften av de svenska företagsobligationerna.

Ökningen i de svenska räntefondernas storlek har därmed haft positiva effekter för det finansiella systemet, men samtidigt ökat sårbarheterna. Om de svenska räntefonderna skulle öka ytterligare i storlek skulle den svenska obligationsmarknaden bli än mer sårbar för ett utflöde från dessa fonder.

Sårbarheten har ökat i de finansiella instituten

Utifrån ett finansiellt stabilitetsperspektiv har den låga räntan främst påverkat de svenska finansiella instituten genom att göra dem mer sårbara för störningar.⁶⁶ Exempelvis har bankerna blivit mer exponerade mot bolånemarknaden, som har vuxit när räntorna har varit låga. Försäkringsbolagen har i sin tur blivit mer sårbara av att deras solvenskvoter är lägre vid låga räntor, allt annat lika. Dessutom medför deras stora aktieinnehav och det faktum att aktiemarknaden är högt värderad också en ökad sårbarhet.

Till viss del är sårbarheterna en konsekvens av livförsäkringsbolagens och bankernas affärsmodeller och tidigare beslut. Livförsäkringsbolagen hade till exempel påverkats mindre av de låga räntorna om nivåerna på de utställda garanterade avkastningarna hade varit lägre. Huruvida bankerna tillåter lönsamheten att sjunka när räntorna sjunker är en viktig faktor för om de ändrar sitt beteende på ett sätt som gör dem mer sårbara, exempelvis genom ökat risktagande.

Om räntorna förblir låga under en lång tid kan det leda till att de finansiella instituten ändrar sitt beteende och ökar risktagandet vilket gör dem ännu mer sårbara för exempelvis ett fall i tillgångspriserna. Banker och livförsäkringsbolag kan exempelvis välja att investera i mer riskfyllda tillgångar för att kompensera sig för de låga räntorna. Vid låga räntor investeras det också mer i fonder vilket ökar de svenska räntefondernas storlek. Det kan i sin tur öka sårbarheten på exempelvis den svenska företagsobligationsmarknaden. Om de finansiella instituten blir mer sårbara, ökar också systemriskerna. Det är därför viktigt att fortsätta bevaka de finansiella instituten för att se om ett mer riskfyllt beteende växer fram om räntorna fortsätter att vara låga.

⁶⁶ Här behandlas inte den s.k. skuggbanksektorn. Dock utgörs denna sektor i Sverige till stor del av de fonder som diskuteras här. Se också Hansson D., Oscarius L. och Söderberg, J. (2014), Skuggbanker ur ett svenskt perspektiv, *Penning- och valutapolitik* 2014:3. Sveriges riksbank.

Ordlista

Basel III: Internationellt regelverk för bankernas kapitaltäckning och likviditet. Basel III implementeras gradvis fram till 2019.

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

Bolånetak: Åtgärd som begränsar hur stora en låntagarens bolån får vara i förhållande till bostadens värde.

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

ESRB, European Systemic Risk Board: Europeiska systemrisknämnden som ansvarar för makrotillsynen av det finansiella systemet inom EU.

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

Kreditgap: Avvikelsen från trenden i utlåningen från monetära finansiella institut till företag och hushåll i förhållande till BNP.

Kreditrisk: Risken att en låntagare inte fullgör sina förpliktelser.

Kreditvillkor: Villkor som fastställs i ett låneavtal, exempelvis ränta och avbetalningsplan. Kreditvillkor kan även innefatta den maximala belåningsgrad som tillåts för ett bolån.

Kärnprimärkapital: Primärkapital med avdrag för kapitaltillskott och reserver som får ingå i kapitalbasen som primärt kapital enligt 3 kap. 4 § lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar.

Kärnprimärkapitalrelation: Kärnprimärkapital i relation till riskvägda tillgångar.

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

Likviditet: Mått på ett företags eller en organisations betalningsförmåga på kort sikt. Kan även beskriva hur snabbt det är möjligt att omsätta en tillgång i pengar utan att priset varierar i någon större utsträckning.

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

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

Marknadslikviditet: Med marknadslikviditet avses möjligheten att kunna omsätta ett finansiellt instrument omedelbart eller utan att marknadspriset rör sig väsentligt.

NSFR, Net Stable Funding Ratio eller strukturell likviditetskvot: Likviditetsmått definierat av Baselkommittén. Måttet ställer en banks stabila finansiering i relation till dess illikvida tillgångar under ett stressat scenario som pågår i ett år.

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

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

Riskvikt: För att räkna fram bankens riskvägda tillgångar multiplicerar man, något förenklat, utlånat belopp med en riskvikt. Riskvikten bestäms utifrån hur troligt det är att låntagaren inte kan fullgöra sina låneåtaganden och varierar således mellan låntagarna – en hög riskvikt innebär större risk än en låg riskvikt.

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

Räntekvot: Hushållens ränteutgifter i relation till deras disponibla inkomster.

Ränteswap: Överenskommelse mellan två parter om att utbyta en viss ränta mot en annan ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

Skuldkvot: Hushållens totala skulder som andel av disponibel inkomst.

Solvenskvot: Ett mått på ett försäkringsbolags finansiella ställning som beräknas genom att dividera bolagets kapitalbas med den så kallade solvensmarginalen. Kapitalbasen är skillnaden mellan bolagets tillgångar och skulder. Solvensmarginalen är den lägsta nivå som kapitalbasen måste uppgå till och beräknas utifrån bolagets storlek och de typer av försäkringar det tillhandahåller.

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

Styrränta: Ränta som en centralbank sätter i penningpolitiskt syfte. I Sverige är det reporäntan samt in- och utlåningsräntan till banksystemet. Reporäntan är Riksbankens viktigaste styrränta.

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

Terminspremie: En kompensation för den extra risk en investerare tar vid placering i räntebärande tillgångar med längre löptider.

TLAC, Total Loss Absorbing Capacity eller total förlustabsorberande kapacitet: Regler för globalt systemviktiga banker för att säkerställa att de har tillräckligt mycket kapital och nedskrivningsbara skulder. Reglerna ska gälla från år 2019 och målet är att minska stabilitetsriskerna och riskerna för att skattebetalarna ska drabbas av kostnader vid bankkriser.

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

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se



PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK, TRYCK: TMG STHLM AB
ISSN 1404-2193 (tryckt)
ISSN 1654-5966 (online)