

**Kommittén för finansiell stabilitet**  
Fi 2013:09**Protokoll från Finansiella stabilitetsrådets möte den 6 december 2022****Sammanfattning**

Stabilitetsrådet<sup>1</sup> hade årets andra ordinarie möte.

Inflationen är hög i många länder, vilket är en effekt av pandemin och invasionen av Ukraina, men också att den ekonomiska politiken har varit expansiv i flera länder. Flera centralbanker har höjt sina räntor för att få ner inflationen och motverka att den biter sig fast. Samtidigt har de ekonomiska utsikterna försämrats. Kombinationen av hög inflation, höga räntor och sämre tillväxtutsikter innebär att riskerna för finansiell instabilitet har ökat, både i Sverige och globalt.

I Sverige har det under ett antal år byggts upp sårbarheter kopplade till höga tillgångspriser och hög skuldsättning, vilket kan leda till problem för den finansiella stabiliteten. Det handlar i första hand om bankernas stora exponering mot de högt skuldsatta kommersiella fastighetsföretagen men även om den höga skuldsättningen bland hushållen. Hushållen pressas av stigande utgifter och fallande bostadspriser vilket påverkar konsumtionen negativt. Kreditförlusterna från hushållens lån förväntas dock bli låga.

På senare år har de kommersiella fastighetsföretagen särskilt ökat sin finansiering via kapitalmarknaden. Nu krymper dock marknadsfinansieringen på grund av kraftigt ökade finansieringskostnader och samtidigt ökar bankutlåningen. Det är en stor andel av fastighetsföretagens obligationer

---

<sup>1</sup> Närvarande: *Finansdepartementet*: Niklas Wykman, mötesordförande, Johan Almenberg, Anna Jegnell; *Finansinspektionen*: Susanna Grufman, Karin Lundberg, Henrik Braconier; *Riksgälden*: Karolina Ekholm, Karolina Holmberg, Erika Färnstrand Damsgaard; *Riksbanken*: Stefan Ingves, Anna Breman, Olof Sandstedt; och *Finansiella stabilitetsrådets kansli*: Niclas Alsén.

som förfaller kommande år samtidigt som ränteläget på obligationsmarknaden är betydligt högre än när obligationerna emitterades. Riskerna i sektorn kan drabba långivare så som obligationsinvestorer och banker i form av kreditförluster.

De finansiella marknaderna fungerar överlag tillfredställande, även om vissa fastighetsbolag har svårt att finansiera sig via obligationsmarknaden. Finansinspektionen pekade också på att de likviditetsrisker som visade sig i företagsobligationsfonder under början av pandemin kvarstår. På andrahandsmarknaden för statsobligationer har det skett en försämring av marknadslikviditeten de senaste åren. Sett över hela den senaste tioårsperioden kan man se en försämring även om utvecklingen har varierat. Den senaste tidens höga osäkerhet och volatilitet, som är en följd av att globala räntor har stigit under samma period, bidrar till att ytterligare försämma marknadslikviditeten. Primärmarknaden för statsobligationer fungerar dock fortsatt bra.

Stabilitetsrådet diskuterade också handlingsplanen för cybersäkerhet samt en uppföljning av hanteringen av problemen på elderivatmarknaden.

## § 1 Stabilitetsbedömning och åtgärder

### Stabilitetsbedömning

Myndigheterna (Riksgälden, Riksbanken och Finansinspektionen) presenterade sina stabilitetsbedömningar.

Det finansiella stabilitetsläget präglas av hög inflation inklusive höga energipriser samt höga räntor men också av försämrade ekonomiska utsikter. Riskerna för stabiliteten har ökat sedan stabilitetsrådets förra ordinarie möte i juni.

Inflationen är hög i många länder, vilket är en effekt av pandemin och invasionen av Ukraina, men också att den ekonomiska politiken har varit expansiv i flera länder. Flera centralbanker har höjt sina räntor för att få ner inflationen och motverka att den biter sig fast. Liksom i andra länder har det skett en penningpolitisk åtstramning i Sverige. Det är osäkert hur ekonomins aktörer kan hantera den snabba uppgången i inflation och räntor. Framför allt finns strukturella sårbarheter i form av att hushållen och den kommersiella fastighetssektorn har stora skulder och är räntekänsliga.

De finansiella marknaderna fungerar överlag tillfredställande, även om en del fastighetsföretag har svårt att finansiera sig på obligationsmarknaderna. På andrahandsmarknaden för statsobligationer har det skett en försämring av marknadslikviditeten de senaste åren. Sett över hela den senaste tioårsperioden kan man se en försämring även om utvecklingen har varierat. Den senaste tidens höga osäkerhet och volatilitet, som är en följd av att globala räntor har stigit under samma period, bidrar till att ytterligare försämrade marknadslikviditeten. Primärmarknaden för statsobligationer fungerar dock fortsatt bra.

Elpriserna har periodvis varit höga och volatiliteten förhöjd. Det finns stor osäkerhet kring prisutvecklingen framöver. Riksgälden har hittills inte ställt ut några kreditgarantier för lån till elproducenter enligt det garantiprogram som togs fram i september, men garantiprogrammet bedöms ha bidragit till att minska riskerna för stora likviditetsproblem på elderivatmarknaden.

Det har varit många år med höga byggkostnader, låga räntor och högt risktagande som har bidragit till att bygga upp sårbarheter i termer av stora skulder och höga tillgångspriser. Denna utveckling har myndigheterna varnat för tidigare. Under pandemin accelererade uppgången i bostadspriserna, men nu har det skett en sänkning på bostadsmarknaden och prisnedgången kan fortsätta framöver. Fallande bostadspriser syns även i flera andra länder.

Hushållens motståndskraft testas nu i och med den snabba ränteuppgången. Svenska hushåll har relativt korta bindningstider på sina bolån, vilket ökar räntekänsligheten. Det stora flertalet bedöms kunna betala på sina lån, men konsumtionen kommer att påverkas negativt. Ränteutgifterna som andel av disponibelinkomst kan framöver komma att bli i nivå med 1990-talets nivåer. Vissa bolånetagare kommer att påverkas mycket, särskilt de som köpt sin bostad på höga nivåer de senaste åren. Finansinspektionen bedömer att om boräntorna stiger till en nivå på över 5 procent så kan nästan 15 procent av de som köpte en villa under 2021 få samlade utgifter som är större än deras inkomster. Den befintliga ventilen i amorteringskraven finns till för att kunna hjälpa hushåll vid sådana problem. Totalt skulle ca 70 000 bolånetagare kunna hamna i underskott, vilket bankerna bedöms kunna hantera.

Bankerna har stora exponeringar mot de kommersiella fastighetsföretagen, vilket utgör närmare hälften av deras exponering mot företag. Många av

dessa företag är högt skuldsatta och räntekänsliga. Fastighetssektorn har blivit alltmer sammankopplad med andra delar av det finansiella systemet, delvis eftersom marknadsfinansieringen har ökat snabbt. Nu krymper dock marknadsfinansieringen på grund av kraftigt ökade finansieringskostnader och samtidigt ökar bankutlåningen. Fastighetsföretagen har stora obligationsförfall kommande år. Myndigheterna bedömer att läget kommer att försämrats i sektorn när stigande finansieringskostnader successivt får allt större påverkan på företagens räntekostnader. Många av dessa företag möter nu höga obligationsräntor, vissa företag uppemot 10 procent. Många företag har börjat vidta olika åtgärder för att hantera dessa problem, exempelvis fastighetsförsäljningar, pausade aktieutdelningar och att ta in nya ägare.

Det är ofta de stora fastighetsföretagen på börsen som är i fokus, men det finns tusentals fastighetsföretag som har lån hos bankerna, och det är små och mellanstora företag som står för merparten av kreditförlusterna när Finansinspektionen stresstestar sektorn och bankerna. Dessa små och mellanstora företag innebär därför sammantaget större kreditrisker än de stora. Hur mycket räntorna stiger och hur länge de förblir höga är avgörande för utfallet. Samtidigt bedömer Finansinspektionen att bankerna har en betydande motståndskraft då lönsamheten har återhämtat sig sedan pandemin och kapitalbuffertar åter byggts upp.

Statsobligationsräntorna har stigit i många länder. Stödpaket för att kompensera hushåll och företag för höga energipriser har också sjuöatts i många länder. Sammantaget har pressen på statsfinanserna ökat i högt skuldsatta länder och utgör en risk. De svenska offentliga finanserna är dock starka och statskulden förväntas fortsätta minska.

Marknadslikviditeten för flera tillgångsklasser, bland annat för statsobligationsmarknaden, i de största ekonomierna har försämrats den senaste tiden, enligt den senaste stabilitetsrapporten från Internationella valutafonden, IMF. IMF gör bedömningen att försämrad marknadslikviditet kan leda till stabilitetsrisker. Det finns tecken på försämrad likviditet på statspappersmarknaden i Sverige den senaste tiden. Strukturella faktorer har sannolikt bidragit till att marknadslikviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer har försämrats sedan finanskrisen.

Finansinspektionen pekade också på att de likviditetsrisker som visade sig i företagsobligationsfonder under början av pandemin kvarstår. Det finns

fonder med för lite likvida medel som kan tvingas sälja obligationer i ett stressat läge, vilket kan förstärka en negativ spiral på marknaden. Det behövs därför fortsatt arbete för att förbättra likviditetsriskhanteringen på fondområdet.

Ordföranden sammanfattade stabilitetsläget och konstaterade att myndigheterna verkar vara eniga i bedömningen. Riskerna för stabiliteten har ökat sedan stabilitetsrådets förra ordinarie möte i juni. Hög inflation och stigande räntor pressar företag och hushåll och marknaderna präglas av den osäkerhet som finns kring den framtida ekonomiska utvecklingen. Det finns en ökad osäkerhet gällande de kommersiella fastighetsföretagen som innebär ökade risker för kreditförluster i banksystemet på sikt, även om bankerna har ett gynnsamt utgångsläge. Den höga volatiliteten på många tillgångsmarknader kan skapa nya risker. Därutöver ett omvärldsläge som tillför ytterligare osäkerhet.

#### Myndigheternas diskussion

Myndigheterna diskuterade utvecklingen där icke-finansiella företag under senare år i allt högre grad har valt att finansiera sig via obligationsmarknader snarare än banker. Fastighetsföretagen står för en betydande del av ökningen men nu krymper deras marknadsfinansiering på grund av kraftigt ökade finansieringskostnader och samtidigt ökar deras banklån. Generellt är det bra med flera finansieringsmarknader eftersom eventuella förluster då sprids i det finansiella systemet.

Det har pågått arbete inom EU för att främja marknadsfinansieringen i Europa eftersom marknaden har varit väldigt bankdominerad, och det finns fördelar med en balans av olika finansieringskällor. Vid ökad osäkerhet finns det samtidigt en risk att kreditutbudet via marknadsfinansiering inte fungerar lika bra som bankfinansiering. Dock fungerade marknadsfinansieringen bättre än bankfinansieringen i t.ex. USA under finanskrisen 2008-09.

Riksbanken nämnde att bostadsmarknaden är i obalans sedan länge. För att förbättra bostadsmarknadens funktionssätt och hantera riskerna med hushållens skuldsättning krävs det breda reformer inom bostads- och skattepolitiken, exempelvis en översyn av ränteavdragen, fastighetsskatten och regelverket kring nyproduktion av bostäder. De åtgärder som Finansinspektionen vidtagit, såsom amorteringskraven och bolånetaket, har bidragit till att hushåll amorterat mer och tagit mindre lån än vad som annars

hade varit fallet. Det är positivt inte minst i rådande situation och åtgärderna bör behållas. Vidare är det bra att det nu finns ett utredningsförslag om hur vi kan få tillgång till bättre mikrodata över hushållen, och att ett centralt bostadsrättsregister har utretts. Eftersom riskerna i det svenska finansiella systemet är stora bör bankerna vara återhållsamma med stora utdelningar och aktieåterköp för att möjliggöra ett större finansiellt handlingsutrymme. Riksbanken anser därtill att det är angeläget att Finansinspektionen fortsätter att höja det kontracykliska buffertvärdet från 2 till 2,5 procent.

Händelserna kring kryptobörsen FTX utgör ett exempel på dålig skötsel och bristande regelverk. Även om dessa händelser inte har inneburit problem utifrån ett stabilitetsperspektiv visar de på behovet av internationell reglering och vikten av att vi ser till att en sådan här händelse inte inträffar i Sverige.

Riksgälden håller med om vikten av tillgång till mikrodata.

Angående marknadslikviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer bedömer Riksgälden att strukturella faktorer sannolikt bidragit till att försämra likviditeten sedan finanskrisen, och att de nu förstärks av tillfälliga faktorer, som hög osäkerhet och volatilitet, vilket ytterligare bidrar till att försämra likviditeten.

Händelseutvecklingen på senare tid i form av problem med börser som handlar med kryptotillgångar, elderivat och obligationsmarknaden i Storbritannien är exempel på att problem kan uppstå på vitt skilda områden. Det finns skäl för att i samarbetet inom stabilitetsrådet stärka bevakningen av olika potentiella oroshärdar.

Finansinspektionen stödjer att man kan hitta en lösning för insamling av mikrodata.

Fastighetsföretagen bedöms nu vara den största stabilitetsrisken. Det är viktigt att bankerna stödjer långsiktigt livskraftiga bolag i deras arbete att anpassa sig till en ny räntemiljö, men en avvägning mellan det och bankernas kreditrisker bör göras. En sund och trovärdig värdering av fastigheter är viktig för fastighetsmarknaden.

Finansinspektionen ser i dagsläget inget behov nu av en generell paus i amorteringskraven. Den ventil som finns i amorteringsregelverket kan användas för att hjälpa de som drabbas hårdast och är därför träffsäker.

Vad gäller bankerna så är det bra att dessa har stora kapitalbuffertar i ljuset av de risker som finns. Finansinspektionen bedömer också att bankerna har tillfredställande motståndskraft i dagsläget, då lönsamheten är god och buffertarna betydande. Finansinspektionen ser därför i dagsläget inget behov av att öka buffertkraven utöver de höjningar som aviserades i somras, speciellt som bankerna redan idag håller stora buffertar utöver Finansinspektionens buffertkrav.

Då den svenska företagsobligationsmarknaden fortfarande är relativt outvecklad ser Finansinspektionen gärna att myndigheterna fortsätter sitt samarbete för att förbättra transparensen och öka standardiseringen via benchmarkobligationer på marknaden. Finansinspektionen ser också att förbättrad självreglering kan bidra till bättre fungerande marknader och har därför initierat ytterligare diskussioner med branschföreträdare.

Finansinspektionen har under en längre tid påpekat att Riksbankens tillgångsköp blivit för stora och pågått för länge. Det är därför bra att Riksbanken nu successivt minskar sina innehav och inriktningen bör vara att avveckla dem.

Läget med kraftigt stigande räntor och en försämring av de ekonomiska utsikterna, innebär att det kan hända saker i det finansiella systemet som är svåra att förutse. Det är därför bra med en hög beredskap.

## § 2 Avrapportering av projekt inom stabilitetsrådet

### Handlingsplan för cybersäkerhet

Finansinspektionen beskrev arbetet med den gemensamma handlingsplanen för cybersäkerhet som avslutats under hösten. Finansinspektionen har ansvarat för arbetet men det har skett i samarbete med Riksbanken och Riksgälden. Arbetet har resulterat i en beskrivning av ansvarsförhållanden och samarbete samt olika åtgärder och åtgärdsförslag. Ett exempel på en åtgärd är att finanssektorn nu utgör en pilot i arbetet på det nationella cybersäkerhetscentret för samverkan mellan privat sektor och myndigheter. Ett annat exempel är det svenska företags ökande deltagande i Nordic Financial CERT, som är särskilt viktigt för små och medelstora banker.

Finansinspektionen ser fortsatt ett stort behov av fortsatt arbete avseende cyberrisker. Det finns till exempel ytterligare åtgärdsförslag i den rapport

Finansinspektionen lämnade till regeringen i maj i år, däribland att etablera ett krishanteringsorgan. En aktivitet som föreslås i handlingsplanen är att genomföra en bred cyberkrisövning 2023 som även inkluderar viktiga privata aktörer. Finansinspektionen ser gärna att det arbetet kan ske i samverkan med stabilitetsrådet.

Lagen om digital operativ motståndskraft, DORA har nyligen beslutats inom EU. Det kommer att leda till mycket arbete med att genomföra reglerna men det kommer innebära en stor skjuts för arbetet inom hela EU för att stärka motståndskraften mot cyberattacker inom finanssektorn.

Riksbanken tycker att det är positivt att FRA nu får stödja privata aktörer och att det blir fler medlemmar inom ramen för Nordic Financial CERT. Riksbankens arbete med TIBER-SE är också ett viktigt bidrag till de finansiella aktörernas arbete med att stärka sin motståndskraft mot cyberhot. På europeisk nivå betonar inte minst Europeiska Systemrisknämnden, ESRB, behovet av att stegvis öka motståndskraften mot cyberhot i det finansiella systemets som helhet. Detta kräver utökad samarbete mellan olika verksamhetsområden.

Riksgälden underströk att det utöver samverkansföra också behöver säkerställas att det sker en förmågehöjning. Riksgälden betonade fördelarna med att genomföra en krisövning med ett brett deltagande.

Ordföranden tackade för avrapporteringen och betonade att det här är viktiga frågor.

#### Obligationsmarknadens funktionssätt

Riksgälden informerade om arbetet i ett projekt om obligationsmarknaden som initierades av stabilitetsrådet på förra ordinarie mötet i juni. Bakgrunden var den försämrade marknadslikviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer, och det som sågs som en risk var hur ett försämrat funktionssätt för marknaden skulle kunna få negativa konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Myndigheterna arbetar gemensamt med en kartläggning av hur det ser ut på den svenska obligationsmarknaden för att kunna bedöma problemen. Frågan berör på olika sätt alla stabilitetsmyndigheterna och myndigheternas respektive resurser kompletterar varandra på ett bra sätt i arbetet. Detta är en delrapportering,



och ambitionen är att fortsätta arbetet och komplettera analysen. Policyförslag eller rekommendationer presenteras längre fram.

Riksbanken ser fördelar med att arbetet görs men konstaterade att det gäller att hamna rätt när det kommer till avvägningar i dessa sammanhang, eftersom en sämre likviditet inte kan likställas med en låg finansiell stabilitet. Det är därmed viktigt att kartläggningen av obligationsmarknadens funktionssätt diskuterar strukturella faktorer och förändringarna i dessa samt att finansiell stabilitet beskrivs och mäts på ett relevant sätt. Att marknaden fungerar sämre i nuläget ses som naturligt med tanke på att räntorna stiger kraftigt för första gången på väldigt länge.

Finansinspektionen håller med om att det är bra att detta arbete görs, att ämnet behöver analyseras ytterligare och att även policyfrågor behöver beröras.

Ordföranden höll med om behovet att fortsätta arbetet. En slutrapportering kan ske på stabilitetsrådets möte i juni 2023, men därefter kan det återstå ytterligare frågor att reda ut på sikt.

Uppföljning av problem på elderivatmarknaden

Finansinspektionen har gjort en preliminär utvärdering av problemen som uppstod på elderivatmarknaden under sommaren. Syftet har varit att beskriva problemen, processen, om de vidtagna åtgärderna hade avsedd effekt, samt vad man kan arbeta vidare med framöver.

Sammantaget bedömer Finansinspektionen att införandet av likviditetsstödet var adekvat i det läge som rådde i augusti och september. Priser och marginalssäkerhetskrav sköt i höjden, vilket olika aktörer kontaktade Finansinspektionen och vittnade om. Sannolikheten för att likviditetsriskerna skulle materialiseras är svår att bedöma, men om det hade skett hade det fått betydande negativa konsekvenser på elderivatmarknaden med spridningsrisk till de finansiella marknaderna.

En intressant fråga är om detta problem och dess omfattning hade kunnat identifieras tidigare än vad som skedde. Situationen nämndes i Finansinspektionens stabilitetsrapport i maj 2022, men sågs då inte som något akut problem. Bedömningen är att det hade varit svårt att förutse omfattningen tidigare.

Lärdomar att ta med sig är att vara mer uppmärksamma på motpartsrisker, att göra fler stresstester, samt att öka kunskap och förståelse för energimarknaden i ett finansiellt stabilitetsperspektiv.

Tänkbara åtgärder är att arbeta med regelverket som introduceras i EU framöver gällande bland annat vilka säkerheter som kan ställas, att följa utvecklingen från central clearing till bilateral clearing, samt även frågor kopplade till riskhantering och tillsyn över Nasdaq.

Riksgälden ser ett stort värde i denna uppföljning och de lärdomar som dras. En ytterligare lärdom är att det finns skäl att stärka beredskapen för att tidigt fånga upp indikationer på möjliga framtida problem. Här utgör stabilitetsrådet ett bra forum.

Riksbanken håller med om att det är bra att få djupare förståelse för energimarknaden i ett stabilitetsperspektiv.

Finansdepartementet informerade om arbetet inom EU. Eventuellt kan det komma förslag utifrån de lärdomar som dragits i det förslag från EU-kommissionen som väntas den 7 december.

Ordföranden tackade för en bra rapportering.

### § 3 Internationella frågor

Finansdepartementet informerade kort om det planerade arbetet med finansmarknadsfrågor under det svenska ordförandeskapet i Europeiska unionens råd under första halvåret av 2023. Den 14 december kommer ordförandeskapets arbetsprogram att presenteras. Vissa prioriteringar mellan förhandlingar kommer att vara nödvändiga givet det stora antalet lagstiftningsakter.

Riksbanken nämnde en rapport som kommer till våren från IMF som handlar om penningtvätt med fokus på Norden-Baltikum. Riksbanken är positiva till förslaget om omedelbara betalningar i euro som Kommissionen nyligen presenterat.

### § 4 Genomfört och kommande arbete inom stabilitetsrådet

Finansdepartementet redogjorde kort för arbetet som genomförts inom ramen för stabilitetsrådet sedan det förra ordinarie mötet i juni, utöver den

avrapportering som redan skett på mötet. Stabilitetsrådet får fortsätta arbeta med hur man kan fånga upp oväntade risker.

Stabilitetsrådets kansli redogjorde för resultatet av en krisövning för att testa det nya regelverket för krishantering av centrala motparter.

Riksgälden informerade om ett arbete som gjorts för att stärka informationsdelningen mellan myndigheterna i stabilitetsrådet.

Stabilitetsrådet enades om att man inför nästa möte i juni 2023 bland annat kommer att arbeta gemensamt med frågor kopplade till cybersäkerhet, riskbilder relaterat till hur inflation och räntor utvecklas relaterat till räntekänsligheten bland låntagare som t.ex. den kommersiella fastighetssektorn, samt med en krisövning.