

Finansiell stabilitet

2024:1



Riksbankens rapport Finansiell stabilitet

Riksbankens rapport Finansiell stabilitet publiceras två gånger om året. I rapporten presenterar Riksbanken sin samlade bedömning av riskerna och hoten mot det finansiella systemet och värderar systemets motståndskraft mot dessa. Arbetet med stabilitetsanalysen är därmed direkt kopplat till Riksbankens uppgift övervaka det finansiella systemet och målet om att bidra till att det är stabilt och effektivt. Genom att offentliggöra resultaten av sin analys vill Riksbanken uppmärksamma och varna för risker och händelser som kan innebära hot mot det finansiella systemet, samt bidra till debatten i ämnet.

Riksbankens direktion har behandlat rapporten vid två tillfällen – den 15 maj och den 27 maj 2024. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 23 maj.

Riksbanken och finansiell stabilitet

En förutsättning för att ekonomin ska fungera och växa är att det finansiella systemet fungerar väl. Det innebär att systemet ska kunna förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och hantera risker, samt vara tillräckligt motståndskraftigt för att i så hög grad som möjligt kunna upprätthålla dessa funktioner när störningar inträffar. Men systemet är känsligt eftersom dess centrala delar är sårbara. Exempelvis finansierar bankerna sin verksamhet på kort löptid men lånar ut på längre löptider, vilket gör dem beroende av allmänhetens och marknadens förtroende. Om detta går förlorat kan allvarliga problem snabbt uppstå. Aktörerna i det finansiella systemet är dessutom sammanlänkade, exempelvis genom att de lånar av varandra, finansierar sig på samma marknader eller har likartad verksamhet. Problem som uppstår hos en aktör, på en marknad eller i ett visst system, kan därför snabbt sprida sig, såväl direkt som via farhågor om att andra aktörer också ska få problem.

En kris i det finansiella systemet riskerar att leda till omfattande samhällsekonomiska kostnader. Det finansiella systemets betydelse i kombination med dess sårbarhet gör att staten har ett särskilt intresse av att förebygga hot mot den finansiella stabiliteten. Banker och andra marknadsaktörer har nämligen inte själva incitament att fullt ut ta hänsyn till de stabilitetsrisker som de kan ge upphov till. Om en kris, trots förebyggande åtgärder, skulle inträffa kan staten också behöva ingripa, vilket i så fall bör ske till en så låg kostnad som möjligt.

Riksbanken ska, enligt riksbankslagen, bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. En central uppgift är därför att övervaka det finansiella systemet. Det innefattar att identifiera risker för allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster, bedöma om det finansiella systemet är stabilt och effektivt samt redovisa bedömningarna. Riksbanken har också en särskild uppgift att övervaka den finansiella infrastrukturen och annan verksamhet som är av särskild betydelse för denna. I rapporten Finansiell stabilitet redovisar Riksbanken sina analyser och bedömningar om det finansiella systemets stabilitet och effektivitet två gånger per år.

Riksbanken har även viktiga likviditetsstödande uppgifter vid en eventuell finansiell kris. Riksbanken kan, för att motverka en allvarlig störning i det finansiella systemet i Sverige, erbjuda likviditetsstöd till ett eller flera finansiella företag eller marknader. Övervakningen av det finansiella systemet är centralt också för att Riksbanken ska kunna agera snabbt och effektivt vid en eventuell finansiell kris.

Riksbanken delar ansvaret för att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt med Finansdepartementet, Finansinspektionen och Riksgälden. Samspelet mellan myndigheterna är centralt både i det förebyggande arbetet och vid eventuell krishantering. Även samarbetet med myndigheter i andra länder är viktigt, eftersom de finansiella företagen ofta är gränsöverskridande.

Innehållsförteckning

1	Sammanfattande stabilitetsbedömning	6
1.1	Stabilitetsriskerna har minskat i närtid, men osäkerheten är stor	6
2	Det makrofinansiella läget	11
2.1	Lägre inflation men osäkerhet kvarstår	11
2.2	Osäkerhet om marknadsräntor ökar risker	17
3	Hushålls- och företagssektorn	19
3.1	Hushållen är motståndskraftiga men konsumtionen har minskat	19
3.2	Fastighetsföretagens finansiella utmaningar har minskat	25
4	Det svenska finansiella systemet	34
4.1	Storbankerna har god motståndskraft, men ökade risker för konsumtionskreditbankerna	34
4.2	Icke-banker är mer sammanlänkade än tidigare	42
4.3	Den finansiella infrastrukturen fungerar väl men det finns operativa risker	46
4.4	Mer sofistikerade cyberangrepp ökar kraven på beredskap	49
	FÖRDJUPNING – Hur påverkar kvantitativa åtstramningar bankerna?	52
	FÖRDJUPNING – Private equity: en växande marknad i förändring	59

I KORTHET – Riksbankens stabilitetsbedömning



Stabilitetsriskerna har minskat i närtid, men osäkerheten är stor. Till följd av en lägre inflation har utvecklingen på de finansiella marknaderna globalt präglats av förväntningar om räntesänkningar, vilket har bidragit till mindre strama finansiella förhållanden. Osäkerheten är dock stor, och om styrräntorna förblir höga länge så skulle det öka pressen på olika aktörer i det finansiella systemet. De geopolitiska riskerna är därtill fortsatt stora, vilket även bidrar till höga cyberrisker.



Åtgärder behövs för att stärka förtroendet för fastighetssektorn. Situationen för fastighetsföretagen har förbättrats jämfört med föregående stabilitetsrapport. Ränteuppgången har dock ännu inte fått fullt genomslag på deras finansieringskostnader, och det finns risk för att hyresmarknaden och fastighetsvärdena fortsätter att utvecklas svagt framöver. Sårbara fastighetsföretag behöver därför fortsätta att stärka sin balansräkning och minska sitt risktagande. För att stärka förtroendet för sektorn är det också viktigt att företagen ökar transparensen kring fastighetsvärderingar, och att kreditvärderingsinstituten ser över sina metoder så att kreditbetygen blir mer robusta.



Strukturella reformer på bostads- och bolånemarknaden skulle göra svensk ekonomi bättre rustad. Hushållens höga skuldsättning och korta räntebindningstider gör att ränteförändringar får stort genomslag, inte minst på konsumtionen som minskat tydligt. Makrotillsynsåtgärder har bidragit till att motståndskraften hos bolånetagarna har varit förhållandevis god, men för att hantera de grundläggande problemen på bostadsmarknaden behövs strukturella reformer.



Motståndskraften hos de svenska storbankerna är god, men riskerna är större för konsumtionskreditbankerna. För vissa av konsumtionskreditbankerna ökar kreditförlusterna. Allt fler av dessa banker ansluter sig också till så kallade insättningsplattformar, där inlåningen kan vara mer flyktig. Även om konsumtionskreditbankerna är mindre än storbankerna kan de vara systemviktiga som grupp. För att förbättra kreditprövningen för konsumtionslån är det angeläget att gå vidare med förslaget om ett register för låntagarnas samtliga krediter.



Ett makrotillsynsramverk bör införas för icke-banker. Icke-banksektorn blir allt mer komplex, med en större sammanlänkning mellan olika aktörer, men det saknas ett makrotillsynsramverk för sektorn. Dessutom kan framförallt fonder vara känsliga för större utflöden och därmed skapa stress på de tillgångsmarknader de investerar i. Riksbanken anser att fonderna ska implementera fler likviditetshanteringsverktyg, för att minska sina likviditetsrisker. De aktörer som sätter kraven för de fonder som erbjuds till pensionssparare eller som en del av livförsäkringsprodukter bör verka i denna riktning.

1 Sammanfattande stabilitetsbedömning

1.1 Stabilitetsriskerna har minskat i närtid, men osäkerheten är stor

Dämpad inflationsutveckling bidrar till förväntningar om lägre räntor

Inflationen har fortsatt att dämpas globalt, men utvecklingen har kommit att bli allt mer tudelad. I USA har bland annat den expansiva finanspolitiken bidragit till att tillväxten har utvecklats starkt och att nedgången i inflationen har stannat av de senaste månaderna. I euroområdet är tillväxten betydligt svagare och inflationen något lägre.

I ljuset av den mer dämpade inflationsutvecklingen har marknadsaktörers förväntningar på framtida styrräntor sjunkit sedan den föregående stabilitetsrapporten. Parallellt har aktiepriserna stigit och riskpremier för olika typer av riskfyllda obligationer sjunkit, vilket har bidragit till mindre strama finansiella förhållanden. Sammantaget har riskerna för det finansiella systemet minskat i närtid.

Osäkerheten kring de framtida räntorna är dock alltså betydande, vilket framgår av den höga volatiliteten på räntemarknaden. Om styrräntorna förblir höga länge, skulle det öka pressen på olika aktörer och marknader i det finansiella systemet. Detta inte minst eftersom värderingar på flera tillgångsmarknader är höga. De geopolitiska spänningarna utgör ytterligare en källa till osäkerhet, och skulle kunna utlösa nya globala utbudsstörningar som leder till att inflationen och räntorna stiger igen.

Bättre finansieringsvillkor för fastighetsföretagen, men operativa risker har ökat

Hittills har aktörerna i det svenska finansiella systemet klarat av de utmaningar som följt av den snabba uppgången i inflationen och räntorna, och det fungerar väl i dagsläget. Men utmaningarna har varit särskilt stora i vissa sektorer på grund av sårbarheter som länge präglat svensk ekonomi – inte minst i den kommersiella fastighetssektorn.

Överlag bedömer Riksbanken att situationen för fastighetsföretagen har förbättrats sedan den föregående stabilitetsrapporten. Finansieringsvillkoren på obligationsmarknaden är mer fördelaktiga och fler fastighetsföretag har emitterat obligationer. Många fastighetsföretag har dock fortfarande låga finansieringskostnader jämfört med marknadsräntorna och i takt med att de förnyar sina banklån, obligationer och räntederivat kommer deras finansieringskostnader att stiga. Utöver det har konjunkturnedgången i kombination med ökat distansarbete och nya arbetssätt bidragit till högre vakanser bland kontorsfastigheter. Om vakanser fortsätter att öka och räntorna blir kvar på höga nivåer kan det sätta press på såväl finansiella nyckeltal som fastighetsvärden. Det är därför viktigt att sårbara fastighetsföretag ytterligare stärker sina balansräkningar och minskar sitt risktagande.

Åtgärder behövs för att stärka förtroendet för fastighetssektorn

Det är idag svårt att bedöma huruvida fastighetsvärdena har justerats ned tillräckligt mycket i ljuset av det förändrade ekonomiska läget. Fastighetsvärderingar behöver bli mer transparenta. Dels behöver företagen tydligare redogöra för vilka antaganden som ligger till grund för gjorda värderingar, dels behöver informationen om transaktionerna bli mer utförlig. Mot den bakgrunden är det positivt att Finansinspektionen tagit initiativ till att förbättra informationsunderlaget i samband med transaktioner.

Att en stor del av fastighetsföretagens lån är tagna via företagsobligationsmarknaden medför att det är viktigt att denna fungerar väl och att bland annat kreditrisker värderas korrekt. En del av kreditvärderingsinstitutens agerande under 2022 och 2023 har väckt frågor om hur tillförlitliga deras bedömningar av företagens kreditrisker är. Trots att fastighetsföretagens sårbarheter var väl kända tog det lång tid för kreditvärderingsinstitutet att anpassa sina bedömningar. Flera fastighetsföretag som tidigare hade fått relativt höga kreditbetyg nedgraderades snabbt och ibland i flera steg på kort tid. Institutet bör därför se över sina metoder så att kreditbetygen blir mer robusta.

Hushållen har behövt göra betydande anpassningar

Hushållens höga skuldsättning och korta räntebindningstider har gjort att styrräntehöjningarna har fått en stor och snabb påverkan på deras ränteutgifter. Baserat på tidigare styrräntehöjningar och prognosen för styrräntan uppskattar Riksbanken att nästan hela den förväntade uppgången i bolåneräntorna har nått hushållen. Hushållen har minskat sin konsumtion relativt mycket, både i ett historiskt perspektiv och jämfört med andra länder. Motståndskraften hos bolånetagarna har dock varit förhållandevis god, och de har alltså goda förutsättningar att betala på sina lån. En bidragande faktor till det är kombinationen av amorteringskrav, bolånetak och bankernas kreditprövningar. Att arbetsmarknaden hittills har stått emot konjunktur nedgången förhållandevis väl har också underlättat för hushållen. För de bolånetagare som drabbas av inkomstbortfall och får problem med att betala sina lån, är det positivt att amorteringskraven är utformade med en viss flexibilitet där bolånetagare kan få undantag vid särskilda skäl.

Många hushåll har dock en ansträngd privatekonomi och antalet hushåll som ansökte om skuldsanering ökade tydligt under 2023. Ofta kommer problemen från olika former av konsumtionslån, snarare än bolån, och det finns indikationer på att kreditprövningen för dessa lån kan vara bristfällig. Det är därför viktigt att gå vidare med förslagen i Överskuldsettingsutredningens betänkande, särskilt förslaget om ett register för låntagarnas samtliga krediter.¹

För att svensk ekonomi ska bli bättre rustad mot störningar behövs strukturella reformer på bostads- och bolånemarknaden. I första hand behövs en bred översyn av bostads- och skattepolitiken, bland annat avseende ränteavdragen, beskattningen av fastigheter och regelverket kring nyproduktion av bostäder. Utredningsförslaget om en ändrad ränteskilnadsersättning skulle därtill ge hushållen större incitament att

¹ Se *Ett förstärkt konsumentskydd mot riskfylld kreditgivning och överskuldsetting*, juli 2023.

välja lån med längre räntebindningstid, och det är därför viktigt att det leder fram till en förändring.² Bättre statistiska uppgifter om fördelningen av hushållens skulder och tillgångar skulle vara av stor nytta för både Riksbanken och Finansinspektionen. I första hand vore det därför önskvärt att implementera utredningsförslaget om en ny statistik över hushållens tillgångar och skulder.³ Men även en mindre omfattande insamling från ett representativt urval av hushåll skulle möjliggöra en bättre analys.

God motståndskraft bland de svenska storbankerna, men ökade risker för konsumtionskreditbankerna

Lönsamheten bland de svenska storbankerna är historiskt hög. En bidragande faktor till det är att de har kunnat öka sina utlåningsräntor mer än vad kostnaden för deras finansiering har ökat. Framöver kan dock marginalen mellan bankernas utlåningsräntor och räntorna de finansierar utlåningen med minska. Efterfrågan har ökat på spar-konton med högre ränta, vilket bidragit till att bankernas kostnader för inlåningen ökat. Utöver det minskar Riksbanken sitt tillgångsinnehav vilket gör att bankerna i högre grad behöver förlita sig på marknadsfinansiering, som vanligtvis är dyrare (se fördjupningen "Hur påverkar kvantitativ åtstramning bankerna?"). Sammantaget kan storbankernas höga lönsamhet därför komma att dämpas framöver.

Det svenska banksystemet har en stor exponering mot fastighetsföretagen. Riksbanken har gjort stresstester för att få en uppfattning om hur storbankerna skulle kunna påverkas om fastighetsföretagens finansiella situation försämras. Stresstesterna indikerar att förlusterna på lånen till fastighetsföretagen kan bli betydande, men i dagsläget bedömer Riksbanken att de svenska storbankerna kan hantera en situation där läget på den kommersiella fastighetsmarknaden förvärras.

Till skillnad från storbankerna har konsumtionskreditbankerna gjort allt större kreditförluster de senaste åren, vilket bidragit till deras förhållandevis låga lönsamhet. En ny trend är att allt fler konsumtionskreditbanker valt att ansluta sig till större insättningsplattformar, där insättare enkelt kan byta konto för att till exempel få en högre ränta. Den typen av plattformar kan främja konkurrensen på bankmarknaden, men skulle även kunna göra inlåningen mer flyktig. Även om dessa aktörer är mindre än storbankerna kan de vara systemviktiga som grupp. Erfarenheterna från bankoron i USA under våren 2023 visar att det lätt kan uppstå problem av mer systemövergripande karaktär ifall finansiärer uppfattar att flera banker har liknande problem.

Det behövs ett makrotillsynsramverk för icke-banker

Icke-banker har kommit att utgöra en allt större och viktigare del av både det svenska och det globala finansiella systemet. Den här sektorn består av flera olika aktörer – däribland fonder, försäkrings- och pensionsföretag samt riskkapitalbolag (se fördjupningen "Private equity: en växande marknad i förändring") – och står nu för en stor andel av kapitalförsörjningen till den reala ekonomin. I många fall är dessa aktörer också sammanlänkade med banksektorn. Till skillnad från banksektorn finns det dock inte något makrotillsynsramverk för icke-banker trots att dessa aktörer kan störa såväl

² Se *Utredning om ändrade regler för beräkning av ränteskillnadsersättning*, oktober 2023.

³ Se *En ny statistik över hushållens tillgångar och skulder*, november 2022.

det finansiella systemet som den reala ekonomin. Riksbanken välkomnar därför EU-kommissionens konsultation om att införa ett sådant ramverk inom EU, och anser att det är viktigt att det kommer på plats. Ett regulatoriskt samarbete och reciprocitet är också avgörande för att det ska fungera väl.⁴

Fonder kan vara känsliga för större utflöden, vilket i sin tur kan skapa stress på marknaden för de tillgångar som fonderna investerar i. Det finns därför ett behov av att minska fondernas likviditetsrisker, särskilt för företagsobligationsfonder. Riksbanken förordar därför att de bör implementera justerat försäljnings- och inlösenpris, så kallat swing pricing. Riksbanken välkomnar även det kommande EU-direktivet som snart kommer att ställa högre krav på att fonder använder fler likviditetshanteringsverktyg för att minska sina likviditetsrisker.

Fondförvaltare ansvarar för att hantera likviditetsrisker i de fonder de erbjuder. För att deras fonder ska kunna erbjudas till pensionssparare eller som en del av livförsäkrings- och tjänstepensionsprodukter måste de uppfylla de krav som livförsäkrings- och pensionsföretagen, premiepensionssystemet (för premiepension) och arbetsmarknadens parter (för tjänstepension) ställer. I vissa fall styr dessa krav fonderna till att erbjuda mer likvida fondandelar, trots att detta kan ha negativa effekter både för pensionsspararna och för den finansiella stabiliteten. Det är därför viktigt att pensionsaktörernas krav för de fonder som de erbjuder pensionsspararna inte skapar incitament att byta fonder under stress samt uppmuntrar till god likviditetshantering, exempelvis genom krav på likviditetshanteringsverktyg och/eller lägre handelsfrekvens för fonder med mindre likvida tillgångar.

Arbetet med att stärka cybersäkerheten behöver intensifieras

Cyberhotet är alltjämt betydande och förstärks av de förhöjda geopolitiska riskerna. De simulerade angreppstester som Riksbanken genomför inom ramen för TIBER-SE indikerar att förmågan hos finansiella aktörer att upptäcka försök till attacker eller pågående attacker har utvecklats. Även om så är fallet finns det en risk för att arbetet inte sker i samma takt som hotaktörernas verktyg och metoder utvecklas. De finansiella aktörerna behöver därför stärka sin motståndskraft ytterligare, bland annat genom att säkerställa att de har förmåga att återställa sina IT-miljöer om ett angrepp lyckas.

För att skapa bättre förutsättningar att förebygga och hantera cyberattacker behöver styrningen över olika funktioner samt ansvarsfördelningen mellan olika myndigheter tydliggöras. I detta hänseende är utredningsförslaget om att Försvarets radioanstalt (FRA) ska bli ny huvudman för det nationella cybersäkerhetscentret (NCSC) positivt. Utredningsförslaget om att Riksbanken ska leda en krishanterande funktion vid allvarliga driftstörningar, till exempel vid en större cyberincident, är också ett viktigt steg.

⁴ *Regulatoriskt samarbete* (eng: regulatory cooperation) handlar om att samordna regler och deras tillämpning över olika jurisdiktioner. *Reciprocitet* innebär i detta sammanhang att länder erkänner varandras makrotillsynsåtgärder.

DORA-förordningen kommer att ställa högre krav på cybersäkerheten hos många företag.⁵ Kraven innefattar att företagen ska kunna hantera IT-risker, rapportera IT-incidenter, testa sina IT-system samt hantera risker kopplade till tredjepartsleverantörer. Det är dock av stor vikt att även de aktörer som är betydelsefulla för det finansiella systemet, såsom Getswish, Finansiell ID-Teknik, Bankgirot och RIX, men som inte omfattas av förordningen, förhåller sig till kraven i DORA och eftersträvar samma nivå av motståndskraft.⁶

Den finansiella infrastrukturen behöver moderniseras

Det pågår stora förändringar på betalnings- och värdepappersområdet i både Sverige och övriga Europa. Det är viktigt att den svenska finansiella infrastrukturen följer med i den strukturomvandling som sker. RIX och Euroclear Sweden, som utgör den befintliga infrastrukturen för avveckling av betalningar, behöver därför modernisera sina system för att de inte ska avvika från övriga Europa. Det handlar bland annat om att harmonisera processer, möjliggöra inträde av nya aktörer och införa ny teknik, utveckla nya tjänster samt vidareutveckla tekniska system. I juni 2024 planerar Riksbanken att besluta om huruvida Sverige ska ansluta den befintliga avvecklingsinfrastrukturen till Eurosystemets plattformar. Oavsett vilket beslut Riksbanken fattar behöver både Euroclear Sweden och RIX planera för att modernisera sina system för att möta framtidens behov. Detta är nödvändigt för att den svenska avvecklingsinfrastrukturen ska vara fortsatt stabil och effektiv i framtiden.

Riksbanken har tidigare påtalat behovet av en ny och säker betalinfrastruktur i Sverige. Bankgirot är det infrastrukturföretag som tillhandhåller clearing av massbetalningar i Sverige och har fått i uppdrag av sina ägarbanker att utveckla en ny infrastruktur. Uppdraget innebär en stor utmaning för Bankgirot som behöver säkerställa att dess befintliga system är tillgängliga och säkra under övergången till den nya infrastrukturen. Bankgirots ägare behöver därför fortsatt se till att Bankgirot har tillräckliga resurser för att genomföra sitt uppdrag och att förändringsarbetet går framåt.

⁵ DORA avser EU-förordningen Digital Operational Resilience Act som träder i kraft i januari 2025.

⁶ Dora-förordningen riktar sig till de flesta företag som idag står under Finansinspektionens tillsyn med undantag för clearingbolag, varav Bankgirot inte omfattas. Getswish AB, Finansiell ID-Teknik och RIX är exempel på aktörer som inte står under Finansinspektionens tillsyn, men som övervakas av Riksbanken.

2 Det makrofinansiella läget

De finansiella marknaderna har utvecklats starkt på förväntningar om en mjuklandning av ekonomin där tillväxten förbättras i takt med sänkta räntor samtidigt som inflationen stabiliseras runt målen. Fallande riskpremier har minskat stabilitetsriskerna i närtid och underlättat återhämtningen i ekonomin. Samtidigt visar volatila marknadsräntor under våren att det råder osäkerhet om inflationsutvecklingen framåt och när räntesänkningar är möjliga, i synnerhet i USA. Skuldsättningen är fortsatt hög i delar av ekonomierna, vilket ökar sårbarheterna och risken för bakslag med stigande riskpremier om inte räntor faller i linje med marknadens förväntningar. Dessutom är de geopolitiska riskerna fortsatt höga och kan försvåra centralbankernas balansgång. På längre sikt är också ökade offentliga skulder och stora underskott i flera stora ekonomier ett problem som riskerar att pressa upp långa marknadsräntor när utbudet av statsobligationer ökar.

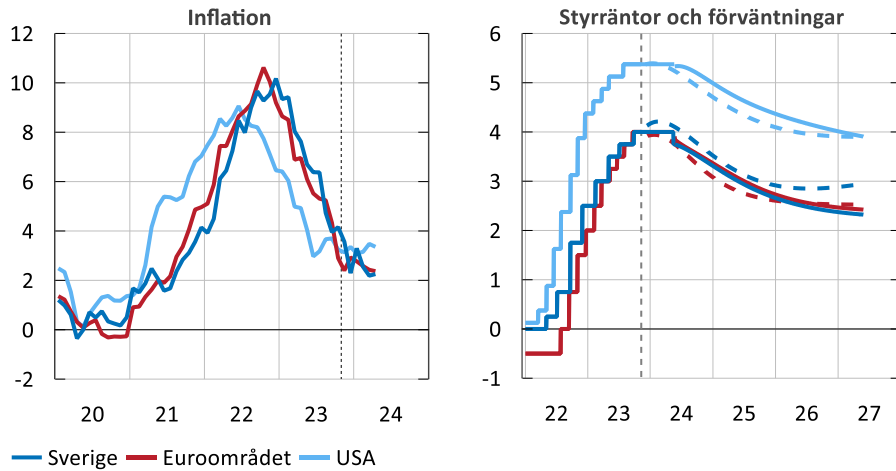
2.1 Lägre inflation men osäkerhet kvarstår

Den ekonomiska utvecklingen skiljer sig mellan Europa och USA

Centralbankers strama penningpolitik har bidragit till att inflationen faller och närmar sig målnivåerna på flera håll i världen (se Diagram 1). Centralbanker i Europa och USA har sedan den förra stabilitetsrapporten därför börjat signalera att perioden då styrräntorna höjs är över och att nästa steg är sänkningar. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har präglats av olika grader av förväntningar om globala räntesänkningar och generellt ökad riskaptit. De mest optimistiska förväntningarna som fanns på snabba räntesänkningar har dock dämpats framförallt till följd av starkare ekonomisk utveckling i USA. Betydligt svagare ekonomisk utveckling och mer gynnsamma inflationsutfall i euroområdet under senvåren har ändrat förväntningarna till att den Europeiska centralbanken (ECB) kommer att sänka sin styrränta före amerikanska Federal Reserve som förväntas skjuta upp sänkningar (se Diagram 1). I Sverige sänktes styrräntan i maj med 0,25 procentenheter till 3,75 procent och enligt marknadsprissättningen förväntas ytterligare ungefär två räntesänkningar under året, vilket är ungefär samma räntebana som förväntas för ECB.

Diagram 1. Inflation och styrräntor

Årlig procentuell förändring, procent



Anm. Diagrammet till vänster avser KPI för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten. Diagrammet till höger avser centralbankernas styrräntor och styrränteförväntningar enligt marknadsprissättning. Heldragna linjer avser prissättning 2024-05-23. Streckade linjer i höger diagram avser prissättning vid tillfället för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

Källor: Eurostat, nationella centralbanker, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

En ökad ränteskillnad mellan USA och andra länder kan leda till en generellt starkare USD, vilket skulle öka inflationsrisken i de valutaområden där valutan försvagas och försvåra för centralbankerna att sänka räntor trots svag ekonomisk utveckling. Ofta har USA gått före i penningpolitiska skiften, denna gång är förutsättningarna anorlunda, vilket skapar en extra osäkerhet om hur mycket ECB och övriga centralbanker kan sänka styrräntor samtidigt som Federal Reserve eventuellt tvingas avvakta. Fortsatt höga styrräntor i USA riskerar också att kyla av de finansiella marknaderna globalt och öka riskpremier.

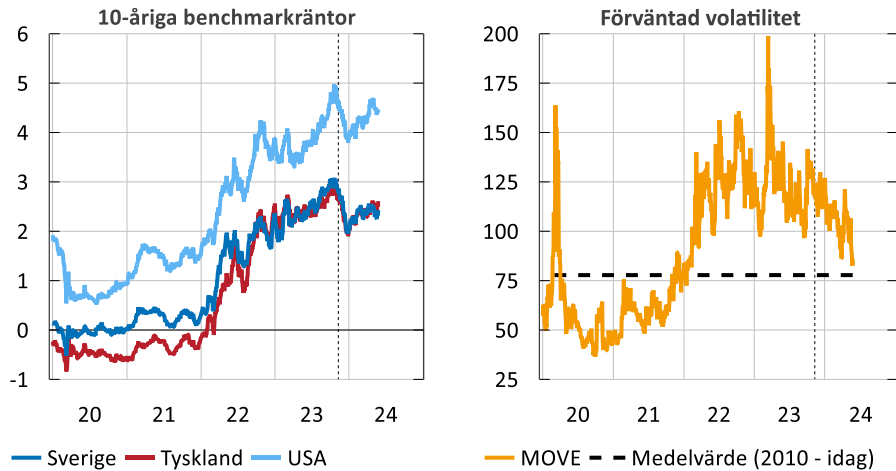
De geopolitiska riskerna är fortsatt höga på grund av Rysslands pågående invasion i Ukraina och konflikten i Mellanöstern. Detta bidrar till ökad osäkerhet om hur exempelvis utvecklingen av världsmarknadspriser på råvaror och transportkostnader ska utvecklas. Ytterligare eskalering av konflikterna kan därför orsaka negativa effekter på den globala realekonomin och öka riskpremier på de finansiella marknaderna.

Stora rörelser i långa marknadsräntor

De långa marknadsräntorna började falla efter att marknaden i november 2023 på allvar vågade hoppas att Federal Reserve hade höjt klart räntan och att sänkningar under 2024 var nästa steg. De tioåriga statsobligationsräntorna föll med lite drygt en procentenhet fram till årsskiftet i såväl USA som Tyskland och Sverige (se Diagram 2, vänster). En betydande del av den räntenedgången har utraderats under 2024 då förväntningar om sänkningar av styrräntor minskat. Volatiliteten i de långa marknadsräntorna har ännu inte haft några stora effekter på andra finansiella tillgångar som under samma period fortsatt att utvecklas starkt (se Diagram 2, höger).

Diagram 2. Statsobligationsräntor och förväntad volatilitet på obligationsmarknaden

Procent, index



Anm. Diagrammet till höger visar förväntad volatilitet på den amerikanska obligationsmarknaden baserad på optionsprissättning. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

Källor: Macrobond, U.S. Department of Treasury och Riksbanken.

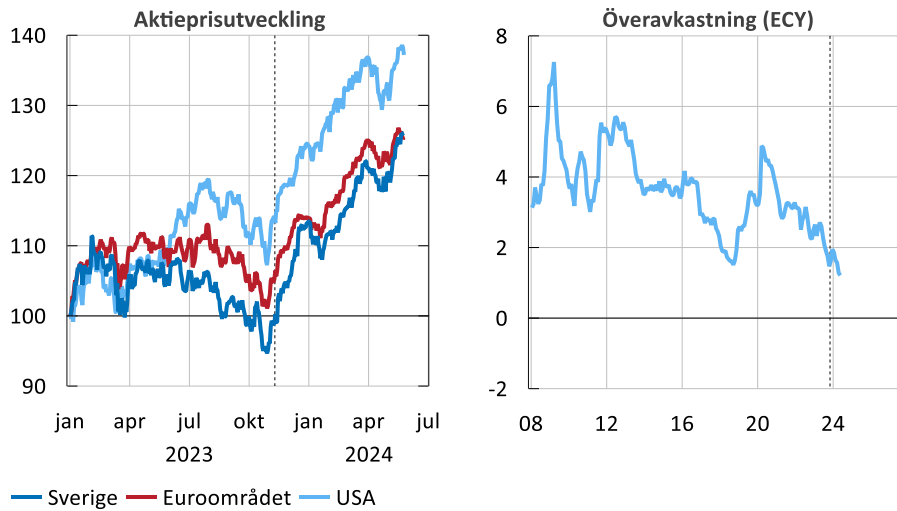
Höga aktievärderingar kan öka risken för betydande prisfall

I stort sett alla ledande börsindex har stigit kraftigt sedan förra rapporten (se Diagram 3, vänster). Bakom utvecklingen ligger förväntningar om en lyckad mjuklandning av ekonomierna men också förhoppningar om bättre vinstutveckling, bland annat drivet av ett förväntat tekniksprång tack vare en snabb utveckling och ökad användning av AI-teknik inom flera branscher. Kryptotillgångar, däribland Bitcoin, har också utvecklats starkt under inledningen av 2024.⁷ Vanliga mått på aktiemarknadsvärderingar såsom vinst per aktie relativt marknadsräntor samt en generellt låg volatilitet indikerar att värderingar på vissa håll nu är höga, detta gäller främst i USA och i synnerhet inom tekniksektorn (se Diagram 3, höger). Höga värderingar kan öka risken för betydande prisfall. Ytterligare uppskjutna räntesänkningar eller geopolitiska händelser är konkreta risker på kort sikt. På längre sikt finns risk för att marknaden har överskattat vinstutvecklingen och AI-teknikens positiva effekter. Större kursfall riskerar att spridas till andra tillgångsmarknader och öka de finansiella stabilitetsriskerna.

⁷ Börshandlade fonder, eller på engelska Exchange Traded Funds (ETFs), följer utvecklingen på den underliggande tillgången, t ex ett index eller en valuta. I januari godkände amerikanska myndigheter elva ETFs som möjliggör för investerare att ha en finansiell exponering mot Bitcoin. ETFs som enbart erbjuder en tillgång är inte tillåtna i Europa, men svenska investerare kan köpa diversifierade ETFs som inkluderar Bitcoin, samt mer risk-fyllda börshandlade noter (ETNs) och så kallade trackers.

Diagram 3. Aktieprisutvecklingen och aktievärderingsmått

Index, 2023-01-02 = 100, procentenheter



Anm. Diagrammet till vänster avser aktieindex OMX Stockholm PI för Sverige, EURO STOXX för euroområdet och S&P 500 för USA. Diagrammet till höger avser Excess CAPE Yield (ECY), som är ett aktievärderingsmått baserat på amerikanska S&P 500. Det beräknas som inversen av Robert Shillers konjunkturjusterade P/E-tal (CAPE), alltså den så kallade vinstavkastningen, minus den 10-åriga reala statsobligationsräntan. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

Källor: Macrobond och Robert Shillers webbplats.

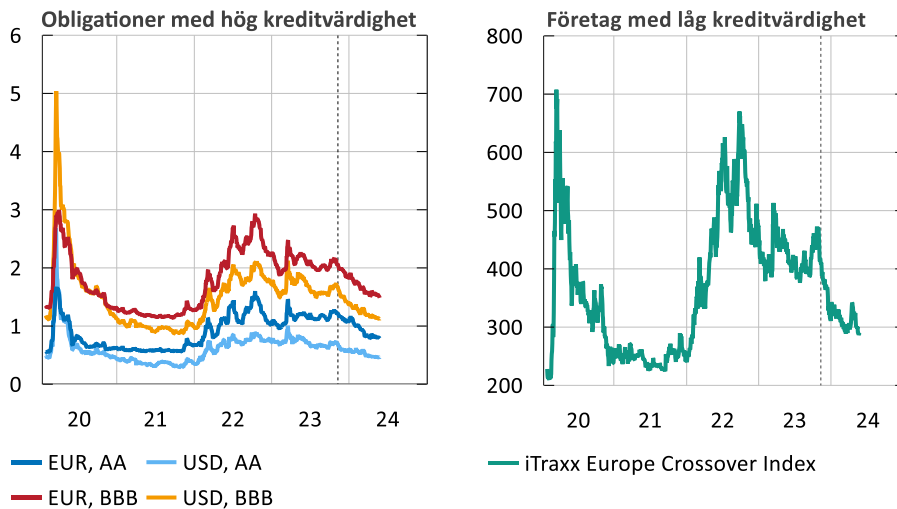
Stark kreditmarknad trots förhöjda kreditrisker

Kreditmarknaden har precis som börserna utvecklats starkt i förväntan om mjuklandning i ekonomierna. Riskpremierna har fallit för de flesta låntagarkategorier, även för obligationer med högre kreditrisk, och emissionsvolymerna har varit stora (se Diagram 4). Det gällde även under vårens uppgång i statsobligationsräntor. En liknande utveckling har också skett i den svenska marknaden för företagsobligationer, där även riskpremier för de pressade fastighetsbolagen har sjunkit under våren.

Samtidigt har kreditriskerna ökat i många företag under perioden med räntehöjningar och svag tillväxt. Detta gäller främst för företag med svagare kreditvärdighet i utsatta sektorer. I Europa har exempelvis fler kreditbetyg sänkts än höjts för låntagare med hög kreditrisk under de senaste fyra kvartalen.⁸ Om perioden av höga räntor blir mer utdragen och konjunkturutsikterna försämras kan en sådan utveckling förstärkas med högre riskpremier som följd. Den kommersiella fastighetssektorn har i flera länder pressats till följd av högre räntor. I de länder där efterfrågan på kontor dessutom varit svag har pressen varit än mer påtaglig (se faktaruta "Utmaningar för fastighetsbolag globalt").

⁸ Avser High yield, det vill säga företag med kreditbetyg BB+/Ba1 eller lägre, enligt S&P. Kvoten mellan antalet sänkta och antalet höjda kreditbetyg var cirka 2,1 under andra kvartalet 2024 (Bloomberg).

Diagram 4. Riskpremier för europeiska och amerikanska företagsobligationer
Procentenheter, räntepunkter



Anm. Diagrammet till vänster avser ränteskillnaden mellan 5-åriga företagsobligationer med höga kreditbetyg (investment grade) och motsvarande statsobligationsräntor. Diagrammet till höger avser likaviktat index som visar ränteskillnaden mellan 5-åriga credit default swaps för 75 europeiska företag med kreditbetyg lägre än investment grade och motsvarande swapränta. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

Källor: Bloomberg, Macrobond, U.S. Department of Treasury och Riksbanken.

FAKTA – Utmaningar för fastighetsföretag globalt

Sedan marknadsräntorna började stiga under början av 2022 har fastighetsföretag i många delar av världen drabbats av högre räntekostnader och många har gjort stora nedskrivningar av sina fastighetsvärden.

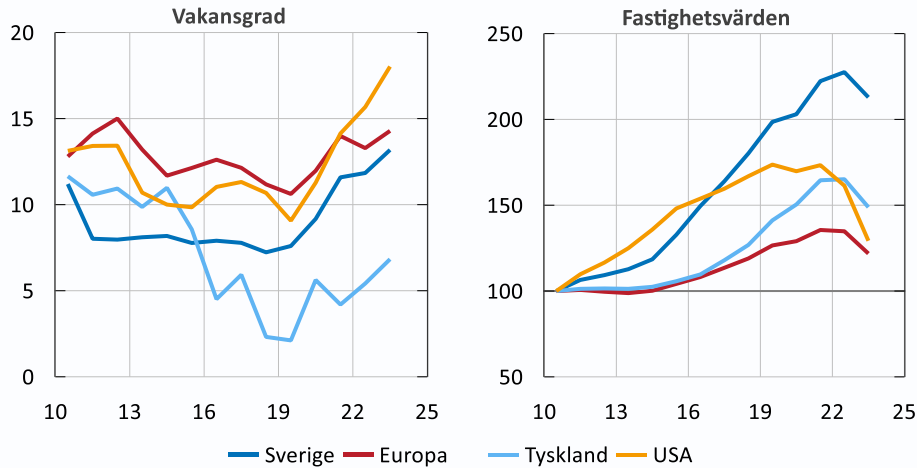
Därtill har vakansgraderna, framför allt för kontorsfastigheter, ökat under flera år. Det följer bland annat av att efterfrågan på kontor har minskat som följd av ett ökat distansarbete. I stora delar av Europa var det relativt vanligt med distansarbete före pandemin, men i USA var det relativt ovanligt. Således har efterfrågan på kontorsyta minskat framför allt i USA och särskilt i större städer där kontorsanställda har lång res-tid. Vakansgraden i USA är därmed betydligt högre än i Europa.

Hyresnivån spelar också en viktig roll för fastigheters värde. I Sverige och Tyskland är stora delar av hyreskontrakten för kontor indexerade, exempelvis med konsumentprisindex. Det innebär att fastighetsföretagen i viss mån kompenseras för de senaste årens allt högre kostnader. I USA är kontrakten oftast inte indexerade på samma sätt. De löper dessutom ofta över en längre tidsperiod, och hyresnivåerna omförhandlas därmed mer sällan. Tillsammans med de ökade vakanserna kan detta ha bidragit till att värdena för kontorsfastigheter har skrivits ner mer i USA än i Europa (se Diagram

5). Överlag har värdena på kontorsfastigheter skrivits ner mer än i övriga segment, så som handel, hyresbostäder och hotell.

Diagram 5. Utveckling av vakanser och fastighetsvärden för kontorsfastigheter

Procent, index, 2010-12-31 = 100



Anm. Europa inkluderar inte Storbritannien för fastighetsvärden men däremot för vakanser. Vakanserna visar en finansiell vakansgrad för Tyskland och Sverige. För USA och Europa baseras vakanserna på lokalyta. Vakanserna har ökat mer i större städer än i länderna totalt, då det oftast finns en högre naturlig vakansgrad i mindre städer och på landsbygden.

Källa: MSCI.

Utvecklingen har lett till att många fastighetsföretags finansiella ställning har försämrats. Detta påverkar även banksektorn eftersom utlåning till fastighetsföretag ofta utgör en betydande del av bankers utlåning. Exempelvis går nästan en fjärdedel av amerikanska bankers totala utlåning till fastighetsföretag. I Sverige och Tyskland är motsvarande siffra 17 respektive 10 procent, vilket är relativt högt jämfört med andra europeiska länder.⁹

I USA har framför allt regionala banker behövt skriva ner värdena på de fastigheter som de har tagit som säkerhet. Det har bidragit till att flera av dessa banker har stramat åt sina villkor för utlåning till fastighetsföretag, vilket i sin tur har försämrat situationen ytterligare för dessa företag. Några tyska banker har lånat ut till företag som äger kontorsfastigheter i USA, och de har också behövt skriva ner värdena på sina säkerheter och göra reserveringar för eventuella kreditförluster. Svenska banker har än så länge redovisat begränsade kreditförlustreserveringar kopplat till deras utlåning till fastighetsföretag.

Påverkan på den amerikanska banksektorn är hittills förhållandevis begränsad. Skulle marknadsräntor bestå på en hög nivå och kontorshyresmarknaden fortsätta att utvecklas svagt riskerar utmaningarna för banker i såväl USA som andra länder att öka. Om de amerikanska bankerna skulle få problem kan det få spridningseffekter till de finansiella marknaderna.

⁹ Se *Global Financial Stability Report*, oktober 2023, Internationella valutafonden.

2.2 Osäkerhet om marknadsräntor ökar risker

Ökande offentliga skulder och stort utbud av statsobligationer

Frågan om ifall ökade offentliga skulder och risken för att ökad statlig upplåning kan höja långa marknadsräntor är inte ny. Högre marknadsräntor och ytterligare statsfinansiell expansion under coronapandemin har dock ökat sårbarheterna. De offentliga skulderna i många avancerade ekonomier var stora redan före pandemin, men kvantitativa lättnader innebär att en betydande del av staternas emissionsvolym köptes av centralbanker. Med dagens betydligt högre räntor och centralbanker som minskar sina innehav av statsobligationer genom kvantitativa åtstramningar, finns det större risker för att det ökade utbudet av statsobligationer kan skapa ökad volatilitet och kräva en högre räntenivå för att investerare ska kunna absorbera de ökande volymerna. Nya marginalköpare såsom hedgefonder har blivit viktigare, men dessa är ofta högt belånade och därmed mer priskänsliga. Det innebär att de, i ett läge där finansieringskostnaderna stiger, kan tvingas sälja statsobligationer och därmed förstärka marknadsrörelser.¹⁰

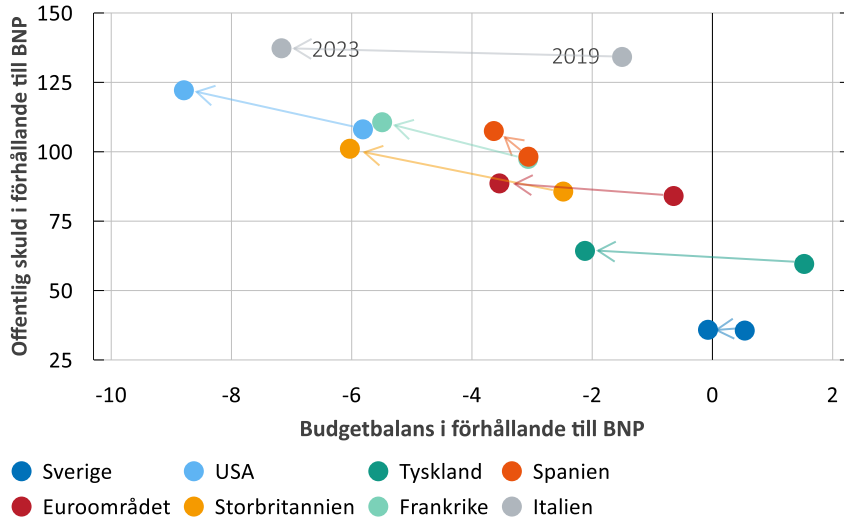
Den amerikanska offentliga bruttoskulden har ökat i allt snabbare takt under senare år och uppgår till historiskt höga 122 procent av BNP under 2023 (se Diagram 6). Samtidigt uppgick det amerikanska budgetunderskottet till 8,8 procent av BNP.¹¹ Flera andra länder, även bland Europas större ekonomier, har också ökat sina skulder betydligt under pandemiåren och underskotten är fortsatt stora. I Europa tenderar ökad oro för finansieringen av offentliga skulder att driva upp marknadsräntorna för länder med högst skuldsättning relativt Tyskland. Ränteskillnaderna mellan euroområdet länder har dock minskat sedan den senaste stabilitetsrapporten i linje med en generell ökad riskvilja. Ökat fokus på skuldfrågan och högre marknadsräntor som fördyrar refinansiering av såväl förfallande skuld som finansiering av löpande underskott riskerar dock att bryta utvecklingen (se Diagram 7). Länder med skuldproblem blir extra sårbara om det inte finns tydliga planer att återgå till en långsiktigt hållbar budgetpolitik. Det är också angeläget att länder minskar sina skulder för att istället kunna bygga upp en buffert för att kunna hantera framtida kriser. Strukturella faktorer kan dock göra det svårt att genomföra finanspolitiska åtstramningar. Exempelvis väntas länder behöva genomföra stora satsningar på upprustning av försvar och infrastruktur samt åtgärder för att hantera klimatförändringarna. Sådana åtgärder kan vara svåra att skjuta på framtiden, eftersom det kan bli mer kostsamt än att vidta dem i närtid.

¹⁰ Se Högre räntor utmanar affärsmodeller, i kapitel 2.2 *Finansiell stabilitet 2023:2*, Sveriges riksbank.

¹¹ Se *Fiscal Monitor*, April 2024, Internationella valutafonden.

Diagram 6. Offentlig skuld och budgetbalans i förhållande till BNP

Procent

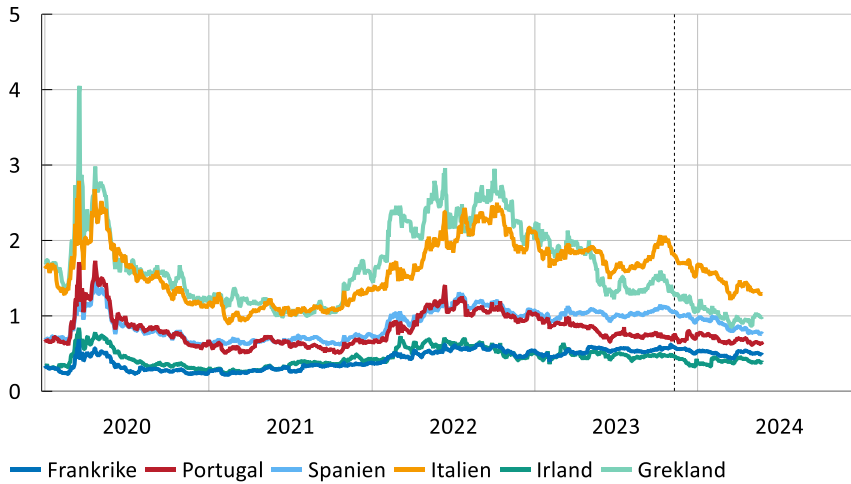


Anm. Siffror avser bruttoskuld för 2019 respektive 2023, där pilspetsen pekar mot värdet för 2023.

Källor: Internationella valutafonden, Macrobond och Riksbanken.

Diagram 7. EU-länders ränteskillnader i förhållande till Tyskland

Procentenheter



Anm. Avser 10-åriga benchmarkräntor. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten. Sverige har en låg offentlig skuldsättning och den 10-åriga benchmarkräntan har under de senaste cirka två åren noterats på ungefär samma nivåer som den tyska, se Diagram 2 ovan.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

3 Hushålls- och företagssektorn

Motståndskraften bland bolånetagare har överlag varit god, men för många hushåll har privatekonomin varit ansträngd och antalet ansökningar om betalningsföreläggande har ökat. Konsumtionen har också minskat tydligt, vilket tillsammans med högre kostnader utmanar intjänningen hos hushållsnära företag. Som följd ökar konkurserna framför allt inom bygg, handel, restaurang och hushållsnära tjänster. Det högre ränteläget har varit särskilt utmanande för högt skuldsatta fastighetsföretag, som tvingats vidta åtgärder för att förbättra sin finansiella situation. De ökade konkurserna och fastighetsföretagens utmaningar har hittills haft begränsade konsekvenser för företagens långgivare. Även om fastighetsföretagens finansiella förutsättningar förbättrats finns det fortsatt utmaningar kopplade till stigande finansieringskostnader och en lägre efterfrågan på lokaler.

3.1 Hushållen är motståndskraftiga men konsumtionen har minskat

Hushållen har behövt göra stora anpassningar

Hög inflation och högre räntor har de senaste åren tyngt hushållssektorn. Konsumtionen har minskat tydligt sedan Riksbanken började höja styrräntan 2022 och utvecklingen är svag både i ett historiskt perspektiv och i jämförelse med andra länder.¹² En viktig förklaring till detta är att de svenska hushållen är högt skuldsatta. Hushållens skulder har dämpats de senaste åren, men de har ökat snabbare än inkomsterna under lång tid. Skulderna som andel av disponibla inkomster, det vill säga skuldkvoten, var 186 procent i slutet av 2023. Det är framför allt bolånen som har bidragit till detta – vid slutet av 2023 hade drygt 2,3 miljoner hushåll ett bolån.¹³ Knappt 65 procent av volymen bolån har dessutom en räntebindningstid som är tre månader eller kortare. Den stora andelen bolån med korta räntebindningstider innebär att Riksbankens räntehöjningar har fått ett stort och snabbt genomslag på hushållens kassaflöden. Baserat på tidigare styrräntehöjningar och prognosen för styrräntan uppskattar Riksbanken att nästan hela den förväntade uppgången i bolåneräntorna har nått hushållen.

Sedan januari 2022 har hushållens genomsnittliga bolåneränta ökat från ungefär 1,5 till 4,8 procent. Under samma period har hushållens genomsnittliga ränta för konsumtionslån ökat från knappt 7,2 till 9,4 procent.¹⁴ Det har gjort att den så kallade

¹² Se diagram A.1 i Diagramappendix.

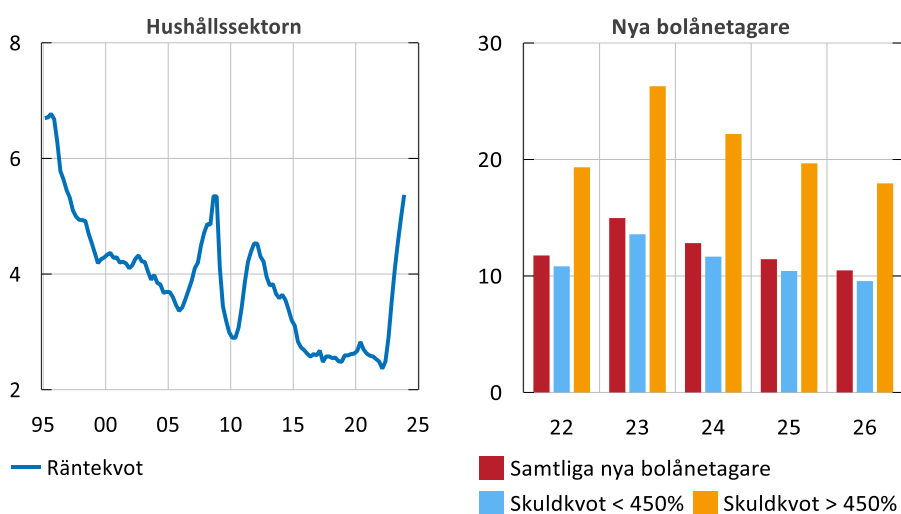
¹³ Antalet hushåll med bolån kommer från de aggregerade uppgifterna Finansinspektionen samlar in i samband med deras fördjupade analys av bolån.

¹⁴ Den genomsnittliga räntan för samtliga lån hushållen möter har ökat från ungefär 3,4 procent till 6,6 procent under perioden enligt SCB:s Finansmarknadsstatistik.

räntekvoten, som visar hur stora hushållens ränteutgifter är i förhållande till deras disponibla inkomst, har ökat snabbt. I slutet av slutet av 2023 var räntekvoten tre procentenheter högre än i början av 2022 (se Diagram 8). Riksbanken har också beräknat hur nya bolånetagares räntekvot kan komma att utvecklas de kommande åren, baserat på prognosen för styrräntan i mars och data från Finansinspektionen. Resultaten visar att de hushåll som tog ett nytt bolån under hösten 2022 kommer att ha något lägre räntekvot 2026, även om bolåneräntorna då förväntas vara något högre än 2022 givet nuvarande prognos för styrräntan (se Diagram 8).¹⁵ Det beror på att hushållen amorterar och att deras disponibla inkomst förväntas öka under perioden.

Diagram 8. Hushållssektorns och nya bolånetagares räntekvot

Procent



Anm. Diagrammet till vänster avser hushållens samlade ränteutgifter som andel av de säsongsjusterade disponibla inkomsterna. Beräkningen utgår från att alla kan nyttja 30 procentens ränteadrag. Diagrammet till höger visar hur räntekvoten utvecklas över tid för hushåll som var nya bolånetagare (exklusive de som utökade sina befintliga bolån) i Finansinspektionens stickprov från 2022. Staplarna visar framskrivningar till december varje år. Beräkningen tar hänsyn till räntor, amorteringar, räntebindingstider och löneökningar.

Källor: SCB och Riksbanken.

De högre räntorna påverkar även bostadsrättsföreningar, som har behövt eller kan komma att behöva höja avgiften för deras medlemmar. För föreningar som inte tagit höjd för högre räntor, kan det innebära förhållandevis stora avgiftshöjningar (se faktaruta "Högre räntor påverkar bostadsrättsavgifterna").

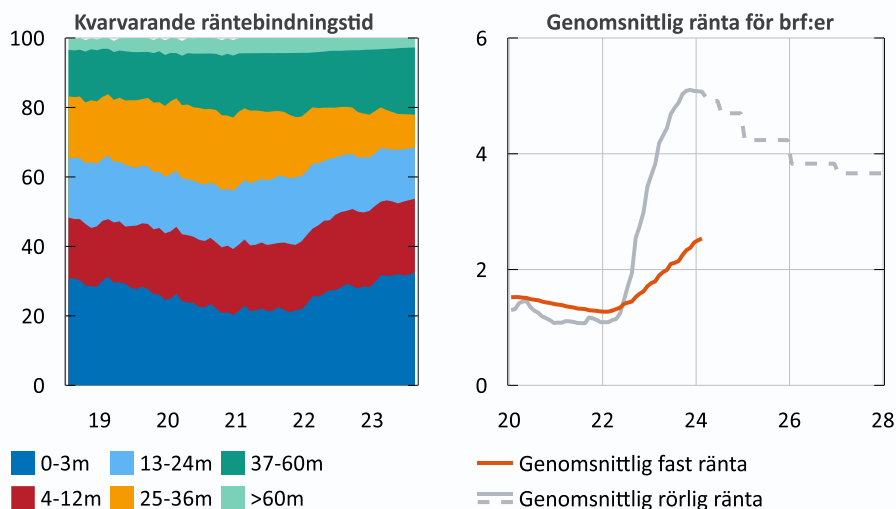
¹⁵ Se *Penningpolitisk rapport*, mars 2024, Sveriges riksbank.

FAKTA – Högre räntor påverkar bostadsrättsavgifterna ¹⁶

Bostadsrättsföreningar har generellt längre räntebindingstider än hushåll, vilket innebär att de ännu inte fullt ut har påverkats av de senaste årens höjningar av styrräntan. Knappt 70 procent av bostadsrättsföreningarnas totala lånevolym är bunden till fast ränta och cirka 45 procent kommer att behöva omförhandlas de kommande tre åren (se Diagram 9, vänster). Majoriteten av dessa lån tecknades innan 2022 då den genomsnittliga fasta räntan var 1,5 procent. Från Diagram 9 (höger) framgår att den genomsnittliga rörliga ränta som bostadsrättsföreningar möter de kommande åren förväntas vara betydligt högre än 1,5 procent, även om styrräntan sänks. När lånen omförhandlas kommer räntekostnaden därför i många fall att öka. I vilken mån de högre räntekostnaderna kommer att avspeglas i högre avgifter beror delvis på om föreningarna redan tagit höjd för högre räntekostnader. Att avgifterna har ökat snabbt de senaste åren kan vara ett tecken på att så är fallet för många föreningar. Men för de som inte gjort så kan avgiften behöva höjas i takt med att lånen behöver omförhandlas.

Diagram 9. Kvarvarande räntebindingstider och genomsnittlig ränta för bostadsrättsföreningar

Procent



Anm. Diagrammet till vänster avser andel av lånevolym enligt kontrakt, där "m" står för månad. Diagrammet till höger avser bostadsrättsföreningars genomsnittliga rörliga och fasta ränta. Streckad grå linje avser en prognos av bostadsrättsföreningars genomsnittliga rörliga ränta baserat på det historiska sambandet mellan styrräntan och bostadsrättsföreningars genomsnittliga rörliga ränta, och Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i mars.

Källor: Booli Pro och Riksbanken (KRITA).

Diagram 10 (vänster) visar ett räkneexempel på hur mycket avgiften kan öka för en bostadsrätt på 50 kvadratmeter, beroende på när bostadsrättsföreningen förhandlar om större delen av sina lån. En förening som behöver omförhandla merparten av sina

¹⁶ I rapporten *Finansiell stabilitet 2023:2* publicerades en faktaruta om bostadsrättsföreningars avgifter med en uppskattning av föreningarnas kommande räntekostnader. Analysen här utgår istället från data från Booli Pro, som inkluderar storlek på föreningar, deras lån, räntebindingstider och uppgifter om sparande.

lån före slutet av 2026 skulle i genomsnitt behöva höja avgifterna för en lägenhet på 50 kvadratmeter från 2 892 kronor i månaden 2022 till 3 411 kronor. Detta motsvarar en procentuell ökning på 18 procent.¹⁷ Ser man enbart till de föreningar som har en hög skuldsättning blir effekten större.¹⁸ I en sådan kan avgiften för en lägenhet på 50 kvadratmeter behöva höjas från 3 002 kronor i månaden till 4 443 kronor, motsvarande 46 procent (se Diagram 10, höger). Detta kan jämföras med en förening med låg skuldsättning som enligt samma räkneexempel skulle behöva höja avgiften med sju procent.¹⁹ Det är dock förhållandevis få föreningar som enligt vår indelning har en hög skuldsättning, det vill säga en skuld på över 15 000 kronor per kvadratmeter. Det är betydligt fler bostadsrättsföreningar som har en skuldsättning mellan 10 000 – 15 000 kronor per kvadratmeter. För dessa skulle avgifterna öka med 1 213 kr per månad. En sådan ökning skulle, för en genomsnittlig ny bolånetagare boende i en bostadsrättsförening med den skuldsättningen, kunna innebära en minskning av den disponibla inkomsten med två procent.²⁰

¹⁷ I beräkningen antas att hela ökningen av räntekostnaden förs över till bostadsrättsavgiften och att lånen omförhandlas till rörlig ränta.

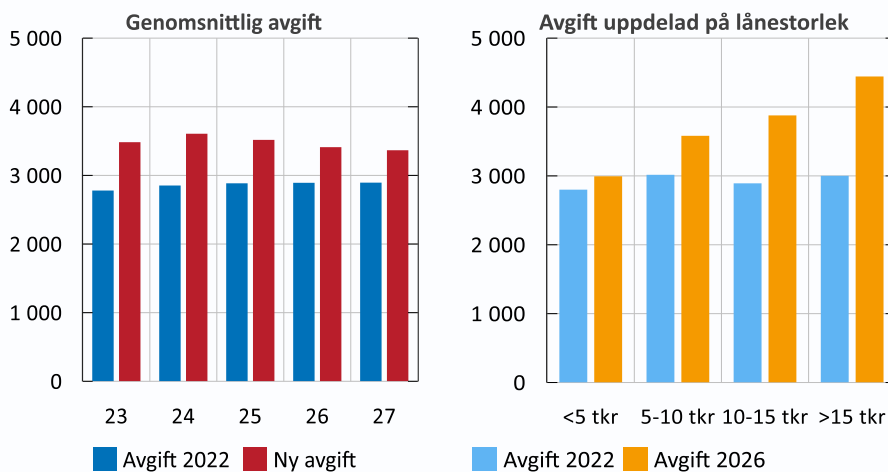
¹⁸ Med hög skuldsättning antas i detta exempel en skuld på över 15 000 kronor per kvadratmeter. I vårt urval har enbart 2,9 procent av bostadsrättsföreningarna en hög skuldsättning, se Diagram A.2 i diagram-appendix.

¹⁹ Med låg skuldsättning antas i detta exempel en skuld på mindre än 5 000 kronor per kvadratmeter.

²⁰ Den disponibla inkomsten är baserad på data från Finansinspektionens fördjupade analys av bolån och har skrivits fram med Riksbankens prognos.

Diagram 10. Avgiftsutveckling för en bostadsrätt på 50 kvadratmeter

Kronor



Anm. Diagrammet till vänster visar hur den genomsnittliga avgiften för en bostadsrätt på 50 kvadratmeter förändras, för de föreningar som har en genomsnittlig volymviktad räntebindingstid som löper ut mellan 2022 och respektive år, det vill säga de föreningar som omförhandlat större delen av sina lån innan slutet av det året. När lånen omförhandlas antas de göra det till en rörlig ränta. De lån som har omförhandlats ligger kvar i beräkningen för nästkommande år eftersom de påverkas av den rörliga räntan. I beräkningen antas också hela ökningen av räntekostnaden föras över till avgiften. Diagrammet till höger visar hur avgiften förändras mellan 2022 och 2026 under samma antaganden, uppdelat på lånestorlek och uttryckt i tusen kronor per kvadratmeter.

Källor: Booli Pro och Riksbanken (KRITA).

Även andra kostnader kan komma att påverka avgiften framöver

Ytterligare en faktor som kan påverka avgifterna är hur mycket bostadsrättsföreningar sparar för underhåll. En riktlinje är att de ska spara 250 kronor per kvadratmeter och år till framtida underhåll. Enligt statistik baserad på årsredovisningar från 2022 är det dock enbart 28 procent av alla föreningar som sparar så mycket. Föreningar med skuldsättning över 15 000 kronor per kvadratmeter sparar i genomsnitt mindre till underhåll än föreningar med lägre skuldsättning (se Diagram A.3. i appendix), vilket kan bero på att drygt hälften av dessa föreningar är nybyggda och därför lär ha lägre underhållskostnader i närtid jämför med föreningar med äldre byggnader.

Fortsatt god motståndskraft bland bolånetagare

Även om konsumtionen har minskat påtagligt har betalningsförmågan bland de hushåll som har bolån varit fortsatt god. En bidragande faktor till det är kombinationen av amorteringskrav, bolånetak och bankernas kreditprövningar. Att arbetsmarknaden hittills har stått emot konjunkturedgången förhållandevis väl har också underlättat för hushållen. För de bolånetagare som drabbats av inkomstbortfall och får problem med att betala sina lån, är det positivt att amorteringskraven är utformade med en viss flexibilitet där bolånetagare kan få undantag vid särskilda skäl.

Många hushåll har också kunnat använda det buffertsparande som de byggde upp under pandemin.²¹ Men eftersom det inte finns aktuell data över hur hushållens tillgångar är fördelade är det svårt att bedöma vilka hushåll som använde sitt sparande för att täcka sina ökade utgifter och hur mycket sparande olika hushåll har kvar. Då inflationen förväntas falla tillbaka, räntan successivt sänkas och reala disponibla inkomster öka förväntas hushållens konsumtion återhämta sig från och med första halvåret 2024.

För flera hushåll har dock privatekonomin varit ansträngd. Ungefär 38 500 tillfälliga amorteringsundantag för bolån har beviljats mellan januari 2022 och september 2023, och antalet personer med, och ansökningar om, betalningsföreläggande har ökat.^{22 23} Därtill har 22 procent fler personer ansökt om skuldsanering 2023 än året innan. Enligt Kronofogden står konsumtionslån för en stor del av ökningen i betalningsförelägganden, och är allt oftare orsaken till att man ansöker om skuldsanering. En bidragande orsak till att allt fler hushåll med konsumtionslån får betalningsproblem kan vara att det finns brister i kreditprövningen. Det finns indikationer på att många har fått blancolån beviljade trots att de kan ha haft underskott i sina kassaflöden.²⁴ Sedan sommaren 2023 har konsumtionslånen nu åter börjat öka snabbare (se Diagram 11). Det finns sannolikt flera anledningar till utvecklingen, exempelvis kan en mer restriktiv kreditgivning för bolån ha bidragit. Om det är hushåll med små marginaler som tar nya konsumtionslån kan både betalningsförelägganden och skuldsaneringar komma att öka ännu mer framöver, vilket i sin tur kan leda till ännu högre kreditförluster bland konsumtionskreditbankerna.

Dämpade bostadspriser leder till lägre efterfrågan på bolån

Även bostadsmarknaden har påverkats av den höga inflationen och det högre ränteläget. Antalet transaktioner har varit färre och jämfört med toppen i början av 2022 är bostadspriserna ungefär 13 procent lägre (se Diagram 11). Detta speglas i att hushållens efterfrågan på bolån har minskat – färre hushåll tar nya bolån och de tar också mindre lån än tidigare.²⁵ Bolånen har därmed endast vuxit med drygt 0,5 procent i årstakt de senaste månaderna, vilket är lågt i ett historiskt perspektiv (se Diagram 11). Även stramare kreditprövningar, i och med det högre kostnadsläget, kan ha bidragit till den låga kredittillväxten eftersom färre hushåll blir beviljade bolån. En allt större andel av hushållen tror dock på högre bostadspriser framöver. I takt med att inflationen och räntorna väntas falla bedömer också Riksbanken att bostadspriserna kommer att stiga de kommande åren, och därmed också hushållens efterfrågan på bolån.

²¹ [Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin](#). Fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, september 2023. Sveriges riksbank.

²² [Fler ansöker om skuldsanering](#), februari 2024. Kronofogden

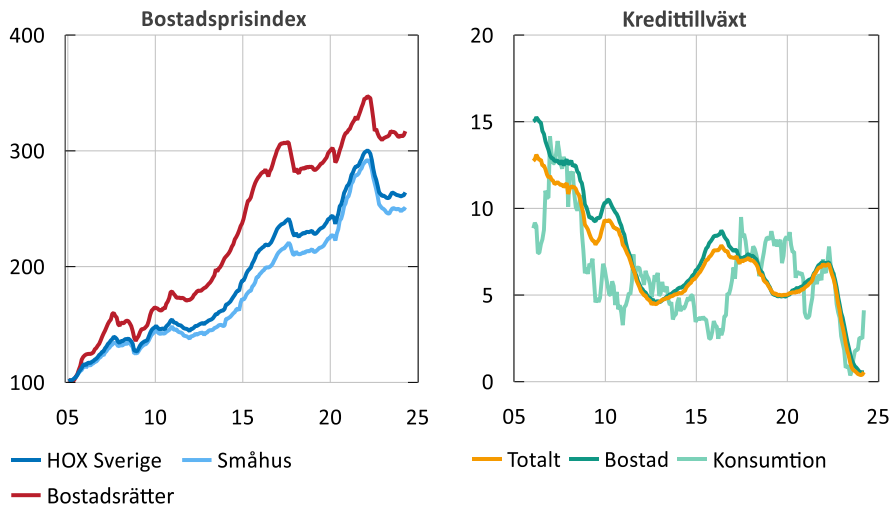
²³ [Antalet amorteringsundantag har stabiliserats](#), november 2023. Finansinspektionen

²⁴ [Svenska konsumtionslån](#), december 2022. Finansinspektionen

²⁵ [Den svenska bolånemarknaden](#), mars 2024. Finansinspektionen

Diagram 11. Bostadsprisindex och hushållens kredittillväxt

Index, 2005-01-01 = 100, årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet till vänster avser säsongjusterade bostadspriser. Diagrammet till höger avser utlåning från monetära finansinstitut (MFI) till hushållen uttryckt i årlig procentuell förändring.

Källor: Valueguard och SCB.

3.2 Fastighetsföretagens finansiella utmaningar har minskat

Hushållsnära företag har drabbats hårdast av lägre efterfrågan

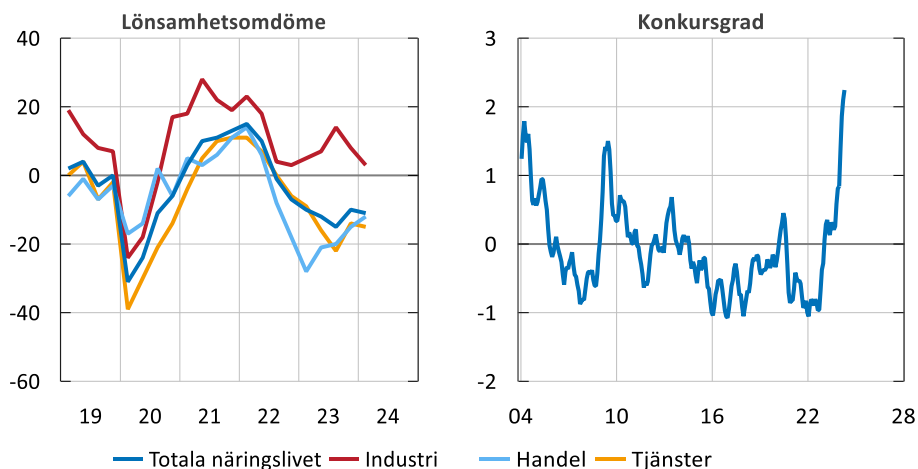
Den ekonomiska aktiviteten i Sverige har minskat något och ligger i stort sett på samma nivå som den gjorde vid fjärde kvartalet 2021. Stämningläget bland företag är fortsatt lågt men har överlag förbättrats sedan ungefär ett år tillbaka, vilket syns i indikatorer som inköpschefsindex och barometerindikatorn.

Lönsamheten är god hos både företag som exporterar och företag i företagsnära tjänstebranscher. Det kan bland annat förklaras av att efterfrågan i dessa sektorer är hög och att företagen därmed har kunnat föra över sina ökade kostnader till kunderna, vilket de också avser fortsätta med.²⁶ Företag som främst säljer varor och tjänster till hushåll möter däremot fortsatt stora utmaningar då efterfrågan är dämpad samtidigt som kostnaderna är höga, vilket innebär en låg lönsamhet (se Diagram 12). Högre finansieringskostnader har också inneburit utmaningar för de företag som har lån. Sedan tredje kvartalet 2022 har företagens genomsnittliga räntekvot ökat från 4,6 till ungefär 11 procent i slutet av 2023.

²⁶ Se Riksbankens företagsundersökning, mars 2024, Sveriges riksbank.

Diagram 12. Företagens lönsamhet och konkursgrad

Nettotal, standardavvikelse



Anm. Diagrammet till vänster avser olika branschers bedömning om lönsamhet i nuläget, säsongsjusterat från Konjunkturinstitutet. Diagrammet till höger avser normaliserad konkursgrad beräknad som antal företagskonkurser bland aktiebolag i förhållande till antalet aktiva företag med medelvärde 0 och standardavvikelse 1, 6 månaders glidande medelvärde. Antalet aktiva företag 2024 antas vara samma som under 2023.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

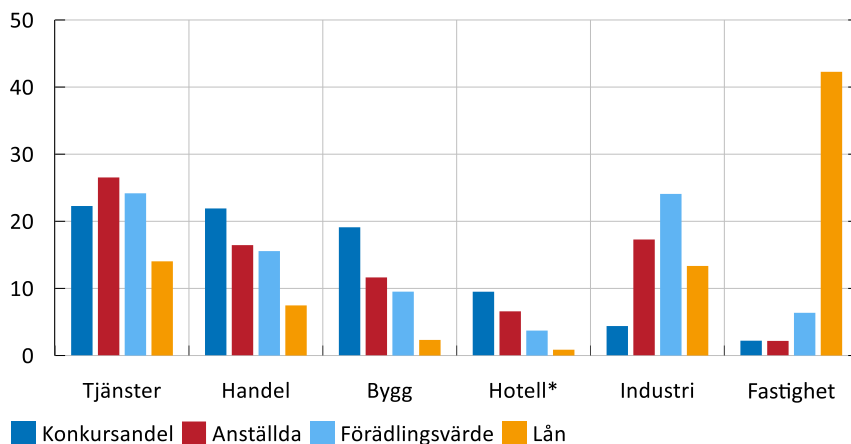
Enligt Riksbankens företagsundersökning i februari 2024 finns det en tydlig förväntan bland hushållsnära företag om att räntor ska sänkas framöver och att det ska leda till att efterfrågan på deras varor och tjänster ökar igen. Men det kan ta längre tid innan efterfrågan och lönsamheten stiger än vad företagen förväntar sig. Ett skäl kan vara att nedgången i inflationen stannar av och styrräntor inte kan sänkas i den takt som marknaden förväntar sig. Dessutom finns det en eftersläpning av de konsekvenser som högre räntor och en konjunkturedgång medför.

Hög konkursgrad men hittills begränsade konsekvenser för långivare

Konkursgraden fortsätter att öka, och är högre än under den globala finanskrisen 2008 (se Diagram 12). Det är dock framför allt företag med få eller inga anställda som går i konkurs, vilket delvis kan förklaras av att de har haft en svag ekonomisk utveckling länge och gradvis minskat antalet anställda.²⁷

²⁷ Se fördjupning "Företagskonkurserna ökar" i *Finansiell stabilitet*, 2023:2, Sveriges riksbank.

Diagram 13. Olika branschers andel av konkurser, anställda, förädlingsvärde och lån
Procent



Anm. Med konkurser avses totala konkurser bland aktiebolag mellan januari 2022 och mars 2024. Förädlingsvärde avser företagens bidrag till BNP. Alla branscher är inte representerade i diagrammet och staplarna summerar därför inte till 100. Hotell* avser företag inom branscherna hotell, resor och fritid. Lån avser lån från svenska monetära finansinstitut (MFI) och utestående certifikat och obligationer per mars 2024. Data avseende antalet anställda och förädlingsvärde avser slutet av 2022.

Källor: SCB och Riksbanken (KRITA).

Flest konkurser sker bland företag inom de sektorer som drabbats hårdast av hushållens dämpade efterfrågan så som hushållsnära tjänster, handel, bygg och restaurang (se Diagram 13). För vissa av företagen har konkursen också varit en konsekvens av att de inte har kunnat betala den skatt som de fick anstånd med i samband med coronapandemin. Det är få företag i de branscher där konkurser nu är vanligast som har lån från kreditinstitut, och eventuella lån är oftast relativt små.²⁸ Hittills har konkurserna därför haft begränsade konsekvenser för banker sett till deras kreditförlustreserveringar. Så länge konkurserna fortsätter att främst drabba företag med små eller inga lån bedömer Riksbanken att det inte får några direkta konsekvenser som kan hota den finansiella stabiliteten. Däremot kan det få konsekvenser i form av att arbetslösheten ökar, att den ekonomiska aktiviteten blir lägre och att efterfrågan på fastighetsföretagens kommersiella lokaler minskar än mer.

Företagens lån minskar

Den årliga tillväxttakten i företagets totala upplåning har varit negativ under året, och minskade med knappt två procent i mars 2024. Företagens upplåning via företagsobligationsmarknaden har minskat mer än deras upplåning via banker. Företagens lån har minskat både i relation till deras aggregerade intjäning och makroekonomiska variabler som BNP, vilket tyder på att riskerna kopplade till lånen har dämpats.

²⁸ De kan dock ha andra skulder som t.ex. skatteskulder och leverantörsskulder, vilket innebär att uteblivna betalningar kan leda till att fordringsägare begär företaget i konkurs.

Företagens bankupplåning tenderar att samvariera med såväl stämningläget i näringslivet som tillväxten i näringslivets investeringar. Eftersom dessa har varit dämpade en längre tid tyder det på att företagens efterfrågan på lån har minskat. Men det finns också tecken på att den minskade upplåningstakten beror på ett något lägre utbud från långgivarna. Exempelvis upplever åtta procent av företagen att det är svårt att finansiera sin verksamhet med banklån, vilket är en något högre andel än normalt.²⁹ Ett annat tecken på lägre utbud av lån kan vara att antalet företag som inte har banklån men som ansökt om att ta ett banklån har ökat något, samtidigt som andelen av dessa som beviljats lån har minskat något senaste halvåret.³⁰ Det minskade utbudet av lån kan bero på att bankerna är mer försiktiga med att låna ut till företag som normalt har det svårare i en svagare konjunktur.

Fastighetsföretagens åtgärder har lett till minskade lån

Inom företagssektorn utgör de högt skuldsatta fastighetsföretagen det största hotet mot den finansiella stabiliteten. Även om deras finansiella ställning och betalningsförmåga har påverkats av högre räntor, har det hittills endast påverkat banker och andra långgivare i liten utsträckning. Det beror delvis på att många fastighetsföretag har vidtagit åtgärder för att stärka sina balansräkningar. Exempelvis har finansiellt svaga fastighetsföretag lyckats sälja fastigheter till starkare fastighetsaktörer trots att omsättningen på transaktionsmarknaden har varit dämpad.³¹

Fastighetsföretagen har också gjort nyemissioner av aktier för att minska sin skuldsättning. Fram till det första kvartalet 2024 hade drygt 20 fastighetsföretag tagit in 30 miljarder kronor i nytt eget kapital. Dessutom har många fastighetsföretag minskat investeringarna i sina befintliga fastigheter, med drygt 20 procent. De har även minskat nyproduktionen av exempelvis hyresrätter kraftigt.

Åtgärderna har hjälpt pressade fastighetsföretag att parera de stramare finansiella förhållandena. Exempelvis har ett urval av svagare fastighetsföretag minskat sina lån med drygt 9 procent sedan inledningen av 2023.³² Andra fastighetsföretag har dock ökat mängden lån, ofta för att kunna finansiera köp av fastigheter från svagare företag. Totalt sett har fastighetssektorns lån därför bara minskat med fyra procent sedan början av 2023. Samtidigt har rörelseresultatet ökat i sektorn, och skuldkvoten har därmed minskat. Exempelvis har nettoskuldkvoten bland större fastighetsföretag minskat från drygt 17 till knappt 14 sedan inledningen av 2022.³³ Utifrån ett finansiellt

²⁹ Se Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer, april 2024. Enligt Deloitte/SEB CFO survey har många finanschefer inom olika branscher under såväl 2022 och 2023 dessutom upplevt att utlåningsviljan successivt har minskat. Under våren 2024 har utlåningsviljan förbättrats något men är fortsatt något sämre än normalt.

³⁰ Baserat på antalet affärs- och kreditupplysningar som banker gjort hos ett större kreditupplysningsföretag.

³¹ I ett urval av 34 fastighetsföretag har fastighetsförsäljningar om ungefär 130 miljarder kronor gjorts sedan tredje kvartalet 2022. Knappt 90 procent av dessa har varit hänförliga till svagare fastighetsföretag som har ett kreditbetyg motsvarande högst BBB-.

³² Avser ett urval av fastighetsföretag som har ett kreditbetyg motsvarande högst BBB-.

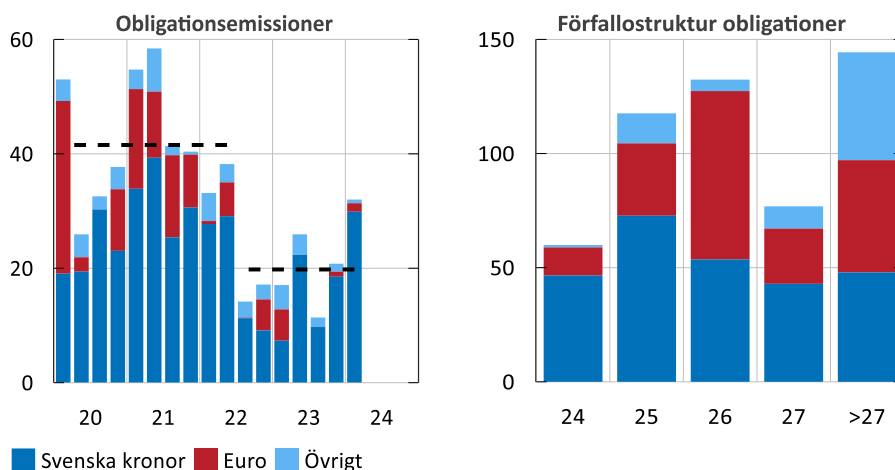
³³ Skuldkvoten definieras som fastighetsföretagens nettoskulder (räntebärande skulder minus likvida medel) i förhållande till rörelseresultat.

stabilitetsperspektiv är det positivt att åtgärder vidtas och att sårbara fastighetsföretag minskar sina lån, även om vissa åtgärder medför negativa realekonomiska effekter som att bostadsinvesteringarna minskar och att arbetslösheten i byggbranschen ökar.

Lägre riskpremier och fler emissioner av företagsobligationer

Som följd av marknadens förväntningar om lägre styrräntor har riskpremierna för fastighetsföretagens obligationer minskat sedan i slutet av 2023. Det har därmed blivit mer attraktivt för många fastighetsföretag att finansiera sin verksamhet via obligationsmarknaden, vilket har inneburit något lägre refinansieringsrisker. Sedan oktober 2023 har svenska fastighetsföretag emitterat obligationer om drygt 50 miljarder kronor, medan deras emissioner i utländsk valuta har varit mycket begränsade (se Diagram 14).

Diagram 14. Fastighetsföretagens obligationsemissioner och förfallostruktur
Miljarder kronor



Anm. Diagrammet till vänster avser obligationsemissioner från svenska fastighetsföretag och de streckade linjerna avser genomsnittlig emissionsvolym mellan första kvartalet 2020 och andra kvartalet 2022 respektive tredje kvartalet 2022 och första kvartalet 2024. Diagrammet till höger avser förfallostrukturen för fastighetsföretagens utestående obligationer per mars 2024.

Källa: Riksbanken (SVDB).

Framöver kommer det dock ske stora förfall av obligationer i både svenska kronor och utländsk valuta (se Diagram 14). Många fastighetsföretag kommer sannolikt kunna refinansiera en stor del av förfallen i svenska kronor på obligationsmarknaden. Deras möjligheter kan dock försämrats om nuvarande konjunktur- och ränteutsikter inte skulle infrias. Samtidigt är det mer osäkert vilka möjligheter fastighetsföretagen har att refinansiera obligationer i utländsk valuta. Hittills har det varit såväl svårare som dyrare för de flesta svenska fastighetsföretag att emittera obligationer i euro än för fastighetsföretag i andra länder. Vissa fastighetsföretag kommer sannolikt att behöva hantera obligationsförfall med en kombination av nya banklån och genom att sälja fastigheter. För att öka sannolikheten att obligationsmarknaden i euro är tillgänglig i

samband med att refinansieringsbehoven uppstår är det viktigt att fastighetsföretagen fortsätter att vidta åtgärder och stärka sina balansräkningar.

Osäkerhet kvarstår om nuvarande fastighetsvärden

Fastighetsföretagen har fortsatt att skriva ner värdena på sina fastigheter. Ett urval av 34 stora fastighetsföretag har i genomsnitt skrivit ned fastighetsvärdena med drygt 10 procent jämfört med sommaren 2022.³⁴ Men det skiljer sig mycket åt mellan företagen, där vissa har skrivit ner värdena med ungefär 20 procent och andra med endast två procent. Enligt fastighetsföretagen är det framför allt högre avkastningskrav till följd av högre räntor som bidragit till nedskrivningarna. Även vakanser, hyresnivåer och investeringsbehov påverkar fastigheternas värde. Antaganden om dessa och hur de har förändrats råder det dock bristande transparens kring. Enstaka värderingar som gjordes innan räntorna började stiga tyder dock på att antagandena har varit optimistiska. Troligtvis finns det flera andra fastighetsföretag som också gjort optimistiska antaganden i sina värderingar.

Utifrån den information som är känd kan fastighetsvärdena på kort sikt komma att fortsätta justeras ner något, framför allt då den tidigare ränteuppgången sannolikt inte har slagit igenom fullt ut på avkastningskraven. Därtill kan andra tidigare optimistiska antaganden som påverkar fastighetsvärdena också behöva justeras. Aktiemarknadens prissättning av fastighetsföretagen relativt deras substansvärden indikerar att fastighetsvärden i genomsnitt ska justeras ner med ytterligare knappt sex procent. Prissättningen tyder på att justeringen bör vara större för fastighetsföretag inriktade på bostäder och kontor.

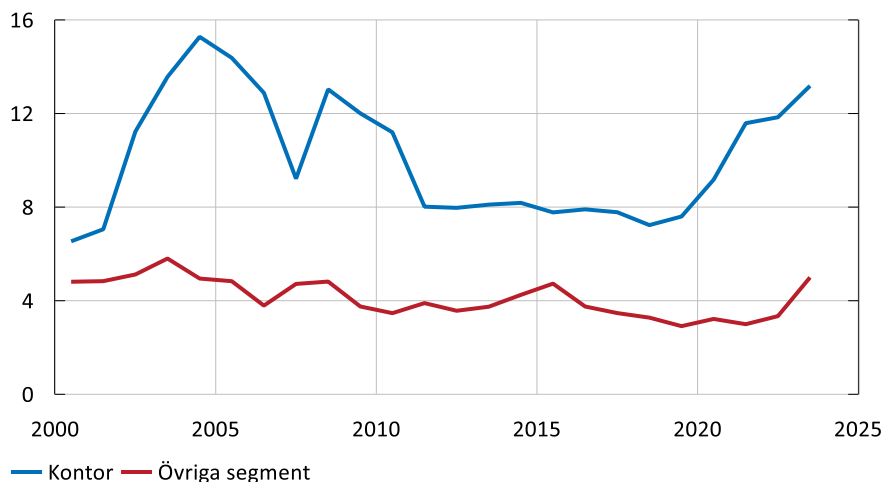
Sedan i höstas har hyresmarknaden för framför allt kontor och viss handel utvecklats något svagare. Exempelvis har vakansgraderna fortsatt att stiga från redan förhöjda nivåer och uppgick till drygt 13 procent inom kontorssegmentet i Sverige i slutet av fjärde kvartalet 2023 (se Diagram 15).³⁵ Överlag har vakanserna stigit mest i kontorsfastigheter i sämre geografiska lägen. De högre vakanserna har bidragit till att hyresgästernas förhandlingsläge i relation till fastighetsföretagen har förbättrats. Det kan i sin tur ha bidragit till att hyresnivån vid omförhandling av befintliga hyresavtal ibland har blivit lägre och fler tillfälliga hyresrabatter. Sammantaget har hyresökningarna varit något lägre än vad som motiveras utifrån den indexering av hyresnivån som normalt sett sker vid inledningen av året. Om hyresnivåerna fortsätter att utvecklas svagt eller till och med sjunker kommer det påverka fastighetsvärdena negativt och resultera i ännu större nedskrivningsbehov.

³⁴ Enligt svenskt fastighetsindex MSCI, som är ett annat bredare urval av svenska kommersiella fastigheter, har värdet på kommersiella fastigheter i genomsnitt minskat med drygt 6 procent fram till slutet av 2023.

³⁵ Vakansgraden avser finansiell vakansgrad enligt MSCI ([MSCI Data Notice](#)). Enligt Citymark, som mäter vakansgraden som outhyrd lokalyta för kontorsfastigheter i storstadsområdena, har vakansgraden för kontor fortsatt att stiga under 2024.

Diagram 15. Vakanser bland kontor och övriga fastighetssegment

Procent



Anm. Avser vakanser i hela Sverige. Övriga fastighetssegment innefattar butiker, hotell, bostäder och logistik viktat på respektive segments marknadsvärde.

Källa: MSCI.

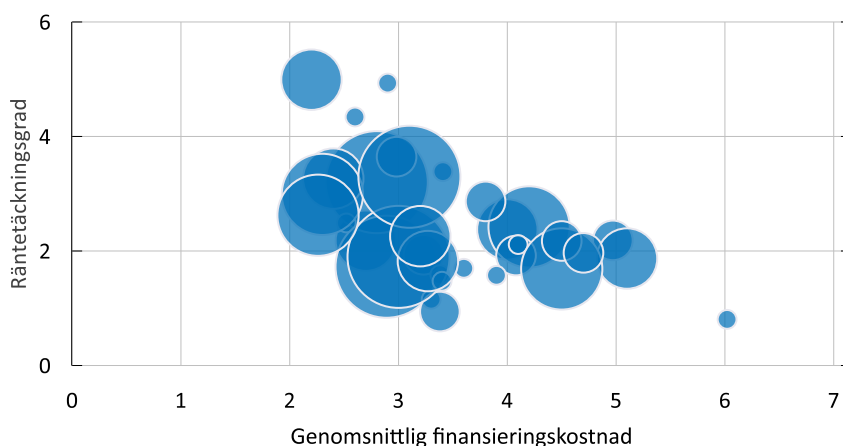
Fastighetsföretagens räntetäckningsgrader väntas stabiliseras

Flera av fastighetsföretagen tecknade nya räntederivat i slutet av förra året när långa marknadsräntor var förhållandevis låga, vilket har medfört längre räntebindningstider och åtminstone på kort sikt lägre räntekostnader.³⁶ För många företag har det i kombination med vidtagna åtgärder inneburit en bättre finansiell situation och att deras räntetäckningsgrader utvecklats bättre än befarat. Men flera företag har också sedan tidigare låga genomsnittliga finansieringskostnader jämfört med rådande marknadsräntor. I slutet av första kvartalet 2024 var den volymviktade genomsnittliga finansieringskostnaden 3,2 procent bland de 34 större fastighetsföretagen. I takt med att lån förnyas kommer därför flera fastighetsföretags finansieringskostnader att stiga. De fastighetsföretag som också har en låg räntetäckningsgrad är särskilt sårbara (se Diagram 16).

³⁶ De derivat som avses är så kallade ränteswappar som är ett finansiellt kontrakt som gör det möjligt för två parter att byta räntebetalningar under en bestämd tidsperiod. Den ena parten betalar en rörlig ränta (vanligtvis Stibor med tre månaders löptid) till den andra parten, i detta fall fastighetsföretaget, som i sin tur betalar en fast ränta.

Diagram 16. Stor spridning i fastighetsföretagens nyckeltal

Kvot, procent



Anm. Avser ett urval av 34 större fastighetsföretag per första kvartalet 2024. Räntetäckningsgrad definieras som rörelseresultatet i förhållande till räntekostnader. Räntetäckningsgraden är uttryckt som rullande 12 månader. Genomsnittlig finansieringskostnad enligt fastighetsföretagens kvartalsrapporter. Storleken på bubblorna reflekterar storleken på företagets totala räntebärande skulder.

Källor: Sedis och Riksbanken.

I ett basscenario där styrräntan sänks enligt Riksbankens senaste prognos, och hyresmarknaden medger hyreshöjningar kommer dock räntetäckningsgraderna att stabiliseras för många fastighetsföretag.³⁷ En lägre styrränta kommer att begränsa ökningen av företagens räntekostnader snarare än att det för många leder till lägre räntekostnader. I Diagram 17 illustreras detta för ett urval av 34 större fastighetsföretag. Däremot kan räntetäckningsgraden för vissa företag utvecklas svagt även i ett sådant scenario, om de inte vidtar åtgärder för att förbättra sin finansiella situation.

I ett betydligt sämre scenario, där vakanserna ökar och hyresintäkterna minskar samtidigt som styrräntan sänks mindre än Riksbankens senaste prognos, skulle fastighetsföretagens räntetäckningsgrader gradvis fortsätta försämrans (se röd linje i Diagram 17).³⁸ I genomsnitt skulle den bli drygt 1,8 i slutet av 2025 för dessa 34 fastighetsföretag. Vissa av dem skulle i ett sådant scenario inte uppfylla kreditvärderingsinstitutens krav på räntetäckningsgrad för ett kreditbetyg motsvarande "investment grade" och

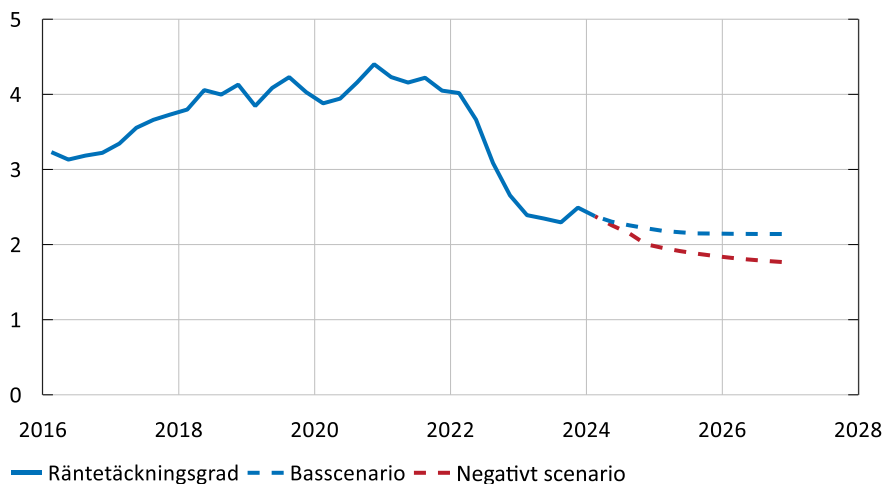
³⁷ I basscenariot sänks styrräntan med 1,25 procentenheter fram till slutet av 2025 i linje med Riksbankens prognos i mars 2024, vilket inkluderar Riksbankens beslutade sänkning av styrräntan till 3,75 procent i maj 2024. Under 2024 antas hyresintäkterna öka med 4, 4,5 och 5 procent för företag med kommersiella fastigheter, företag med både kommersiella- och bostadsfastigheter respektive företag med enbart bostadsfastigheter. Under 2025 antas hyresintäkterna öka med 1,5, 3 respektive 5 procent och under 2026 ökar hyresintäkterna med 2 procent för alla fastighetssegment.

³⁸ I det sämre scenariot har styrräntan sänkts en gång under 2024 till 3,75 procent och antas bestå framöver. Om detta scenario skulle inträffa är det sannolikt att de riskpremier som fastighetsföretagen möter skulle öka. I scenariot antas de dock vara oförändrade under hela perioden. Under 2024 antas hyresintäkterna minska med 10 procent för fastighetsföretag med enbart kommersiella lokaler, minska med 5 procent för företag med både kommersiella- och bostadsfastigheter och öka med 5 procent för de som enbart har bostadsfastigheter. Under 2025 ökar hyrorna med 1, 3 och 5 procent för företag med enbart kommersiella fastigheter, för företag med både kommersiella- och bostadsfastigheter respektive företag med enbart bostadsfastigheter.

långgivares finansiella villkor. Det skulle kunna leda till högre kostnader på nya lån och påverka fastighetsföretagens möjligheter att emittera nya obligationer.

Diagram 17. Scenarier för större fastighetsföretags räntetäckningsgrader

Kvot



Anm. Avser volymviktad räntetäckningsgrad för 34 fastighetsföretag uttryckt som rullande 12 månader. Streckad blå linje avser ett basscenario och en situation där styrräntan fortsätter att sänkas i linje i med Riksbankens prognos i mars 2024 och fastighetsföretagens hyresintäkter ökar under hela tidsperioden. Röd streckad linje avser ett negativt scenario och en situation där styrräntan består på 3,75 procent och hyresmarknaden försvagas där hyresintäkterna för kommersiella lokaler minskar under 2024 för att därefter utvecklas svagt.

Källor: Sedis och Riksbanken.

Många av de mindre fastighetsföretagen hade i slutet av 2022 en lägre räntetäckningsgrad än flertalet av de 34 större fastighetsföretagen. De kan alltså snabbare få svårigheter att behålla en räntetäckningsgrad över ett och fullgöra sina åtaganden gentemot långgivare.³⁹ Det är osäkert i vilken utsträckning en del av dessa mindre fastighetsföretag kan hantera nuvarande räntenivåer, och de skulle få det särskilt svårt i det sämre scenariot.

Även om de finansiella förutsättningarna för fastighetsföretagen överlag har förbättrats sedan i höstas återstår alltså utmaningar kopplade till vissa företags balansräkningar. I ett läge där hyresmarknaden fortsätter att utvecklas svagare och räntorna blir kvar på högre nivåer kan det pressa såväl finansiella nyckeltal som fastighetsvärden, vilket kan innebära att sårbara fastighetsföretag får problem. Det finns därför anledning för fastighetsföretag att fortsätta vidta åtgärder för att stärka sina balansräkningar. Det gäller inte minst för att undvika att många fastighetsföretag åter ska hamna i en situation där det visar sig att risktagandet blivit alltför stort.

³⁹ Under inledningen av 2023 utgjorde ungefär 70 procent av de svenska bankernas exponeringar mot kommersiella fastighetsföretag i Sverige mindre fastighetsföretag.

4 Det svenska finansiella systemet

Det svenska finansiella systemet fungerar överlag väl och tillgängligheten i infrastruktursystemen är hög. Storbankerna har god lönsamhet och låga kreditförluster, och bedöms kunna hantera en betydligt svagare utveckling i exempelvis fastighetssektorn. Situationen är sämre för vissa konsumtionskreditbanker där kreditförlusterna ökar. Även om konsumtionskreditbankerna är mindre än storbankerna kan de vara systemviktiga som grupp. Riksbanken har tidigare pekat på risker kopplade till att fonder tillåter snabba uttag samtidigt som de investerar i tillgångar som inte är likvida, exempelvis företagsobligationer. Pensions-, försäkrings- och fondsektorerna i Sverige blir alltmer sammanlänkade, främst på grund av tillväxten av fondförsäkringar och premiepensionssystemet. Därför kan den finansiella stabiliteten påverkas av både pensionsspararnas incitament att byta fonder under stress och pensionsaktörers krav för de fonder som de erbjuder pensionsspararna. Det försämrade säkerhetspolitiska läget medför att risken för cyberangrepp är fortsatt hög, och angreppen blir allt mer sofistikerade. Detta ställer krav på samtliga aktörer i det finansiella systemet att ha en hög beredskap.

4.1 Storbankerna har god motståndskraft, men ökade risker för konsumtionskreditbankerna

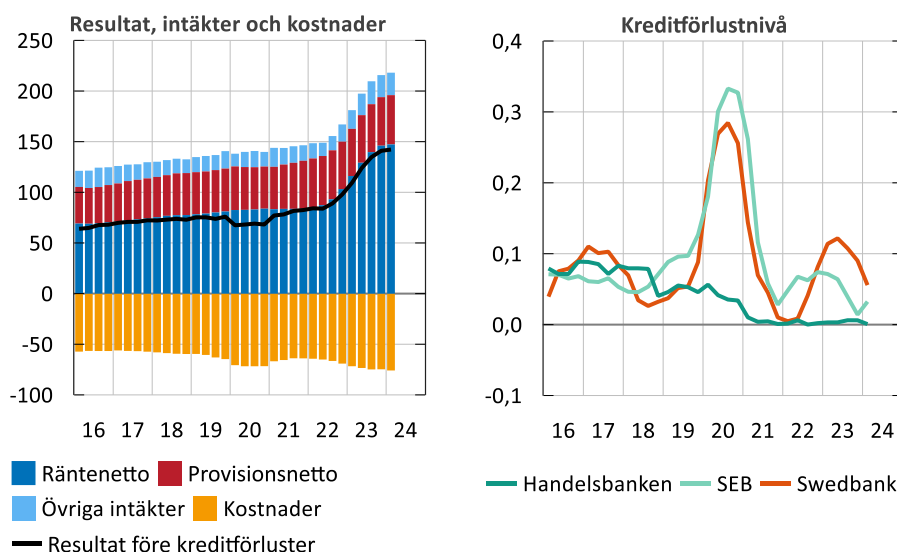
Motståndskraften kommer från historiskt hög lönsamhet

De svenska storbankerna har länge haft en hög lönsamhet, även jämfört med europeiska motsvarigheter (se Diagram 18, vänster).⁴⁰ De har också kapitalnivåer som med god marginal överstiger de regulatoriska kraven samt bankernas egna interna målnivåer motsvarande 1-3 procentenheter över kraven. Bankernas goda lönsamhet beror till viss del på att de har mycket låga kreditförluster (se Diagram 18, höger). Den främsta anledningen är dock att deras räntenetton är höga eftersom de har kunnat öka utlåningsräntorna mer än deras finansiering har fördyrats. Räntenettet i förhållande till räntebärande tillgångar, den så kallade räntenettomarginalen, har ökat markant sedan Riksbanken började höja styrräntan. Den snabba ökningen av räntenettomarginalen har även märkts hos banker i andra länder där rörliga räntor på lån dominerar.

⁴⁰ Med de svenska storbankerna avses här Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Diagram 18. Rörelseresultat och kreditförlustnivå för svenska storbanker

Miljarder kronor, procent



Anm. Data för rörelseresultat avser Handelsbanken, SEB och Swedbank. I båda diagrammen visas data som rullas per fyra kvartal.

Källor: Bankernas delårsrapporter och Riksbanken.

Bankernas intjäning förväntas minska framöver

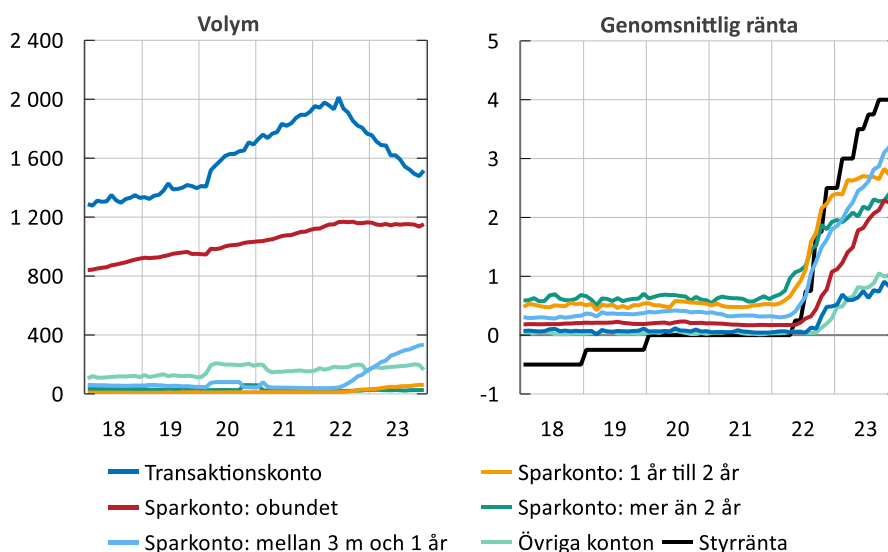
Den ökade konkurrensen mellan banker om inlåning och den ökade efterfrågan på sparkonton med högre ränta resulterar i att bankernas marginaler på inlåningen minskar. Dessutom kommer Riksbankens försäljning av värdepapper bland annat resultera i att den totala mängden inlåning minskar (se fördjupningen "Hur påverkar kvantitativa åtstramningar bankerna?"). Det innebär att bankerna till större del måste förlita sig på marknadsfinansiering genom att exempelvis emittera mer säkerställda obligationer. Sannolikt innebär detta att deras finansieringskostnader kommer att öka jämfört med om de hade en större andel finansiering via inlåning eftersom räntan på säkerställda obligationer vanligtvis är högre än räntan på inlåning. Minskad inlåning och dyrare finansiering kommer påverka deras marginaler negativt. Samtidigt finns det tecken på att konkurrensen om utlåningen till hushåll och företag ökar, vilket kan sänka marginalerna ytterligare. De svenska storbankerna har dock ett bra utgångsläge och förväntas fortsatt ha en god lönsamhet.

Hushållen mer benägna att välja tidsbundna konton

Sedan 2022 har inlåningen på transaktionskonton minskat hos bankerna medan inlåningen på tidsbundna sparkonton med begränsade uttag har ökat (se Diagram 19, vänster). Detta gäller särskilt hushållens inlåning, medan nedgången av icke-finansiella företags inlåning på transaktionskonton inte har kompensats med en uppgång på andra konton. Bankerna har successivt höjt räntorna på inlåning sedan styrräntan började höjas under 2022. Men räntorna på transaktionskontona har inte ökat i samma takt som på sparkonton (se Diagram 19, höger), vilket troligen förklarar varför många insättare har valt att flytta sin inlåning till tidsbundna sparkonton.

Diagram 19. Inlåningsvolym och räntor per kontotyp

Miljarder kronor, procent



Anm. Diagrammen visar inlåningsvolym och räntor där inlåningen är i svenska kronor.

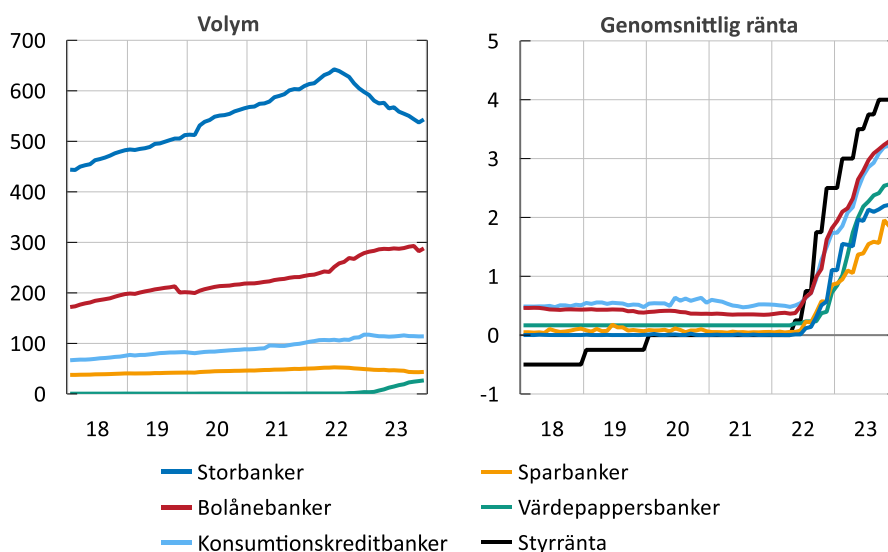
Källa: Riksbanken.

Storbankerna har också tappat en del av inlåningen från hushåll till mindre banker (se Diagram 20, vänster) som erbjuder högre räntor, särskilt bolånebankerna och konsumtionskreditbankerna (se Diagram 20, höger). I en tidigare analys har Riksbanken visat att inlåningen kan vara mer flyktig hos vissa mindre banker. Bland annat har Riksbanken observerat större månatliga utflöden av inlåning utan insättningsgaranti från konsumtionskreditbanker än andra banktyper. Vissa konsumtionskreditbanker och värdepappersbanker hade även större utflöden av inlåning under utbrottet av coronapandemin.⁴¹ Konsumtionskreditbankernas ökade användning av insättningsplattformar kan bidra till en ökad flyktighet i inlåningen (se faktaruta "Sparande via plattformar")

⁴¹ Se *Finansiell stabilitet*, 2023:2, Sveriges riksbank.

Diagram 20. Inlåningsvolym och räntor för olika typer av banker

Miljarder kronor, procent



Anm. Diagrammen visar inlåningsvolym och räntor på obundna sparkonton där inlåningen är från hushåll och i svenska kronor.

Källa: Riksbanken.

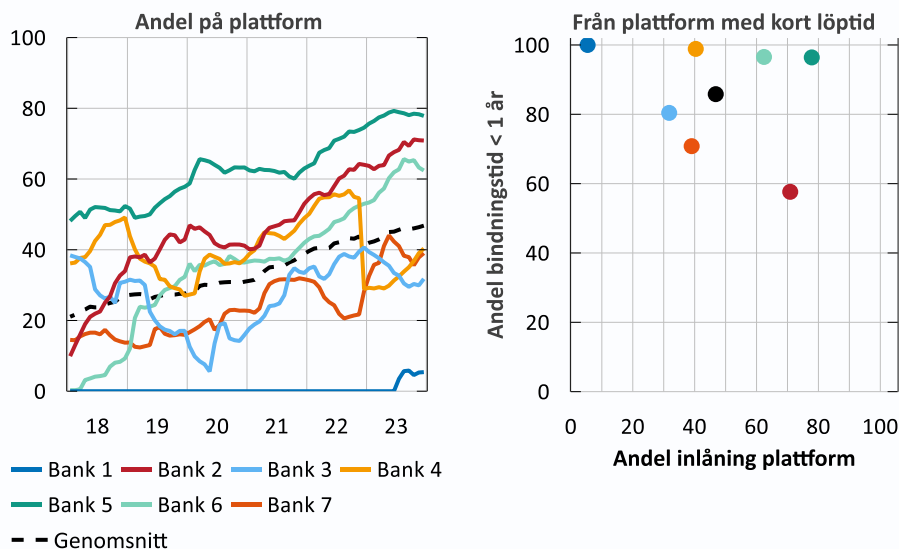
FAKTA – Sparande via plattformar

Flera konsumtionskreditbanker får i dagsläget in inlåning genom plattformar för insättning. En plattform för insättningar är en digital marknadsplats där insättare relativt enkelt kan flytta sina pengar från en bank till en annan. Det görs genom att aktören som äger plattformen agerar som mellanhand och upprättar konton hos bankerna å insättarens vägnar. Den vanligaste plattformslösningen är den där aktörer erbjuder insättare att genom aktiva val flytta medel mellan sparkonton med olika löptider hos olika banker. Det finns också aktörer som erbjuder olika typer av automatiserade lösningar, och som inte kräver aktiva val. Istället flyttas sparandet automatiskt mellan olika konton och banker för att jaga högsta möjliga ränta åt kunden – den typen av aktörer har dock generellt sett små volymer.

Andelen av konsumtionskreditbankernas inlåning som går via plattformar har ökat de senaste åren (se Diagram 21, vänster) och utgör en mycket stor andel för vissa av bankerna (se Diagram 21, höger). Majoriteten av denna inlåning ligger på obundna eller tidsbundna sparkonton med löptider upp till ett år vilket gör det möjligt för insättare att relativt snabbt flytta sina pengar.

Diagram 21. Andel inlåning från plattform över tid och andel med bindningstid kortare än ett år

Procent



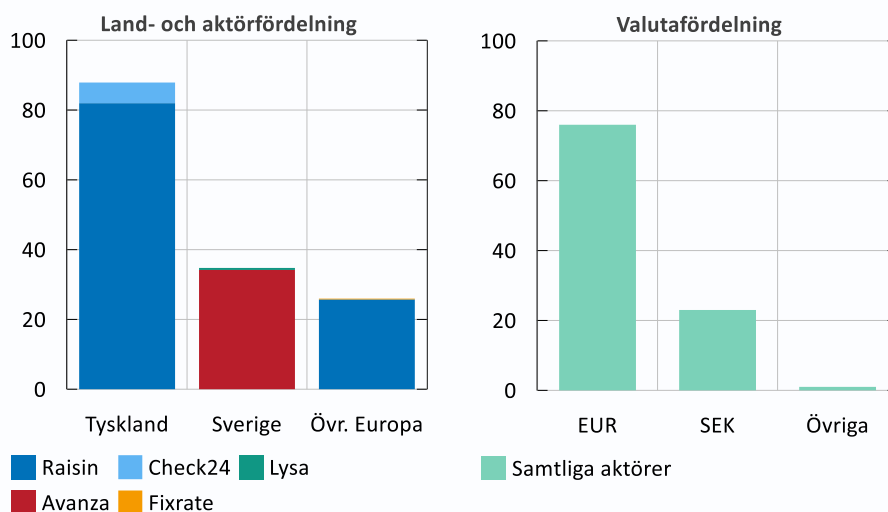
Anm. Diagrammet visar banker med inlåning via plattformar. Majoriteten av dessa är konsumtionskreditbanker.

Källa: Riksbanken.

Av de svenska banker som utnyttjar inlåningsplattformar återfinns majoriteten av volymerna på den plattform som tillhandahålls av den tyska aktören Raisin (se Diagram 22, vänster). Raisin verkar i huvudsak på den tyska marknaden men har även betydande volymer kopplade till plattformen från andra stora europeiska länder såsom Storbritannien, Nederländerna och Spanien. Som ett resultat av detta är en stor andel av den inlåning de svenska bankerna får in genom plattformarna i euro (se Diagram 22, höger). Den näst största aktören är Avanza som i likhet med Raisin möjliggör för insättare att flytta sparandet mellan sparkonton hos anslutna partnerbanker.

Diagram 22. Plattformsinlåning fördelat per land och aktör samt valuta

Miljarder kronor, procent



Anm. Diagrammen visar banker med inlåning via plattformar. Majoriteten av dessa är konsumtionskreditbanker.

Källa: Riksbanken.

Många av de banker som får in en stor andel av sin inlåning i utländsk valuta genom plattformar har även en stor tillgångssida i form av utlåning i utländsk valuta. För en del skiljer sig dock valutafördelningen mellan skuld- och tillgångssidan. Vidare verkar dessa banker utanför Sverige uteslutande genom filialer vilket innebär att det är det svenska insättningsgarantisystemet som omfattar inlåningen som bankerna får in från utlandet.

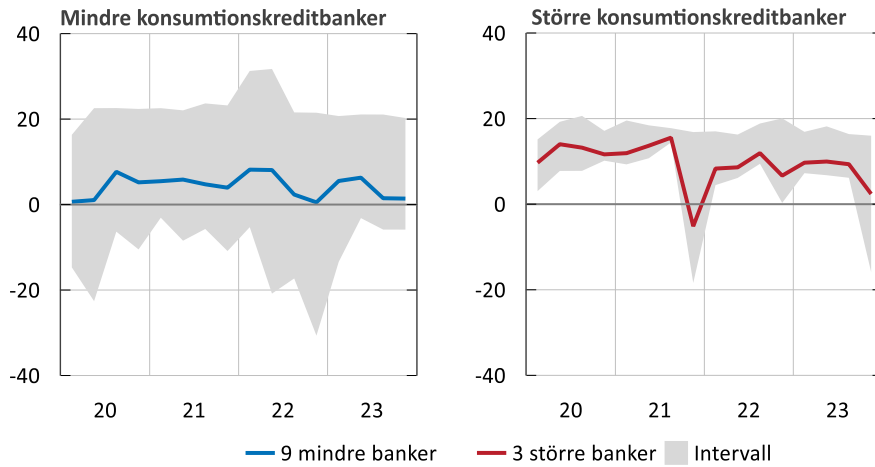
Riksbankens analys visar att för de konsumtionskreditbanker som hade förhöjda utflöden av inlåning när coronapandemin bröt ut stod inlåning från plattformar för en större del av utflödena än inlåning på mer konventionella konton. Det skulle kunna tala för att inlåning via plattformar är mer flyktig än vanlig inlåning och därför kan medföra risker för de banker som har mycket sådan inlåning. Om en större andel av banksektorns inlåning skulle hamna på den här typen av plattformar kan det öka riskerna för den finansiella stabiliteten.

Ökade risker för konsumtionskreditbankerna

Som grupp har konsumtionskreditbankerna sämre lönsamhet än de svenska storbankerna, men variationen är stor i synnerhet mellan de mindre konsumtionskreditbankerna (se Diagram 23).

Diagram 23. Avkastning på eget kapital för olika typer av banker

Procent



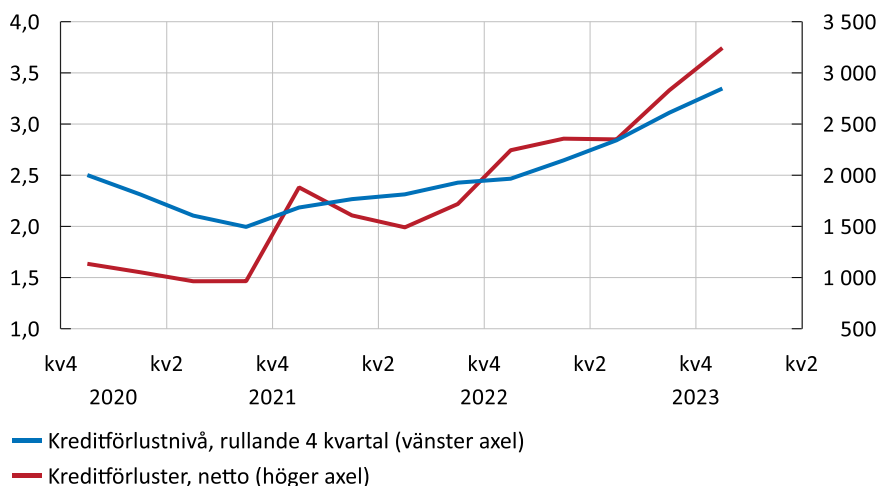
Anm. Diagrammet visar genomsnitt som är viktade på eget kapital, och det gråa intervallet visar spridningen. Mindre konsumtionskreditbanker i urvalet innefattar Avida finans, ICA banken, Ikano Bank, Marginalen Bank, Medmera Bank, Northmill Bank, Qliro, Svea Bank och TF Bank. Större konsumtionskreditbanker i urvalet innefattar NOBA Bank Group, Norion Bank och Resurs Bank.

Källor: Bankernas delårsrapporter och S&P CapIQ Global.

En faktor som har bidragit till konsumtionskreditbankernas förhållandevis låga lönsamhet är deras stora kreditförluster som dessutom har ökat under de två senaste åren (se Diagram 24). Det beror troligtvis på att räntorna och inflationen har stigit och att hushållen har fått det svårare att klara av att betala räntorna.

Diagram 24. Kreditförluster hos konsumtionskreditbanker

Procent, miljoner kronor



Anm. Konsumtionskreditbanker i urvalet innefattar Avida finans, ICA banken, Ikano Bank, Marginalen Bank, Medmera Bank, Northmill Bank, Qliro, Svea Bank, TF Bank, NOBA Bank Group, Norion Bank och Resurs Bank.

Källor: Bankernas delårsrapporter och S&P CapIQ Global.

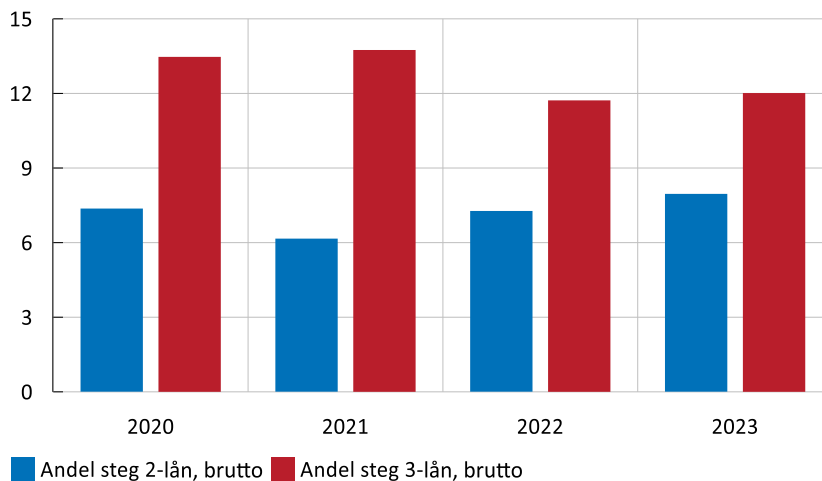
Andelen riskfyllda lån ökar

Andelen riskfyllda lån ökar hos konsumtionskreditbankerna. Detta illustreras av att andelen lån i steg 2 som ofta ses som ett tidigt tecken på försämrad kreditkvalitet, har ökat de senaste två åren (se Diagram 25).⁴² Under 2023 syns också en liten ökning av lånen i steg 3.

Konsumtionskreditbankerna har låg lönsamhet och gör allt större kreditförluster. Som grupp är de därför förhållandevis sårbara. Om någon enstaka av dessa banker får problem är det sannolikt inte någon större risk för det finansiella systemet. Men om problemen sprider sig till fler banker finns det en risk att marknaden tappar förtroendet för hela branschen vilket skulle kunna hota den finansiella stabiliteten.

Diagram 25. Andel lån i steg 2 och 3 för konsumtionskreditbanker

Procent



Anm. Konsumtionskreditbanker i urvalet innefattar Avida finans, ICA banken, Ikano Bank, Marginalen Bank, Medmera Bank, Northmill Bank, Qliro, Svea Bank, TF Bank, NOBA Bank Group, Norion Bank och Resurs Bank.

Källor: Bankernas delårsrapporter och S&P CapIQ Global.

Stresstest visar på betydande förluster

Fastighetssektorn har upplevt problem till följd av högre räntor och lägre efterfrågan på kontorsytor, och flera fastighetsföretag står fortfarande inför utmaningar. För att få en uppfattning om hur storbankerna skulle kunna påverkas om fastighetsföretagens finansiella situation skulle försämrats har Riksbanken genomfört stresstester liknande de som gjordes i föregående stabilitetsrapport.⁴³ Nu stressas dock samtliga fastighetsföretag som bankerna är exponerade mot, istället för ett urval på 34 företag. Stresstesterna indikerar att om fastighetsvärderingarna faller med cirka 30 procent och företagens intjäning kraftigt försämrats kan bankerna drabbas av kreditförluster

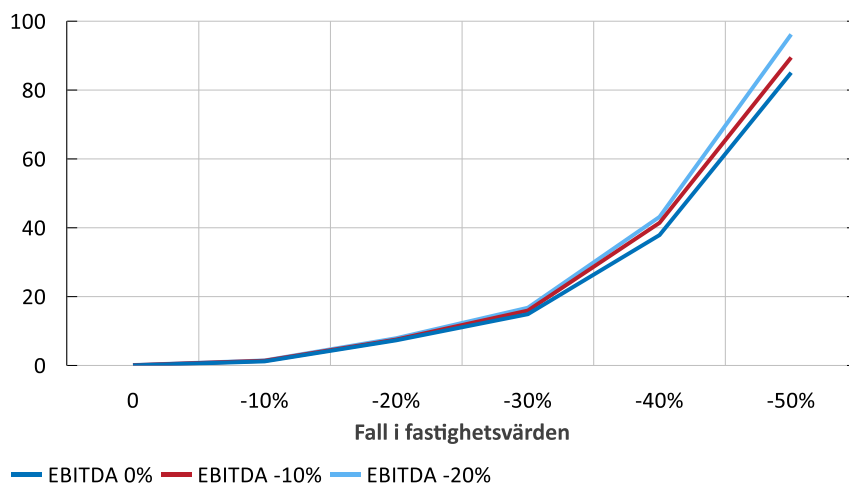
⁴² Enligt IFRS 9 ska banker klassificera sina lån i tre olika riskklasser, så kallade steg. Steg ett (presterande) är för lån som inte har visat några tecken på ökad kreditrisk, steg två (underpresterande) är för lån med ökad kreditrisk och steg tre (nedskrivna) är den högsta riskklassen för lån.

⁴³ Se *Finansiell stabilitet*, 2023:2, Sveriges riksbank.

på upp till knappt 2 procent av utlåningen till kommersiella fastighetsföretag, vilket är i linje med tidigare resultat.

Diagram 26. Kreditförlustreserveringar i stresstestet

Miljarder kronor



Anm. De tre linjerna visar kreditförlustreserveringarna i stresstestet på den vertikala axeln givet olika fall i intjäning (earnings before interests, taxes, depreciation, and amortisation: EBITDA) hos fastighetsbolagen och vid olika stora fall i fastighetsvärderingar (den horisontella axeln).

Källor: Bisnode/Serrano och Riksbanken.

Storbankerna kan hantera förlusterna som uppstår i stresstestet

Den starka lönsamheten hos de svenska storbankerna gör att de har kärnprimärkapitalrelationer som ligger cirka 4 procentenheter över kraven. Även om det finns indikationer på att bankernas lönsamhet kan försämrats kommer bankerna fortsatt kunna ha en god kapitaltäckning. De svenska storbankerna uppfyller även med marginal de krav som finns på likviditetsbuffertar (LCR) och kravet på en stabil nettofinansiering (NSFR). I dagsläget bedömer Riksbanken att de svenska storbankerna kan hantera en betydligt sämre ekonomisk utveckling.

4.2 Icke-banker är mer sammanlänkade än tidigare

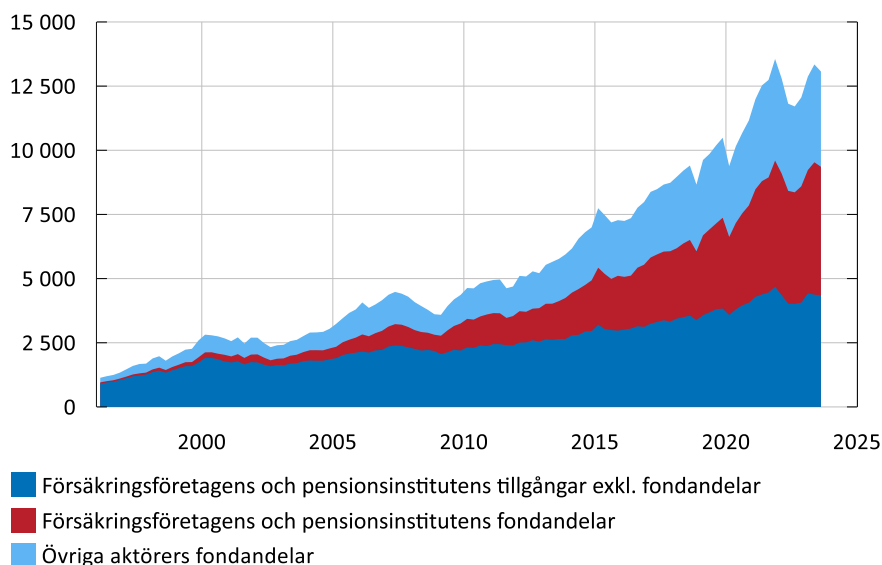
Större sammanlänkningar skapar risker

Icke-banksektorn blir allt mer komplex, med en större sammanlänkning mellan olika aktörer. I Sverige är den största sammanlänkningen bland icke-bankerna mellan försäkrings- och pensionssektorn och fondsektorn. Försäkringsföretagen och pensionsinstituterna äger nu mer än hälften av andelarna i investeringsfonderna, och detta mots-

varar också mer än hälften av deras egna tillgångar (se Diagram 27, mörkblå yta i relation till röd).⁴⁴ Riksbanken har tidigare uppmärksammat problemet med snabba uttag ur fonder samtidigt som fonderna investerar i mindre likvida tillgångar, särskilt för företagsobligationsfonder. Mot bakgrund av den ökade sammanlänkningen mellan dessa sektorer är det viktigt att analysera denna sårbarhet även inom ramen för försäkrings- och pensionssparandet.

Diagram 27. Svenska försäkringsföretags och pensionsinstituts fondandelar i relation till deras övriga finansiella tillgångar samt övriga aktörers fondandelar

Miljarder kronor



Källa: SCB.

Den ökade sammanlänkningen beror på fondförsäkringar

Att andelen av försäkrings- och pensionssektorns tillgångar som utgörs av fonder ökar är ett resultat av övergången från traditionella försäkringar till fond- och depåförsäkringar som dessa företag erbjuder sina kunder. Livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen har fördubblat sin andel tillgångar som hör till fond- och depåförsäkringar jämfört med förra årtiondet. Det motsvarar drygt 40 procent av deras totala tillgångar – en av de högsta andelarna inom EU.⁴⁵

⁴⁴ Här exkluderas Första till Sjätte AP-fonden eftersom de är en del av den offentliga sektorn, även om de bedriver liknande verksamhet som övriga pensionsaktörer.

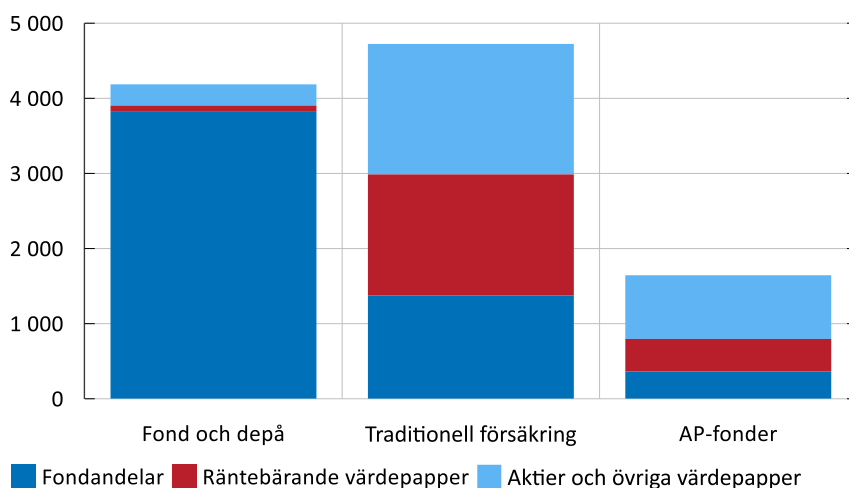
⁴⁵ Se Diagram A.4 i Diagramappendix. För enbart försäkringsföretagen är denna siffra cirka 65 procent, se <https://www.svenskforsakring.se/globalassets/rapporter/omvarldstrender/2023-omvarldstrender.pdf>/ s. 27.

I traditionella försäkringar väljer livförsäkrings- eller tjänstepensionsföretaget hur kapitalet ska förvaltas och bär den finansiella risken. I fond- och depåförsäkringar däremot har kunderna själva möjligheten att välja vilka fonder eller andra värdepapper som de vill placera sitt sparande i, från ett urval som görs av företaget.⁴⁶

Försäkringsföretag och pensionsinstitut äger fondandelar genom både sin traditionella förvaltning och sina fond- och depåförsäkringar (se Diagram 28). I sin traditionella förvaltning tenderar de dock i stor utsträckning att investera direkt i räntebärande värdepapper och aktier. Däremot är det via fond- och depåförsäkringar som de största länkarna till fonderna finns. Riskerna med fond- och depåförsäkringar skiljer sig därför ifrån de som finns inom traditionell försäkring.

Diagram 28. Försäkrings- och pensionssektorns värdepapper

Miljarder kronor



Anm. Data per 2023-12-31. "Fond och depå" avser värdepapper ägda av företag vars tillgångar till största delen tillhör fondförsäkringar, depåförsäkringar eller båda samt fondandelarna inom premiepensionssystemet. "Traditionell försäkring" inkluderar skadeförsäkringsföretag som förvaltar sina egna medel på värdepappersmarknaden.

Källa: Riksbanken.

Pensionsspararnas incitament att byta fonder kan spä på finansiell stress

Investeringsfonder kan ibland drabbas av uttagsanstormningar, som i viss mån liknar bankuttagsanstormningar. Risken för detta är större när det råder osäkerhet på marknaden för fondens tillgångar eller när tillgångarna plötsligt sjunker i värde. Andelsägare som först säljer sina fondandelar kan dra fördel av att fonden ibland värderar dessa andelar till ett högre pris än vad den kan få när den säljer de underliggande tillgångarna för att täcka uttagen. De som väljer att stanna kvar i fonden får stå för eventuella kostnader som uppstår till följd av mellanskillnaden som betalas ut till de som väljer att lämna. Detta kallas för "first-mover advantage" och riskerar att förstärka ett

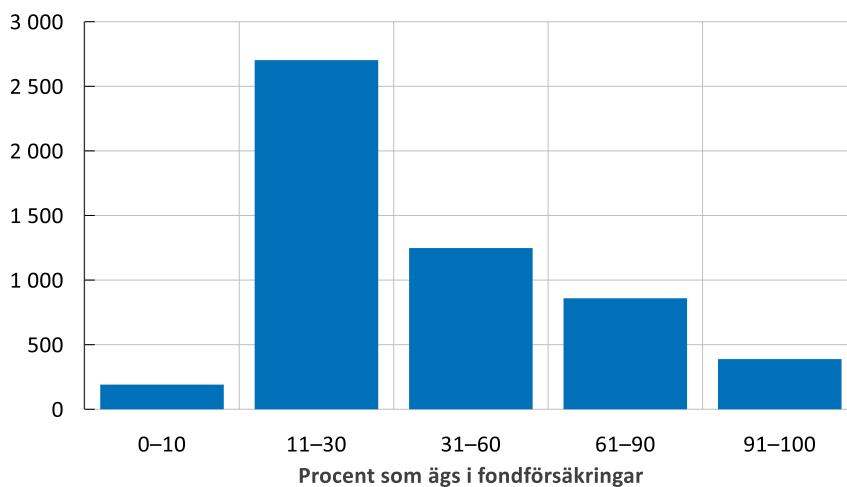
⁴⁶ I en fondförsäkring kan kunden endast välja fonder, medan i en depåförsäkring kan kunden även välja andra värdepapper.

redan högt säljtryck på underliggande marknader, så som företagsobligationsmarknader, i ett stressat läge.

I fondförsäkringar kan man byta mellan fonder men inte sälja fondandelar i utbyte mot kontanter. Eftersom man snabbt kan byta fonder finns det fortfarande en fördel med att vara först att agera. Det skapar incitament för långsiktiga pensionssparare att agera kortsiktigt och kan öka trycket på fonder i en situation där de är pressade av uttag. Fonderna som erbjuds i fondförsäkringar är dessutom oftast desamma som de fonder som ägs av andra investerare – däribland hushåll som sparar utanför pensionsystemet och utländska aktörer – som kan sälja sina fondandelar mot kontanter. Diagram 29 visar att en stor del av den totala fondförmögenheten utgörs av fonder där relativt få andelar ägs i fond- eller depåförsäkringar. Ungefär 2 700 miljarder kronor kommer från fonder där mellan 11 och 30 procent av fondandelarna ägs i sådana försäkringar. Om personer utanför pensionsystemet försöker lämna fonderna, och om fonden inte har vidtagit åtgärder för att hantera stora utflöden, kan det påverka pensionsspararna i fonderna negativt.

Diagram 29. Fondförmögenheten uppdelad på hur stor andel av respektive fond som ägs i fond- och depåförsäkringar

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet avser 2023-12-31. Avser fondandelar ägda av företag vars tillgångar till största delen tillhör fondförsäkringar, depåförsäkringar eller båda samt fondandelarna inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fondens investeringsfonder är exkluderade eftersom de enbart går att välja inom premiepensionssystemet.

Källor: SCB och Riksbanken.

Pensionsaktörernas fondregler kan påverka den finansiella stabiliteten

Fondlagstiftningen sätter ramarna för fondförvaltarna och de kan inom dessa ramar vidta åtgärder för att skydda sina fonder mot likviditetsrisker. Till exempel kan fonder hålla mer likvida tillgångar, erbjuda mindre frekventa uttagsmöjligheter eller implementera likviditetshanteringsverktyg som swing pricing. Vissa fondförvaltare kan dock bli bättre på att hantera denna typ av risk. Som Riksbanken tidigare har noterat har till

exempel företagsobligationsfonder inte tillräckligt med likvida tillgångar och deras användning av swing pricing har varit bristfällig.⁴⁷

Fondförvaltarnas åtgärder för att hantera likviditetsrisk påverkas också av de krav som livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen ställer för att fonden ska få erbjudas till deras fondförsäkringsskunder. För att bli valbara inom premiepensionen måste fonderna utöver fondlagstiftningen uppfylla Pensionsmyndighetens och Fondtorgsnämndens krav. För kollektivavtalade tjänstepensioner ställs vissa krav inte direkt på fonderna utan på livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen av arbetsmarknadens parter, det vill säga facken och arbetsgivarorganisationerna.

Premiepensionssystemet och många tjänstepensionssystem ställer krav på att fonderna ska erbjuda daglig handel. Dessutom kan deras krav försvåra användningen av vissa likviditetshanteringsverktyg i stället för att uppmuntra till deras användning. Samtidigt har fonderna, på grund av pensionssystemets och fondförsäkringars storlek i allmänhet, ett allt starkare incitament att erbjudas i fondförsäkringar, även om det begränsar deras urval av sätt att hantera likviditetsrisk på. Detta är ett exempel på hur sammanlänkningar i icke-banksektorn kan skapa risker för den finansiella stabiliteten, eftersom vissa aktörers incitament och regler kan påverka andras förmåga och vilja att hantera sina risker på ett tillräckligt sätt.

4.3 Den finansiella infrastrukturen fungerar väl men det finns operativa risker

Tillgängligheten är hög i de finansiella infrastruktursystemen

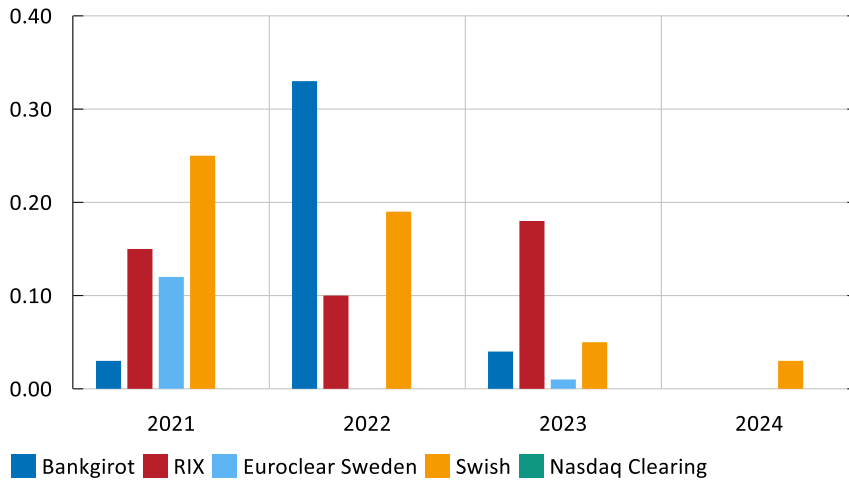
Tillgängligheten är fortsatt hög i infrastruktursystemen Nasdaq Clearing, Bankgirot, Euroclear Sweden och RIX, och merparten av alla betalningar och värdepapperstransaktioner kan genomföras i tid (se Diagram 30). Under 2023 och första kvartalet 2024 minskade även de störningar i Swishbetalningar som berodde på avbrott hos Bankgirot, Getswish och BankID.⁴⁸ Diagram 30 fångar inte de störningar i Swishbetalningar som kommer från bankerna, trots att de utgör en betydande del av avbrotten. Det har därför varit olika lätt att göra Swishbetalningar beroende på vilken bank man har haft.

⁴⁷ Se Diagram A.5 i Diagramappendix.

⁴⁸ Sedan februari 2024 avvecklas Swishbetalningar i centralbankspengar via Riksbankens avvecklingstjänst för omedelbara betalningar, RIX-INST. Tidigare avvecklades Swishbetalningar via Bankgirots plattform Betalningar i Realtid (BiR), som nu har lagts ned.

Diagram 30. Avbrott i de finansiella infrastruktursystemen

Procent



Anm. 0 procent innebär att systemet har varit tillgängligt hela tiden utan avbrott. 0,2 procent motsvarar fem timmars avbrott under en period på ett år. 0,2 procent under en period på fyra månader motsvarar ungefär 1 timme och 40 minuter. Motsvarande avbrotttider för Swish är ungefär 17,5 timmar respektive 6 timmar eftersom tjänsten är tillgänglig alla dagar och alla dygnets timmar. Avbrotten i Swish är beräknade som den totala avbrotttiden för BankID, Getswish och Bankgirots plattform Betalningar i Realtid. Data för år 2024 avser det första kvartalet, dvs. januari-mars.

Källor: BankID, Bankgirot, Euroclear Sweden, Getswish, Nasdaq Clearing och Riksbanken.

Förändringsarbete nödvändigt för en fortsatt stabil infrastruktur

Det pågår en strukturomvandling på betalnings- respektive värdepappersområdet i Sverige och Europa. För att bibehålla effektiviteten i de finansiella infrastruktursystemen och för att säkerställa att Sverige på bästa sätt kan ta del av EU:s inre marknad behöver de svenska infrastruktursystemen och deras deltagare hålla jämna steg med den internationella utvecklingen. I juni 2024 planerar Riksbanken att besluta huruvida avvecklingen av betalningar och värdepapperstransaktioner ska flytta till Eurosystemets plattformar, vilket skulle påverka RIX och Euroclear Sweden.⁴⁹ Oavsett vilket beslut som Riksbanken fattar behöver de planera för att modernisera sina system. På längre sikt är förändringen nödvändig. Ett annat exempel på en pågående förändring är Bankgirots arbete med att utveckla framtidens infrastruktur för massbetalningar, vilket behöver ske utan att riskera stabiliteten i befintliga system. Bankernas tekniska system behöver också följa med i utvecklingen för att inte fördröja Bankgirots arbete eller möjligheten att använda den nya betalinfrastrukturen.

Riksbanken bedömer att det finns en låg risk för att det ska uppstå allvarliga störningar i den finansiella infrastrukturen i dagsläget. Däremot kan de operativa riskerna tillfälligt öka under tiden som förändringsarbetet genomförs. För att minska risken för

⁴⁹ Riksbankens direktion har fattat inriktningsbeslut om att använda Eurosystemets plattformar för betalningsavveckling och för värdepappersavveckling, T2 respektive TARGET2-Securities (T2S), för betalningar i svenska kronor. Se även Sveriges riksbank (2021): [Riksbanken vill använda Eurosystemets plattformar T2 och TARGET2-Securities](#) (pressmeddelande).

störningar medan förändringsarbetet pågår behöver de finansiella infrastruktursystemen ha en god riskhantering. De behöver ha en långsiktig finansiering för att säkra kritisk personal och samtidigt investera i nya tekniska lösningar för att stärka motståndskraften i systemen. I dagsläget bedömer Riksbanken att de privata infrastruktursystemen (Bankgirot, Nasdaq Clearing och Euroclear Sweden) har tillräckligt med eget kapital för att kunna hantera sina operativa kostnader. Till exempel skulle deras likvida nettotillgångar finansierade med eget kapital i dagsläget kunna täcka cirka två år av deras genomsnittliga operativa kostnader.⁵⁰ Eftersom kostnaderna för att genomföra förändringsarbetet kommer att öka kommande år behöver infrastrukturföretagens egna kapital öka i samma omfattning.

Ny lagstiftning påverkar systemen i den finansiella infrastrukturen

Inom EU har man enats om förändringar i Emir, det vill säga den förordning som reglerar OTC-derivat, centrala motparter (CCP:er) och transaktionsregister.⁵¹ Om förändringarna träder i kraft kommer EU-aktörer att påverkas på flera olika sätt. Till exempel ställs högre krav på CCP:er att ta hänsyn till såväl sina egna som sina deltagares likviditetsrisker. Därtill kommer de behöva säkerställa att deltagare som är icke-finansiella företag har kapacitet att möta sina marginalsäkerhetskrav, även under stressade marknadsförhållanden. Eftersom icke-finansiella företag inte möter samma regulatoriska likviditetskrav som exempelvis banker så kommer detta medföra minskade risker för CCP:er. EU-aktörer som är aktiva på räntederivatmarknader i euro och zloty kommer också att få ett krav på att ha ett så kallat aktivt konto hos en EU-CCP. För svenska aktörer betyder det att de behöver öppna ett konto för clearing hos en EU-CCP om de inte redan har ett sådant, exempelvis Nasdaq Clearing eller Eurex Clearing. Svenska banker, som har betydande exponeringar i euro mot den brittiska CCP:n LCH Ltd, väntas behöva cleara en representativ andel av sina derivattransaktioner på ett sådant konto. Även om aktiva konton minskar EU:s systemrisker mot CCP:er från ett tredjeland, så noterar Riksbanken att svenska och andra EU-aktörers förutsättningar för att hantera sina risker på ett effektivt sätt kan minska som följd.

Därtill träder clearinglagen i kraft den 1 juli vilket innebär att stora delar av CPMI-loscos internationella principer, PFMI, blir svensk lag. Det innebär nya och skarpare krav på Bankgirot och Getswish som bland annat rör riskhantering, styrning, cybersäkerhet, beredskap och kapital. Riksbanken anser att detta kan bidra till öka motståndskraften i betalinfrastrukturen.

⁵⁰ Diagram A.6 i Diagramappendix visar infrastruktursystemens Orderly-Wind-Down-kvot, dvs. kvoten mellan företagets likvida nettotillgångar och genomsnittliga operativa halvårskostnader, per den 31 december 2023. Enligt PFMI ska kapitalet motsvara minst sex månaders kostnader, dvs. en kvot lika med 1. För mer information se *Finansiell infrastruktur*, juni 2016, Sveriges riksbank.

⁵¹ Europeiska rådet (2024): [Kapitalmarknadsunionen: rådet och EU-parlamentet enas om förbättringar av EU:s clearingtjänster](#) (pressmeddelande).

4.4 Mer sofistikerade cyberangrepp ökar kraven på beredskap

Fortsatt hög risk för cyberangrepp mot svenska mål

I takt med att det säkerhetspolitiska läget i omvärlden försämrats har antalet cyberangrepp ökat inom EU (se Diagram 31).⁵² Även Internationella valutafonden (IMF) ser cyberrisken som en växande oro för den makrofinansiella stabiliteten.⁵³ Händelser som exempelvis Sveriges inträde i Nato, koranbränningar och den internationellt uppmärksammade LVU-kampanjen har också gjort att hotbilden mot Sverige har ökat.⁵⁴ Bakom de allvarliga cyberangreppen står huvudsakligen statliga aktörer och organiserade kriminella grupper. De vanligaste cyberangreppen görs med kända och enklare metoder som till exempel distribuerade överbelastningsattacker, så kallade DDoS-attacker. Men hotaktörernas metoder och verktyg utvecklas ständigt och cyberangreppen mot finansiella aktörer blir allt mer sofistikerade. De hotbildsanalyser som görs i samband med TIBER-testerna pekar på att det finns hotaktörer som är både avancerade och kapabla.⁵⁵

Ett aktuellt exempel på ett cyberangrepp är incidenten hos IT-leverantören Tietoevry som påverkade flera organisationer.⁵⁶ Även om incidenten inte påverkade tjänster som är kritiska för aktörerna i det finansiella systemet visar den på en koncentrationsrisk när flera aktörer förlitar sig på samma tredjepartsleverantör för drift av system. Ett mer framgångsrikt cyberangrepp på en tredjepartsleverantör hade kunnat påverka tjänster som är kritiska för det finansiella systemet. Att många aktörer är beroende av en och samma tredjepartsleverantörer är därför en systemrisk för hela det svenska finansiella systemet.

⁵² Det saknas motsvarande statistik över antalet cyberincidenter mot specifikt svenska aktörer.

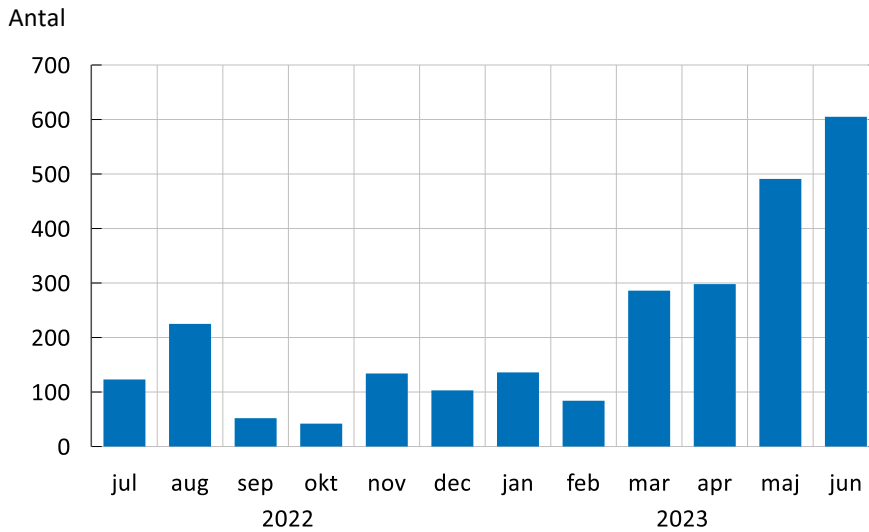
⁵³ Se "Cyber risk: A growing concern for macrofinancial stability", Global Financial Stability Report, april 2024, International Monetary Fund.

⁵⁴ Se Säkerhetspolisens bedömning av säkerhetsläget i Sverige: [Allvarligt omvärldsläge präglar hoten mot Sverige - Säkerhetspolisen \(sakerhetspolisen.se\)](#), februari 2024.

⁵⁵ TIBER är ett ramverk inom vilket man kan genomföra hotbildsbaserade penetrationstester som finns för både EU och Sverige. Det är Riksbanken som samordnar TIBER-testerna i Sverige.

⁵⁶ Se Tietoevry (2024): [Tietoevry: Slutsatser gällande Ransomwarattacken](#) (pressmeddelande).

Diagram 31. Antal observerade cyberincidenter i EU



Anm. Data avser självrapporterade observerade incidenter från följande sektorer i de europeiska medlemsstaterna: offentlig förvaltning, sjukvård, företag, media, digital infrastruktur, digitala tjänsteleverantörer, finansiella aktörer och enskilda individer. Antalet incidenter hos finansiella aktörer och digitala tjänsteleverantörer utgjorde 12 procent av det totala antalet.

Källa: European Union Agency for Cybersecurity (ENISA).

DORA-förordningen ökar kraven på aktörernas förmåga

Aktörerna i det finansiella systemet arbetar kontinuerligt med att förbättra sin motståndskraft mot cyberangrepp. Detektionsförmågan hos de finansiella aktörerna har blivit bättre under de senaste åren, vilket blivit tydligt under tiden som Riksbankens TIBER-tester utförts. Det har alltså blivit svårare för en simulerad angripare att lyckas med ett cyberangrepp. Däremot finns en risk att aktörerna inte utvecklar sin förmåga att återhämta sig efter ett cyberangrepp som lyckats slå ut kritiska system i samma snabba takt som hotbilden försämras. DORA-förordningen, som börjar tillämpas nästa år, kommer dock att ställa krav på de flesta finansiella aktörer att både öka sin motståndskraft mot cyberincidenter och stärka sin förmåga att hantera driftstörningar.⁵⁷ Dessutom kommer aktörerna att behöva ställa högre krav vid utkontraktering till tredjepartsleverantörer. Utöver det blir hotbildsstyrda penetrationstester krav för många aktörer. Idag leder Riksbanken hotbildsstyrda penetrationstester som en del av TIBER-programmet och föreslås fortsatt leda testandet inom ramen för DORA.⁵⁸

Förmågan att stå emot cyberangrepp är en beredskapsfråga

Sett till den höga graden av digitalisering och globalisering inom betalningssystemet blir förmågan att stå emot cyberangrepp i allra högsta grad en beredskapsfråga. Riksbanken har ett lagstadgat ansvar för att allmänheten ska kunna göra betalningar vid fredstida kriser och vid höjd beredskap. Inom ramen för detta ansvar har Riksbanken

⁵⁷ DORA avser EU-förordningen Digital Operational Resilience Act. Finansdepartementet har föreslagit Riksbanken som ansvarig myndighet för samordning och genomförande av de hotbildsstyrda penetrationstester som är en del av Dora. I praktiken skulle det innebära att Riksbanken anpassar TIBER-SE och att fler aktörer testas.

⁵⁸ Se *Digital operativ motståndskraft för finanssektorn (Fi2024/00073)*, januari 2024, Finansinspektionen.

ett kravställande, samordnande och övervakande uppdrag som syftar till att stärka den gemensamma beredskapsförmågan. Vid en fredstida kris eller vid höjd beredskap ansvarar Riksbanken vidare för en ledningsfunktion som ska samordna och informera hanteringen. I en utredning föreslås även Riksbanken leda en krishanterande funktion vid allvarliga driftstörningar, till exempel vid en större cyberincident.⁵⁹ Riksbanken har tidigare påtalat behovet av en ökad samordning utifrån ett systemperspektiv inom den finansiella sektorn för att stärka motståndskraften mot cyberangrepp.⁶⁰

⁵⁹ Se Finansdepartementet (2024): [Utredning föreslår operativ krishantering vid cyberattacker och andra allvarliga driftstörningar i betalningssystemet - Regeringen.se](#) (pressmeddelande).

⁶⁰ Se även "Cyberrisker och finansiell stabilitet", fördjupning i *Finansiell stabilitet*, 2023:1, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – Hur påverkar kvantitativa åtstramningar bankerna?

De senaste åren har Riksbanken genomfört så kallade kvantitativa lättnader respektive åtstramningar. De kvantitativa lättnaderna har inneburit att Riksbanken under en period har köpt tillgångar, som statsobligationer, vilket har ökat likviditeten i banksystemet. De kvantitativa åtstramningarna innebär att Riksbanken har låtit tillgångarna förfalla och delvis även sålt av dem. I den här fördjupningen diskuterar vi hur Riksbankens obligationsköp har påverkat de svenska storbankerna under åren och vad effekterna blir när Riksbanken minskar sitt obligationsinnehav. En slutsats är att bankerna behöver anpassa sina balansräkningar, bland annat genom att emittera större volymer säkerställda obligationer. De kan även behöva jämna ut sin likviditet på interbankmarknaden.

Riksbankens kvantitativa lättnader och åtstramningar påverkar bankernas balansräkningar

I februari 2015 när inflationen och inflationsförväntningarna var låga påbörjade Riksbanken kvantitativa lättnader. Kvantitativa lättnader kallas även QE (eng. quantitative easing) och innebär att Riksbanken köper värdepapper – i det här fallet statsobligationer – för att stimulera ekonomin. När coronapandemin bröt ut under våren 2020 blev det stor oro på flera finansiella marknader, och Riksbanken utökade då sina obligationsköp. Från en portfölj på 10 miljarder kronor i början av 2015 växte Riksbankens innehav till drygt 900 miljarder kronor i slutet av 2021. Under andra kvartalet 2022 påbörjade Riksbanken istället kvantitativa åtstramningar, även kallat QT (eng. quantitative tightening), genom att låta obligationer förfalla. Under april 2023 började Riksbanken även att sälja statsobligationer. Sedan andra kvartalet 2022 har obligationsportföljen minskat till cirka 600 miljarder kronor.

När Riksbanken köper värdepapper ökar bankernas fordringar på Riksbanken och deras inlåning.⁶¹ Det beror på att Riksbanken vid kvantitativa lättnader köper en obligation från en motpart på marknaden, exempelvis en statsobligation från ett företag. Riksbanken får då en statsobligation på sin tillgångssida och betalar genom att sätta in pengar, så kallade centralbanksreserver, på företagets banks konto i Riksbanken (se Tabell 1).⁶² Banken har då fått en tillgång i form av reserver och eftersom den agerar intermediär skapar den pengar som motsvarar köpeskillingen för statsobligationen på det säljande företagets inlåningskonto. I tabell 1 framgår också att inlåningen har ökat

⁶¹ Ett undantag är om säljaren skulle vara en bank, vilket skulle innebära att banksektorn byter en tillgång mot en annan. För vidare resonemang se Andersson, Erik och Kaplan, Peter (2024), Vad drev de kraftiga svängningarna i inlåningen mellan 2020 och 2023? *Ekonomisk kommentar* nr 6, 2024, Sveriges riksbank.

⁶² Centralbanksreserver är en fordran på en centralbank vars primära funktion är avveckling av betalningar. Centralbanksreserver är bankers inlåning i centralbanken.

på företagets tillgångssida medan obligationerna har minskat. På så vis har Riksbankens kvantitativa lättnader ökat inlåningen i banksektorn.

Tabell 1. Aktörers balansräkningar vid kvantitativa lättnader

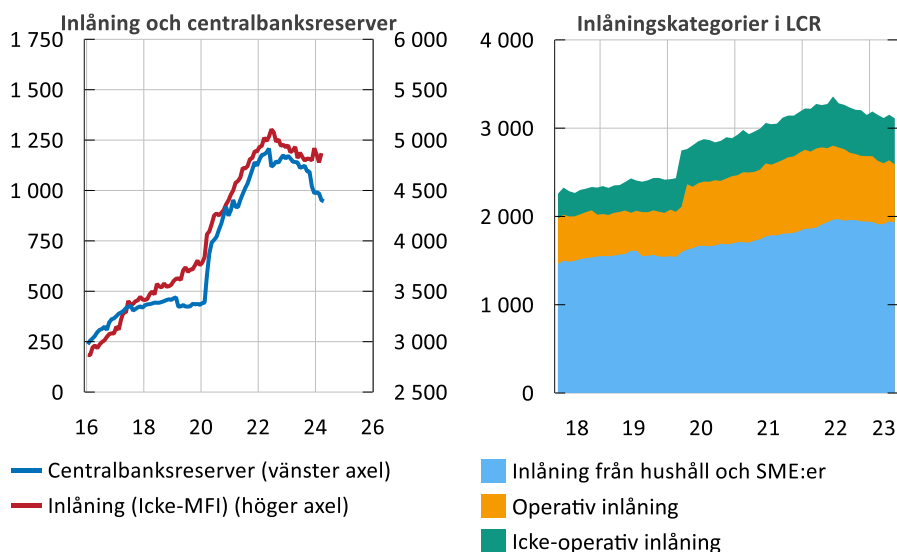
Riksbanken		Banksektorn		Motpart (t.ex. finansiella och icke-finansiella företag)	
Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder
+ Obligationer	+ Reserver	+ Reserver	+ Inlåning	+ Inlåning	- Obligationer

Anm. När Riksbanken köper en obligation från ett företag betalar den banksektorn med centralbanksreserver. Banksektorn betalar motsvarande belopp i inlåning till säljaren. Resultatet för företaget blir att dess tillgångar förändras från ett värde i obligationer till motsvarande värde i inlåning.

I Diagram 32 (vänster) kan man se att banksektorns inlåning och centralbanksreserver ökade under perioden med kvantitativa lättnader. Att inlåningen ökade mer än centralbanksreserverna beror på att den även påverkas av andra faktorer, som bankernas utlåning och val av finansiering.

Diagram 32. Utvecklingen av storbankernas centralbanksreserver och inlåning i svenska kronor

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet till höger visar den summerade inlåningen från Nordea, Handelsbanken, SEB, Swedbank i svenska kronor enligt kategorier specificerade i regelverket för likviditetstäckningskvoten (LCR). Operativ inlåning avser inlåning som är kopplad till ett företags operativa verksamhet, som löneutbetalningar, cash management och clearing. Icke-operativ inlåning avser övrig företagsinlåning. "SME:er" avser små och medelstora företag.

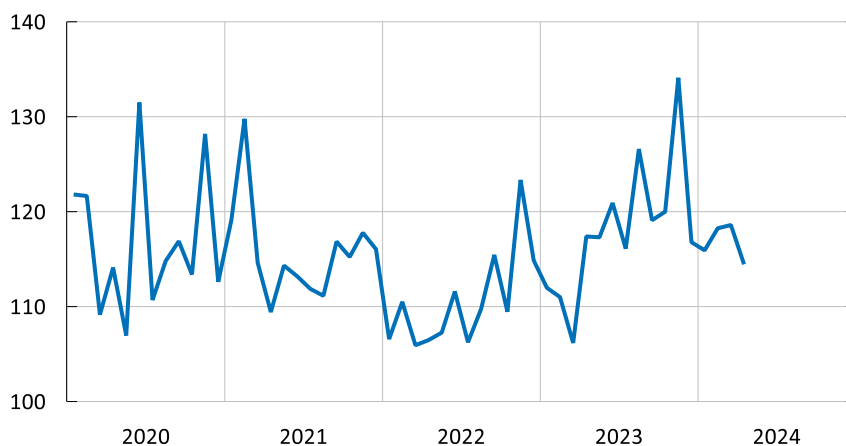
Källor: COREP och SCB.

Mer centralbanksreserver, som räknas som den mest likvida tillgången som finns, innebär att bankernas likvida tillgångar ökar. Samtidigt anses inlåning vara en relativt stabil finansieringskälla. Det gäller särskilt operativ inlåning som anses vara mindre flyktig än icke-operativ. Det var också den operativa inlåningen som ökade mest i

samband med de kvantitativa lättnaderna (se Diagram 33, höger). Detta har underlättat för bankerna att uppfylla likviditetskravet, LCR, i svenska kronor som beräknas som likvida tillgångar i förhållande till stressade nettoutflöden där antaganden om flyktighet i inlåningen spelar roll.^{63 64}

I Diagram 33 framgår det dock att storbankernas likviditetstäckningskvot inte har ökat nämnvärt under perioden. Eftersom bankernas likvida tillgångar ökade under perioden tyder detta på att bankerna har anpassat sin finansieringsstruktur, bland annat genom att emittera värdepapper med kortare löptid. I LCR-termer kan man säga att de har ökat sina nettoutflöden.

Diagram 33. De svenska storbankernas likviditetstäckningskvot i svenska kronor
Procent



Anm. Avser likviditetstäckningskvot (LCR) i svenska kronor för Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Regelkravet för LCR i svenska kronor är 75 procent.

Källa: Bankernas inrapportering till Riksbanken.

Bankerna har justerat sin finansieringsstruktur

Under perioden med kvantitativa lättnader har de tre svenska storbankerna ökat sin volym av kortfristiga värdepapper, som certifikat, medan långfristiga värdepapper som säkerställda och icke-säkerställda obligationer har minskat eller varit någorlunda konstant i volym (se Diagram 34). En förklaring till det kan vara att de fick mindre incitament att finansiera sig på längre löptider när Riksbanken genomförde kvantitativa lättnader. Bankerna använde i första hand det stora inflöde av inlåning som kom via Riksbankens obligationsköp och valde att täcka sitt resterande finanseringsbehov med

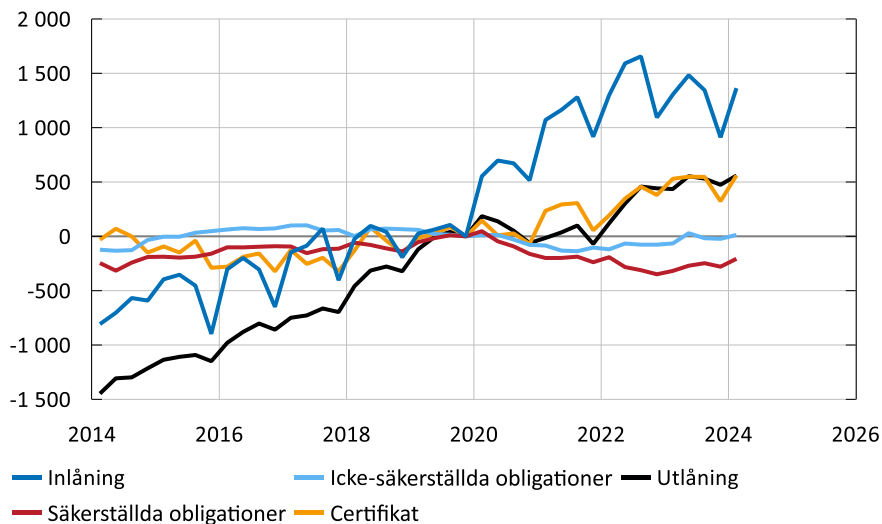
⁶³ Allt annat lika innebär en ökning i centralbanksreserver en ökning i bankens likvida tillgångar som utgör täljaren av LCR. Nämnaren beror på ett så kallat utflödesantagande för hur mycket av inlåningen som försvinner under den stressade perioden. För operativ inlåning är detta 25 procent. Antag att de kvantitativa lättnaderna är 100, vilket leder till att bankens centralbanksreserver ökar med 100. Vi antar även att den operativa inlåningen ökar med 100. De likvida tillgångarna ökar då med 100, men nettoutflödena ökar endast med 25 givet utflödesantagandet.

⁶⁴ Under mars och april 2020 ökade centralbanksreserverna med cirka 250 miljarder kronor, vilket var ett resultat av Riksbankens lån till banker för att stödja företagsutlåning på totalt cirka 170 miljarder och kvantitativa lättnader på 80 miljarder. Båda dessa bidrog till ökad inlåning. Majoriteten av lånen till bankerna var dock återbetalade under maj månad 2021.

den billigaste marknadsfinansieringen, det vill säga certifikat. Detta var möjligt för att de kvantitativa lättnaderna hade underlättat för bankerna att uppfylla likviditetskraven.

Diagram 34. De svenska storbankernas finansiering

Miljarder kronor



Anm. Serierna är normaliserade till noll för kvartal 4 2019.

Källor: Kvartalsrapporter från Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Vid kvantitativa åtstramningar behöver bankerna öka löptiden på sin finansiering

Riksbanken har sedan andra kvartalet 2022 inlett kvantitativa åtstramningar (QT) genom att minska sitt innehav av värdepapper, och planerar att fortsätta med det tillsvi-dare. Då minskar bankernas centralbanksfordringar och även inlåningen, men det är inte självklart att den minskar lika mycket som centralbanksreserverna.⁶⁵ Skillnaden beror bland annat på hur mycket av Riksbankens obligationsportfölj som bankerna väljer att köpa för egen räkning, vilket inte påverkar deras inlåning.⁶⁶ Dessutom finns det andra faktorer som påverkar inlåningsvolymen, som kreditillväxt i banksektorn som kan göra att de kvantitativa åtstramningarnas påverkan på banksektorns balansräkning inte blir lika tydlig. Sammantaget innebär dock de kvantitativa åtstramningarna att det blir dyrare för bankerna att uppfylla sina likviditetskrav, och att de behöver anpassa både tillgångs- och skuldsidan av sina balansräkningar.

⁶⁵ Vid QT uppstår motsatt resultat till det som beskrivs i tabell 1. När Riksbanken säljer en obligation till ett företag kommer företaget använda inlåning för att betala för obligationen. Företaget byter därmed inlåning mot en obligation på dess tillgångssida. Centralbanken håller mindre obligationer och har minskat sin skuld mot banksektorn. Banksektorn håller mindre centralbanksfordringar och mindre inlåning. Samma utfall uppstår vid förfall av obligationer. Skulle däremot utfärdaren vara en bank som väljer att inte refinansiera obligationen skulle inlåningen vara opåverkad.

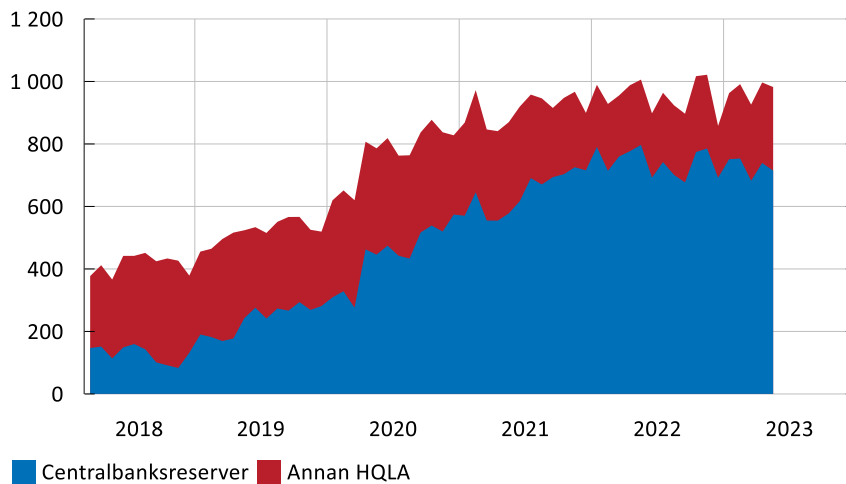
⁶⁶ Om en bank köper ett värdepapper av Riksbanken debiteras bankens konto hos Riksbanken, vilket innebär att bankens centralbanksreserver minskar. Bankens egen inlåning påverkas däremot inte eftersom banken inte agerar intermediär i transaktionen.

Banker kommer att behöva andra likvida tillgångar

Banksektorns fordringar mot Riksbanken, som uppgår till cirka 70 procent av deras likvida tillgångar i svenska kronor (se Diagram 35), kommer alltså att minska i takt med att Riksbanken säljer av och låter sina obligationsinnehav förfalla. För att kompensera för det behöver bankerna köpa andra typer av likvida tillgångar, som statsobligationer, kommunobligationer eller säkerställda obligationer. Riksbanken bedömer dock att bankerna också kommer att minska sina volymer av likvida tillgångar under de kvantitativa åtstramningarna (normalisera dem), eftersom de kvantitativa lättnaderna bidrog till en överlikviditet.

Diagram 35. Storbankernas likvida tillgångar i svenska kronor

Miljarder kronor



Anm. Avser likvida tillgångar i svenska kronor från Handelsbanken, SEB och Swedbank. Med HQLA avses högkvalitativa likvida tillgångar såsom statsobligationer och säkerställda obligationer.

Källa: COREP.

Löptiden på bankernas marknadsfinansiering kommer att bli längre

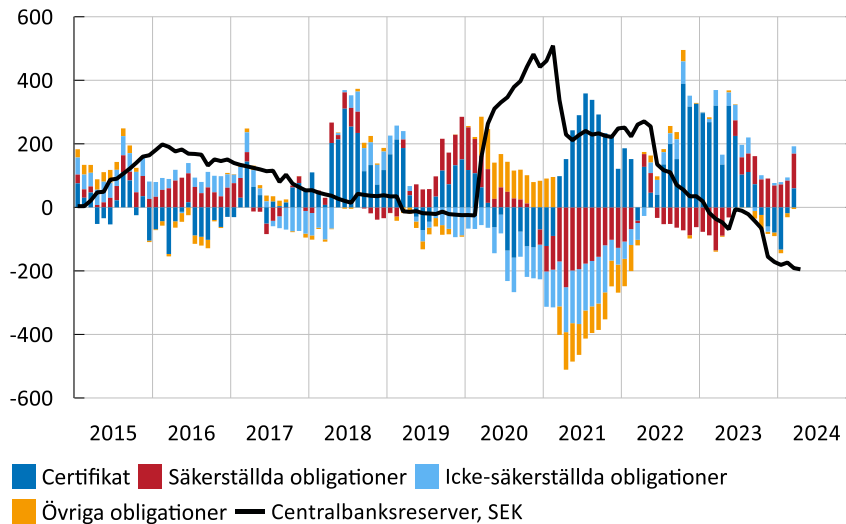
För att kompensera för att den totala volymen likvida tillgångar minskar kommer bankerna också att behöva justera sin skuldsida. Till exempel kan bankerna förlänga löptiden på sin kortfristiga marknadsfinansiering eller förlänga löptiden på sin inlåning. Riksbanken bedömer också att bankerna kommer att emittera större volymer säkerställda obligationer.

Under ett förenklat antagande om att banksystemet skulle återgå till att finansiera sig med samma andel säkerställda obligationer som före de kvantitativa lättnaderna, skulle bankernas behov av att emittera säkerställda obligationer uppgå till 500–700 miljarder utöver deras vanliga refinansieringsbehov. Man kan också uppskatta vad bankernas emissionsbehov skulle behöva vara för att de ska uppfylla LCR-kravet under olika antaganden. Sådana beräkningar ger också att bankerna, beroende på förändringen i centralbanksreserver, skulle behöva kompensera för utflödet av inlåning genom att emittera mer långfristiga obligationer för att minska effekten av QT på likvida tillgångar.

I Diagram 36 kan man redan nu se justeringar till följd av Riksbankens kvantitativa åtstramningar. Sedan februari 2023 har centralbanksfordringar i svenska kronor minskat betydligt samtidigt som storbankerna har ökat volymen säkerställda obligationer.

Diagram 36. Bankernas marknadsfinansiering och centralbanksreserver

Årsförändring i miljarder kronor



Anm. Data avser de svenska storbankerna, dvs. Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Källor: Bankernas inrapportering till Riksbanken.

Ökade emissionsvolymerna kan innebära utmaningar

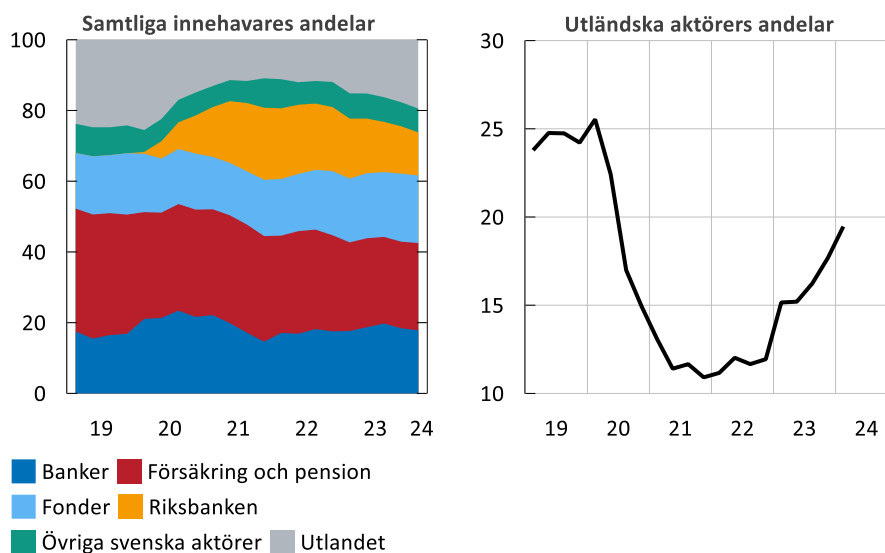
Banksektorn förväntas alltså emittera förhållandevis stora volymer säkerställda obligationer under de kommande åren. Sammansättningen av investerare i säkerställda obligationer förändras dessutom då Riksbanken minskar sina innehav. Övriga investerargrupper behöver absorbera större volymer av bankernas emissioner av denna anledning. På grund av dessa två anledningar behövs det ett stabilt investerarkollektiv både i Sverige och i utlandet. Historiskt sett har efterfrågan på säkerställda obligationer varit god och bankerna har hittills inte haft några problem att emittera nya obligationer sedan de kvantitativa åtstramningarna påbörjades. Det är framför allt utländska aktörer som nu åter har ökat sina innehav (se Diagram 37), men även svenska investerare som fonder och bankerna själva. Så länge långräntefonderna får fortsatta nettoinflöden och de långa realräntorna förblir positiva verkar det finnas incitament och förmåga hos svenska icke-banker att köpa de obligationer som bankerna emitterar.⁶⁷ Investerares efterfrågan på säkerställda obligationer kan dock vara flyktig, framför allt under perioder med finansiell stress. I ett sådant läge kan det vara svårt för bankerna att emittera större mängder obligationer vilket, i alla fall på kort sikt, kan öka deras likviditetsrisker. Vilka som investerar i obligationerna är också av vikt för hur flyktig marknadsfinansieringen är. Kortsiktiga investerare, som ofta lånefinansierar sina köp av säkerställda obligationer, kan i viss mån bistå med likviditet till mark-

⁶⁷ Se M. Andersson (2024) "Investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

naden. Det finns tecken på att denna typ av investerare har ökat i takt med att utländska investerare kommit tillbaka till marknaden under perioden med kvantitativa åtstramningar. Men blir bankerna alltför beroende av dem som investerare riskerar det att bidra till mer volatilitet i efterfrågan av bankernas finansiering.

Diagram 37. Innehavare av säkerställda obligationer i svenska kronor

Procent



Anm. Sista observation är första kvartalet 2024. Diagrammen avser nominella värden på obligationer. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB och Riksbanken.

Bankerna kan få större behov att jämna ut sin likviditet på interbankmarknaden

Det pågår en debatt i flera länder kring centralbanksreservers roll i det finansiella systemet.⁶⁸ I takt med Riksbankens kvantitativa åtstramningar kommer centralbanksreserverna i banksystemet att minska. Även om det skulle kunna vara tillräckligt för banksystemets samlade behov av centralbanksreserver, kan de vara skevt fördelade mellan bankerna. Enskilda banker skulle kunna få ett likviditetsunderskott och behöva låna från andra banker, alternativt direkt från Riksbanken. Aktiviteten på interbankmarknaden skulle därför kunna öka, efter att bankerna i stort sett inte har behövt jämna ut sin likviditet på det sättet alls under perioden med kvantitativa lättnader. Det finns en risk att bankerna inte längre har den kunskap och erfarenhet som behövs för att genomföra den här typen av transaktioner och att interna limiter mot andra banker inte finns på plats när de behövs. Bankerna behöver säkerställa detta för att undvika onödigt volatilitet i korta marknadsräntor. Det är viktigt att bankerna ser till att de har rätt kunskap och verktyg för att kunna jämna ut sin likviditet på interbankmarknaden om det behövs.

⁶⁸ Flertalet centralbanker, inklusive Riksbanken, har också genomfört eller diskuterar nu en översyn av sina penningpolitiska styrsystem. För mer information kring Riksbankens styrsystem och dess senaste översyn, se exempelvis [Det penningpolitiska styrsystemet | Sveriges Riksbank](#).

FÖRDJUPNING – Private equity: en växande marknad i förändring

Under de senaste decennierna är det allt fler så kallade private equity-bolag som investerar i och förvärvar företag i många länder, särskilt i USA. På svenska kan de lite förenklat kallas riskkapitalbolag. Även i Sverige finns stora, internationellt verksamma riskkapitalbolag med betydande investeringar i företag. Riskkapitalbolagen ger företagen ett alternativt sätt att finansiera sin verksamhet och bidrar dessutom med effektiv ägarstyrning som historiskt sett har fått företagen att växa och skapat avkastning. Riskkapitalbolag använder ofta en hög skuldsättning och behöver en god tillgång till krediter. Det gör branschen känslig för högre räntekostnader. Verksamheten är förknippad med svårbedömda risker för både investerarna i riskkapitalbolag och de förvärvade bolagen när verksamheten anpassas till en förändrad räntemiljö. Att sektorn i stor utsträckning har internationella förgreningar gör det svårt att bedöma hur stora riskerna är i ett svenskt perspektiv.

Private equity: en form av riskkapital

Private equity, som ofta kallas riskkapital på svenska, är ett samlingsnamn för olika sätt att investera i företag som inte är noterade på börsen och är alltså inte en specifik bolagsform.⁶⁹ Affärsmodellen går ut på att ett riskkapitalbolag förvärvar företag, vidtar åtgärder som gör dem mer lönsamma och sedan säljer företagen, antingen till ett annat större företag eller genom att introducera det på börsen. Företagen som förvärvas blir så kallade portföljbolag till riskkapitalbolaget. Sverige har en stor riskkapitalindustri - riskkapitalbolag äger cirka 1 200 bolag i Sverige som sysselsätter cirka 260 000 anställda.⁷⁰ Riskkapitalinvesteringar kan grovt delas in i två kategorier: investeringar i relativt nystartade företag (venture capital) och förvärv av mognare företag (buyouts). I den här fördjupningen fokuserar vi på den senare.

Riskkapitalbolag har ofta egna inriktningar och investerar i olika företag och utvecklar sina portföljbolag på olika sätt. Vissa förvärvar till exempel företag som redan går bra men kan bli ännu bättre. Andra söker upp företag med problem som riskkapitalbolaget tror att man kan lösa. Det senare är en mer riskfylld strategi, men innebär också att företagen är billigare att förvärva. Generellt sett vill riskkapitalbolag investera i sektorer som inte är särskilt konjunkturkänsliga och där det finns stor tillväxtpotential. Eftersom deras mål är tidsbegränsade vill riskkapitalbolagen vara säkra på att de får god avkastning oavsett vilket konjunkturläge som råder när portföljbolaget ska säljas.

⁶⁹ Det svenska begreppet riskkapital används ofta brett utan särskiljning på olika typer av verksamhet.

⁷⁰ Enligt uppgift från branschorganisationen SVCA.

Riskkapitalbolagens affärsmodell innebär typiskt sett en mer direkt styrning av företagen jämfört med börsbolag som ägs av stora institutionella investerare, som aktiefonder. Sådana investerare har sällan möjlighet att fullt ut sätta sig in i själva verksamheten i de företag som de äger, vilket kan leda till en ineffektiv ägarstyrning. De äger också sällan en stor andel av bolaget, vilket gör det svårare att fatta beslut på egen hand. Riskkapitalbolagen har en mer begränsad portfölj av företag som de kan kontrollera, och kan därför till exempel bestämma över bolagets strategi eller byta ut bolagsledning som de anser underpresterar. Det är så riskkapitalbolagen kan genomföra tillväxthöjande åtgärder, vilket kan ge positiva realekonomiska effekter.

Riskkapitalbolag får sitt kapital från investerare som investerar i en riskkapitalfond. Delägarna i riskkapitalbolaget investerar normalt i samma fond, vilket ger dem starka incitament att öka värdet på fondens innehav. Riskkapitalbolaget använder sedan medlen i fonden för att förvärva och investera i privata företag. De medel som investerarna har gått med på att investera används i takt med att de hittar lämpliga företag att investera i. Skillnaden mellan summan som en investerare har förbundit sig att investera och vad investerarna faktiskt har investerat kallas ”dry powder”, eftersom det är ett mått på fondens förmåga att göra ytterligare investeringar.

Riskkapitalbolag som investerar i nystartade företag använder huvudsakligen medel från sin fond. Riskkapitalbolag som förvärvar mognare företag använder sig i stället ofta av en kombination av fondens medel och lån från en eller flera kreditgivare. Den metoden brukar kallas leveraged buy out (LBO). Lånen belastar balansräkningen på portföljbolaget och medför att portföljbolaget får högre ränte- och amorteringsutgifter. Företag som ägs av riskkapitalbolag är typiskt sett mer skuldsatta än andra företag, vilket kan innebära en ökad risk för konkurs och kreditförluster. Forskning baserad på amerikansk data har dock visat att riskkapitalägda bolag är skickliga på att hantera sina höga skulder och därför inte behöver likvideras i lika stor utsträckning som andra högt skuldsatta företag.⁷¹ Forskningen är dock baserad på data från en period med låga räntor och god tillgång till kapital. De senaste årens högre ränteläge kan ha försvårat för högt skuldsatta portföljbolag att betala sina räntor och amorteringar, vilket kan få till följd att konkurserna ökar. Det skulle i sin tur kunna orsaka förluster hos kreditgivarna och hos de som investerat i riskkapitalfonder. Riskkapitalbolagens affärsmodell har varit lönsam under perioden med låga räntor och goda möjligheter att börsnotera bolag till höga värderingar. Med ett högre ränteläge och lägre värderingar på nya börsnoteringar av portföljbolagen är det troligt att deras affärsmodell är mindre lönsam än tidigare.

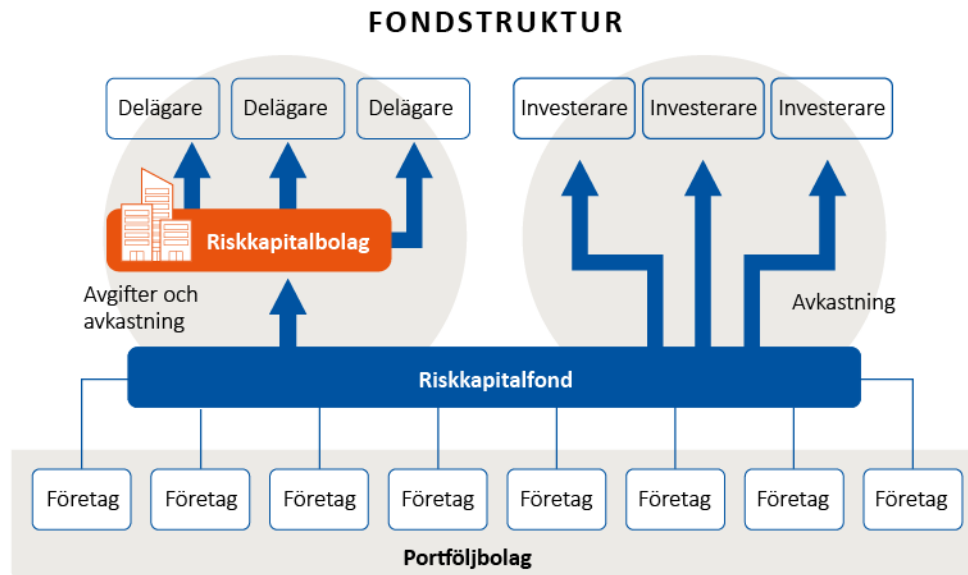
Figur 1 visar ett typiskt förhållande mellan investerare, riskkapitalbolag och portföljbolag.⁷² Riskkapitalbolagen tar dels ut en avgift från sina investerare, ofta två procent

⁷¹ Hotchkiss, E. S., Smith, D. C., & Strömberg, P. (2021). Private equity and the resolution of financial distress. *The Review of Corporate Finance Studies*, 10(4), 694-747.

⁷² Ett riskkapitalbolag använder kapital från fonden för sina investeringar. Denna innehåller dock inte likvida medel utan investerarna behöver skjuta till dessa när de får en begäran, vilket innebär en likviditetsrisk för fonden och därigenom för portföljbolagen. Här erbjuder bankerna ofta bryggån, som är en slags stående kreditfacilitet, till fonderna som de kan dra på för att få de likvida medel de behöver. Investerare som inte betalar in de medel som de ingått kontrakt om kan förlora hela sin andel i fonden, och har därmed starka incitament att betala. Enligt aktörer är det mycket ovanligt att investerare inte levererar som avtalat.

av deras insatta kapital, dels får de en andel av vinsten när fonden avvecklas, vanligtvis 20 procent (eng. carried interest).

Figur 1. Typisk struktur för riskkapitalbolag



Anm. Investerare (eng. limited partner) investerar tillsammans med riskkapitalbolaget (eng. general partner) i en fond. Denna fond köper i sin tur upp ett antal portföljbolag som styrs av riskkapitalbolaget. Portföljbolagen tar emot ytterligare investeringar för att förbättra sin produktivitet och betalar en löpande avgift till fonden. Efter en bestämd tidsperiod avvecklas fonden, portföljbolagen säljs och överskottet delas ut till investerarna.

Riskkapitalbolagens finansiering har förändrats och diversifierats

Riskkapitalbolag har tidigare primärt lånat från banker för finansiering till portföljbolagen. Men under senare år har de i allt större utsträckning också lånat från andra finansiella aktörer, så kallade icke-banker som till exempel private credit-fonder.⁷³ Även marknadsfinansiering är vanligt där portföljbolaget självt emitterar exempelvis obligationer.⁷⁴ Diagram 38 visar både hur antalet europeiska private credit-fonder och storleken på deras fonder har ökat de senaste åren⁷⁵. Det finns flera orsaker till att riskkapitalbolagen under senare år lånar allt mer från icke-banker eller via obligationsmarknaden, trots att det ofta är dyrare än från banker. Icke-banker kan ofta erbjuda större lån än en enskild bank gör, och för riskkapitalbolaget är det önskvärt att ha en större kredit från en långivare istället för flera mindre som behöver förhandlas med

⁷³ Private credit-fonder kan låna ut direkt till privata företag eller köpa lån till dessa företag som andra aktörer, till exempel banker, har värdepapperiserat. Till skillnad från private equity tar private credit-fonder inte kontrollen över de bolag som de lånar ut till.

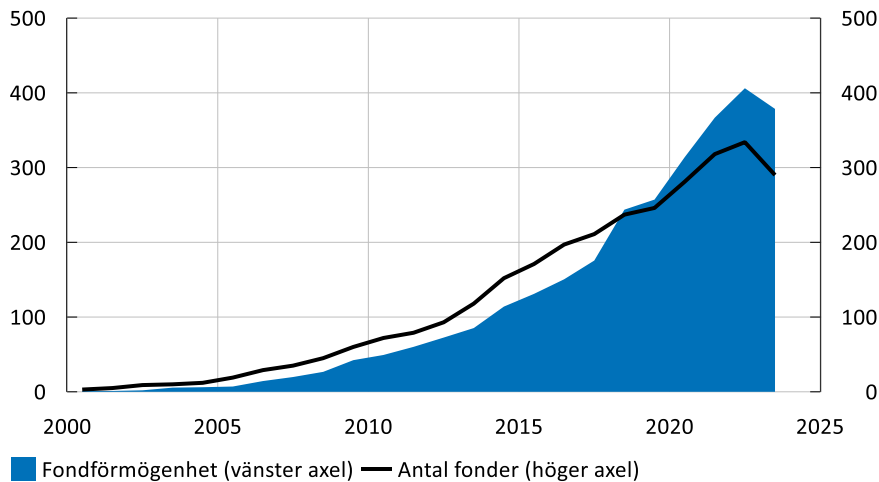
⁷⁴ Det förekommer att fonderna även tar lån med samtliga portföljbolag som pant, så kallade NAV-lån (eng. net asset value). Dessa används ofta för att göra ytterligare investeringar i portföljbolagen när det inte finns tillräckligt med kapital i fonden. De kan också användas för att leverera avkastning till investerarna om det anses vara ogynnsamt att sälja portföljbolagen.

⁷⁵ Private credit-fonder lånar inte bara ut pengar till portföljbolag utan även till andra företag, primärt mellanstora företag.

olika banker. Det verkar också som att icke-bankerna är mer villiga att lätta på lånevillkoren kopplade till portföljbolagets prestation (kovenanter) mot att de kan ta mer betalt för krediterna. Samtidigt har bankerna till viss del blivit mindre villiga att bevilja lån till riskkapitalbolagen i takt med att bankerna har fått krav på högre kapitaltäckning för riskfyllda lån. Icke-bankerna har inte fått några nya sådana krav.

Diagram 38. Europeiska private credit-fonder

Miljarder dollar, antal



Anm. Investeringar inkluderar uppköp och följdinvesteringar. B2B syftar på företagstjänster (business-to-business), medan B2C syftar på konsumenttjänster (business-to-consumer).

Källa: PitchBook Data, Inc.

Svenska riskkapitalbolag har en betydande internationell närvaro

Riskkapitalbolagen i Sverige är stora internationella aktörer sett både till hur de finansieras och vilka portföljbolag de investerar i. Till exempel är det svenska riskkapitalbolaget EQT världens tredje största sett till storleken på förvaltad kapital i deras fonder, cirka 119 miljarder euro. Andra stora svenska riskkapitalbolag är Nordic Capital som förvaltar 25 miljarder euro och Altor som förvaltar 4,5 miljarder euro.⁷⁶ Ett riskkapitalbolag som är baserat i Sverige har typiskt sett sin investerings- och rådgivningsverksamhet här. Det är dock ovanligt att själva riskkapitalfonderna är juridiskt baserade i Sverige, utan de finns ofta i länder som Malta, Irland och Luxemburg. De som investerar i riskkapitalfonderna attraheras ofta från en global marknad. Till exempel är pensionsfonder i andra länder vanliga investerare i de riskkapitalfonder som förvaltas av svenska riskkapitalbolag. Andra stora investerare är statliga investeringsfonder (eng. sovereign wealth funds) och stora institutionella förvaltare. De portföljbolag som svenska riskkapitalbolag investerar i är även dessa belägna i flera olika länder, även om svenska riskkapitalbolag investerar i nordiska företag i större utsträckning än vad man kan förvänta sig givet de nordiska ländernas ekonomiska storlek.

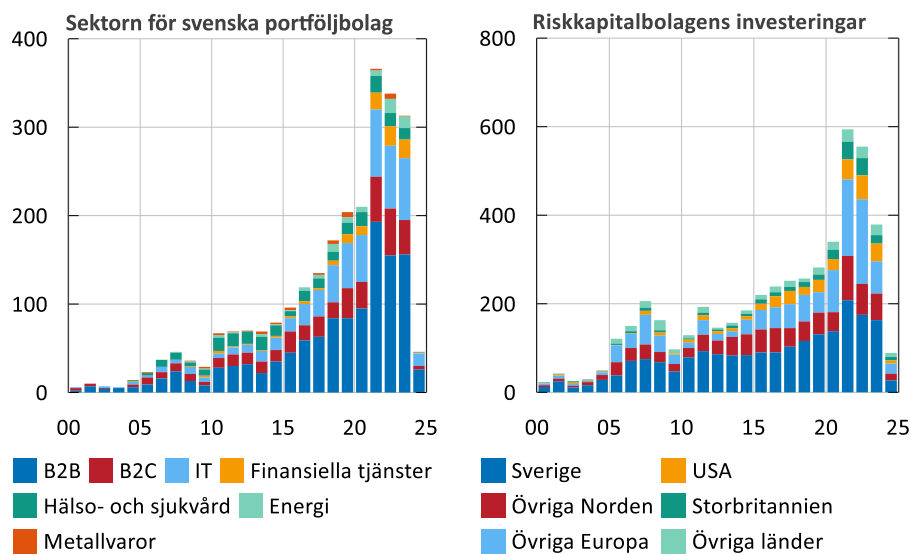
⁷⁶ Allt kapital som förvaltas ligger dock inte nödvändigtvis i fonderna utan utgör istället fodringar på investerarna, s.k. dry power. Riskkapitalbolaget tar detta kapital i anspråk i takt med att de har projekt att investera i. Vanligtvis investeras inte 100 procent av allt kapital utan en mindre reserv sparas för att kunna användas om kriser uppstår i ett portföljbolag.

Att stora riskkapitalbolag är baserade i Sverige innebär därmed inte nödvändigtvis att det finns stora svenska exponeringar i fonderna. Såväl investerare i fonderna och långgivare till portföljbolagen som själva portföljbolagen kan vara och är ofta utländska. I dessa fall är kopplingen till Sverige främst att investeringsbesluten och den uppföljande bolagsstyrningen av portföljbolagen sker härifrån.

Till vänster i diagram 39 visas vilka svenska branscher som riskkapitalbolag investerar i. Den vanligaste kategorin är företagstjänster, följt av IT och konsumenttjänster. Till höger i diagram 39 visas antalet investeringar från svenska riskkapitalbolag uppdelat på vilka geografiska områden de investerat i. Där framgår att svenska riskkapitalbolag vanligtvis investerar i Norden och övriga Europa.

Diagram 39. Investeringar i svenska portföljbolag uppdelat på bolagssektor och investeringar av svenska riskkapitalbolag uppdelat på geografiska områden

Antal



Anm. Investeringar inkluderar uppköp och följdinvesteringar. B2B syftar på företagstjänster (business-to-business), medan B2C syftar på konsumenttjänster (business-to-consumer).

Källa: PitchBook Data, Inc.

Riskkapital medför olika risker för det finansiella systemet

Det pågår en internationell diskussion om de risker som är kopplade till riskkapital och vilka konsekvenser de kan få för det finansiella systemet. Att icke-bankernas roll som kreditgivare till riskkapitalbolag har ökat, och att bankernas roll därmed har minskat, gör det exempelvis svårare att bedöma kreditriskerna. Icke-bankerna, som private credit-fonder, är mindre transparenta och inte lika strikt övervakade som banker. En potentiell fördel med private credit-fondernas ökade betydelse är dock att kreditriskerna blir mindre koncentrerade än om bankerna hade stått för all kreditgivning. I en situation där många bolag går i konkurs, såväl riskkapitalägda som övriga, är kreditförlusterna utspridda på fler aktörer vilket kan vara positivt för den finansiella stabiliteten. De som investerar i private credit-fonder, precis som i riskkapitalfonder, går med på att låsa in sitt kapital under en längre period. Detta innebär att private credit-fonder,

till skillnad från banker, löper en liten risk för att utsättas för likviditetskriser eftersom investerarna typiskt sett inte kan få tillbaka sina investeringar i förtid.

Private credit-fonder har liknande investerare som riskkapitalfonder, vilket innebär att konkurser bland portföljbolagen skulle koncentrera förlusterna till samma typ av investerare. Om portföljbolagen istället hade finansierats med banklån skulle investerarna dela förlusterna med bankerna. Bristen på tillgänglig information från private credit-fonderna gör det dock svårt att bedöma riskerna i Sverige. Då private credit fonder är en relativt ny form av företagsutlåning finns det inte heller tidigare erfarenheter som kan användas för att bedöma risker.

Riskkapitalbolagen kan få problem om flera av deras portföljbolag går i konkurs, eller om det blir svårt att sälja dem utan förlust. Eftersom det inte har varit finansiellt gynnsamt att börsnotera bolag under de senaste åren har många riskkapitalbolag dessutom flera företag som behöver säljas för att de ska generera vinst. Europeiska centralbanken noterar att det inte är självklart att riskkapitalbolagens historiskt höga vinster är möjliga med dagens höga räntor och svårigheterna att sälja företag. Om riskkapitalbolagen inte kan leverera den avkastning som investerarna förväntar sig kan det exempelvis leda till att pensionsbolagen får svårt att betala ut så höga pensioner som de utlovat. Det är något som har uppmärksammats i USA där stora pensionsbolag har investerat i riskkapitalfonder. I Sverige investerar pensionsbolagen betydligt mindre i riskkapitalfonder, sett till deras totala tillgångar: drygt 4 procent. Därför är dessa risker mindre här än i andra länder.⁷⁷

Riskkapitalbolagens affärsmodell har gynnats av låga räntor och höga värderingar på börskursen för de bolagen som gjort en börsintroduktion. Med ett högre ränteläge och lägre värderingar på börsintroduktioner är det troligt att riskkapitalbolagen inte kommer kunna leverera samma avkastning och därmed inte locka till sig samma volym av investeringar. Detta kan leda till att portföljbolagen inte kan få det kapitaltillskott de behöver för att utvecklas i en önskvärd riktning.

Ytterligare en aspekt är att innehavet i riskkapitalfonderna inte ständigt prissätts mot marknaden, så kallad mark-to-market, vilket skiljer dem från aktier och obligationer. Deras bokförda värde är därför förhållandevis stabilt och har varit en anledning till att institutionella investerare, som till exempel pensionsfonder, har uppskattat att investera i riskkapitalfonder. Men det innebär också att det är svårare för investerare att veta vad det faktiska marknadsvärdet på deras tillgångar är.

Viktigt att fortsätta analysera riskkapitalmarknaden

Sverige har både stora riskkapitalbolag och många riskkapitalägda portföljbolag. Däremot kommer finansieringen till riskkapitalbolagen i stor utsträckning via utländska investerare. Svenska banker har också en stor utlåning till riskkapitalägda företag, men den har minskat över tid. Att en så stor del av den svenska riskkapitalbranschens finansiering kommer från utlandet innebär att en eventuell kris för riskkapitalbolag

⁷⁷ De investerar också i fonder som fokuserar på andra alternativa tillgångsklasser, som fastighets- och infrastrukturfonder. Storleken på deras innehav av alternativa tillgångar uppgår till nästan 10 procent av deras totala tillgångar, enligt data från europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten, Eiopa.

bör få begränsade direkta effekter för det svenska finansiella systemet, men de indirekta effekterna är svårbedömda. Den allt större betydelsen som private credit-fonder har för kreditgivningen till bolag, både riskkapitalägda och övriga, behöver analyseras ytterligare. Därför behövs det ökad tillgång till data från internationella icke-banker för att bättre kunna analysera om dessa utgör en stabilitetsrisk för Sverige.



SVERIGES RIKSBANK
Tel 08 - 787 00 00
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se