

# Finansiell stabilitet

2024:2



# 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 att 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 30 oktober och den 13 november 2024. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). Rapporten tar hänsyn till utvecklingen till och med den 7 november 2024.

# Riksbanken och finansiell stabilitet

En förutsättning för att ekonomin ska fungera och växa är att det finansiella systemet fungerar väl. För att göra det behöver systemet kunna förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och hantera risker. När störningar uppstår behöver systemet vara tillräckligt motståndskraftigt för att kunna upprätthålla dessa funktioner, i så hög grad som möjligt. Men det finansiella 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 bankerna förlorar allmänhetens förtroende kan det snabbt uppstå allvarliga problem. Aktörerna i det finansiella systemet är dessutom sammanlänkade, exempelvis genom att de lånar av varandra, finansierar sig på samma marknader eller har likartade verksamheter. Därför kan problem som uppstår hos en aktör, på en marknad eller i ett visst system snabbt sprida sig. Problem kan spridas 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 något incitament att fullt ut ta hänsyn till de stabilitetsrisker som de kan ge upphov till. Trots förebyggande åtgärder kan en kris inträffa. Då kan staten behöva ingripa, vilket i så fall bör göras till en så låg kostnad som möjligt.

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt. En central uppgift är därför att övervaka det finansiella systemet. Det innefattar att identifiera risker för allvarliga störningar eller betydande effektivitetsförluster, bedöma om det finansiella systemet är stabilt och effektivt samt redovisa bedömningarna. Riksbanken har också en särskild uppgift att övervaka den finansiella infrastrukturen och annan verksamhet som är av särskild betydelse för denna. I rapporten Finansiell stabilitet redovisar Riksbanken sina analyser och bedömningar 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	Minskade risker i närtid, men osäkerheten är stor	6
1.2	Makrotillsynsåtgärderna minskar systemriskerna förknippade med hushållens skulder	6
1.3	God motståndskraft bland de svenska storbankerna, men ökade risker för konsumtionskreditbankerna	7
1.4	Ökade risker kopplade till icke-banker och marknadsfinansieringen av icke-finansiella företag	8
1.5	Högre operativa risker ställer krav på marknadsaktörer	10
2	Det makrofinansiella läget	12
2.1	Risker minskar på kort sikt men sårbarheter byggs upp	12
2.2	Stor osäkerhet i omvärlden medför betydande risker	17
3	Hushålls- och företagssektorn	23
3.1	Hushållens situation har förbättrats	23
3.2	Fortsatt svag konjunktur är en utmaning för företag	27
4	Det svenska finansiella systemet	34
4.1	Storbankerna har god marginal till de regulatoriska kraven, men situationen är sämre för små banker	34
4.2	Icke-banker växer som finansiärer till flera aktörer	41
4.3	Den finansiella infrastrukturen fungerar väl men står inför stora förändringsarbeten	48
	FÖRDJUPNING – Makrotillsynsåtgärderna värnar hushållssektorns motståndskraft	51

## I KORTHET – Riksbankens stabilitetsbedömning



**Stabilitetsriskerna har minskat på kort sikt, men osäkerheten i omvärlden är stor.** Framför allt har korta marknadsräntor sjunkit samtidigt som längre räntor har varit volatila. Riskpremier har fortsatt att falla och kreditmarknaden har utvecklats starkt. Övuntade händelser kan dock orsaka marknadsturbulens. Perioder av optimism och låg prissättning av risk kan också leda till förnyad riskupbyggnad. Därtill är den geopolitiska osäkerheten stor, och statsfinanserna svaga i många länder.



**Makrotillsynsåtgärderna värnar hushållens motståndskraft.** Utan dem skulle hushållen ha stått sämre rustade och systemriskerna kopplade till hushållens bolån varit större. När räntor nu sjunker riskerar skuldsättningen bland hushållen att åter öka snabbt. För att bostadsmarknaden ska fungera bättre krävs främst finans- och strukturpolitiska åtgärder. I avsaknad av sådana åtgärder är det dock särskilt viktigt att ha lämpliga makrotillsynsåtgärder på plats, för att motverka en osund utveckling framöver.



**Fastighetsföretagens finansieringssituation har förbättrats, men hyresmarknaden utgör en risk.** Att finansieringssituationen är mer gynnsam beror delvis på att obligationsfonder har ökat sina köp av fastighetsföretagens obligationer. Men stigande vakanser och en svag hyresutveckling utgör fortsatt en utmaning för vissa fastighetsföretag. Sårbara fastighetsföretag behöver därför fortsätta att stärka sina balansräkningar. För att stärka förtroendet bör också transparensen kring transaktioner och fastighetsvärderingar förbättras.



**Företagsobligationsfonder bör implementera likviditetshanterande åtgärder.** Fonder har fått en ökad betydelse för företagets kapitalförsörjning. Men många av dem saknar likvida medel för att hantera stora uttag från sina andelsägare. Det kan försämra obligationsmarknadens funktionssätt, så som skedde 2020, vilket kan få negativa konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Därför behöver fonderna bland annat införa likviditetshanteringsverktyg som justerat försäljnings- och inlösenpris (swing-pricing). Riksbanken välkomnar också EU-kommissionens konsultation om ett makrotillsynsramverk för icke-banker.



**De svenska storbankernas motståndskraft är god, men det finns risker för konsumtionskreditbanker.** Storbankerna har fortsatt stort omvärldsberoende och stora exponeringar mot kommersiella fastigheter. Men deras lönsamhet är god och kreditförlusterna är små. Konsumtionskreditbanker har däremot fortsatt höga kreditförlustnivåer, vilket delvis kan bero på att deras kreditprövning varit bristfällig. Den bör stärkas för att säkerställa nya låntagares återbetalningsförmåga. Likaså behövs bättre information om låntagares samtliga krediter.



**En osäker omvärld medför cyberrisker, vilket ställer krav på marknadsaktörer.** Cyberhotet är alltjämt betydande och förstärks av de förhöjda geopolitiska riskerna. Cyberattacker, men även tekniska misstag, kan ge upphov till risker förknippade med tredjepartsberoenden. Det är viktigt att marknadsaktörer som omfattas av DORA-förordningen skyndsamt lever upp till kraven och att betydelsefulla aktörer som inte omfattas av förordningen eftersträvar samma nivå av motståndskraft.

# 1 Sammanfattande stabilitetsbedömning

## 1.1 Minskade risker i närtid, men osäkerheten är stor

Sedan publiceringen av den förra stabilitetsrapporten i maj har såväl styrräntor som marknadsräntor fallit globalt. Framför allt har de korta marknadsräntorna sjunkit, vilket främst har drivits av lägre styrräntor och förväntningar om fortsatta sänkningar. De långa marknadsräntorna har delvis följt med ner, men har under hösten uppvisat stor volatilitet. Lägre räntor och optimism inför en ekonomisk mjuklandning har medfört ett större risktagande på de finansiella marknaderna. Priserna på finansiella tillgångar har stigit och börserna är generellt sett på historiskt höga nivåer. Även kreditmarknaden har utvecklats starkt, vilket har inneburit en ökad tillgång på lånekapital och en lägre prissättning av kreditrisk. Den här utvecklingen har underlättat för de kapitalintensiva delarna av ekonomin och bidragit till att minska stabilitetsriskerna i närtid.

Under perioder som präglas av optimism och låg prissättning av risk kan risker byggas upp i det finansiella systemet. Det gäller inte minst om de fördelaktiga villkoren på kreditmarknaden också leder till ökad skuldsättning och ökat risktagande, snarare än till lägre risker i sektorer som är högt belånade. Det kan också innebära att olika tillgångar prissätts utifrån alltför optimistiska förväntningar, vilket kan få till följd att oväntade händelser resulterar i stora marknadsrörelser. Den marknadsturbulens som observerades i inledningen av augusti är en god illustration av det (se faktaruta "Stängning av carry trades orsakade turbulens").

Det är fortfarande osäkert hur den globala ekonomin kommer att utvecklas och den ekonomiska politiken utformas. Den geopolitiska situationen utgör också en riskfaktor. Om pågående skeenden förvärras kan det leda till sämre realekonomisk utveckling, ökad inflation och större volatilitet på de finansiella marknaderna.

Därtill gör de höga offentliga skulderna i många stora europeiska länder och USA att den globala ekonomin blir sårbar. Det är svårt att bedöma hur stor ett lands offentliga skuld kan vara utan att den skapar problem för den finansiella stabiliteten. Men höga skulder kan innebära att handlingsutrymmet för dessa stater är begränsat i en situation när stora investeringar är nödvändiga, exempelvis för att höja försvarsförmågan, ställa om för att nå klimatmålen eller stärka konkurrenskraften. Dessutom kan osäkerheten om vilken ekonomisk politik som kommer att föras i stora och viktiga länder med höga skulder, särskilt i USA, innebära att räntor förblir volatila.

## 1.2 Makrotillsynsåtgärderna minskar systemrisker förknippade med hushållens skulder

Den svenska ekonomin befinner sig i en mild lågkonjunktur, och den ekonomiska återhämtningen ser ut att dröja något längre än väntat. Hushållens ekonomi och

betalningsförmåga förväntas stärkas framöver till följd av reallöneökningar, lägre räntor och en mer expansiv finanspolitik. Hushållens ränteutgifter kommer dock att vara på en högre nivå än innan inflations- och ränteuppgången.

De flesta bolånetagare har haft goda förutsättningar att betala på sina lån. Hushållen har dock minskat sin konsumtion när privatekonomin blivit mer ansträngd. Kombinationen av amorteringskrav, bolånetak och bankernas kreditprövningar har värnat hushållens motståndskraft. Utan dessa åtgärder skulle hushållen ha stått sämre rustade för att hantera den snabba uppgången i inflationen och räntorna.

Utifrån ett stabilitetsperspektiv vore det önskvärt om hushållens lån växer långsammare än, eller åtminstone i linje med, deras disponibla inkomster. Om makrotillsynsåtgärderna blir mindre strikta kan det leda till att såväl bostadspriser som hushållens skuldsättning åter växer snabbt, särskilt givet att räntorna nu blir lägre. En sådan utveckling skulle kunna innebära att riskerna för den makroekonomiska stabiliteten, och i förlängningen även den finansiella stabiliteten, åter ökar. Det är inte långsiktigt hållbart. Det behövs struktur- och finanspolitiska åtgärder för att lösa de grundläggande problemen och därmed få en bättre fungerande bostadsmarknad. En sådan politik skulle också långsiktigt gynna de som vill in på bostadsmarknaden. I avsaknad av sådana åtgärder är det dock särskilt viktigt att ha makrotillsynsåtgärder på plats, för att motverka en osund utveckling. Läs mer om detta i fördjupningen "Makrotillsynen har värnat hushållens motståndskraft".

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

#### **Fortsatt höga kreditförluster hos konsumtionskreditbankerna**

Överlag har de svenska storbankerna hög lönsamhet och klarar de formella kapital- och likviditetskraven med marginal. Deras motståndskraft är god även om särskilt exponeringen mot kommersiella fastigheter utgör en risk. Det kan göra bankerna sårbara i vissa negativa makroekonomiska scenarier. Situationen är dock annorlunda hos konsumtionskreditbankerna, som kan vara systemviktiga som grupp även om de är mindre än storbankerna. Konsumtionskreditbankerna gör större kreditförluster och har lägre lönsamhet än storbankerna. Problemen kan delvis bero på att många hushåll med små marginaler fått konsumtionslån som överstigit deras betalningsförmåga, och att de fått betalningsproblem när privatekonomin blivit mer ansträngd. Hos Kronofogden har såväl antalet personer som de totala skulderna ökat. Runt 40 procent av skulderna hos Kronofogden bedöms utgöras av konsumtionskrediter. Både Finansinspektionen och Riksbanken har tidigare påpekat att kreditprövningen för sådana lån kan vara bristfällig. Det är viktigt att de institut som ger ut sådana lån förbättrar sin kreditprövning, och att de därmed säkerställer att låntagarna har förutsättningar att betala tillbaka lånen. För detta är det nödvändigt med bättre information om låntagares samtliga krediter.

Konsumtionskreditbankerna är också generellt sett mer beroende av inlåning som finansieringskälla än vad storbankerna är. För några av konsumtionskreditbankerna

kommer inlåningen till stor del via olika inlåningsplattformar, och är därför potentiellt mer flyktig än annan inlåning. Finansinspektionen har därför förtydligat att denna typ av inlåning – inom ramen för likviditetsreglerna – ska betraktas som mer flyktig än vanlig inlåning. Riksbanken anser att Finansinspektionens förtydligande kommer att bidra till att förbättra bankernas motståndskraft.

### **Vissa banker har stora koncentrationer i sin inlåning**

Riksbankens analys visar att vissa banker har en stor koncentration i sin inlåning. Det gäller framför allt vissa storbanker och värdepappersbanker. Att de har en stor inlåningskoncentration innebär att en förhållandevis stor andel av inlåningen kommer från ett begränsat antal kunder, eller från en specifik typ av insättare. För vissa banker motsvarar inlåningen från de 50 största insättarna hela, eller nästan hela, bankens likviditetsbuffert. Sannolikheten för plötsliga och stora uttag är större för banker med höga inlåningskoncentrationer. Bankoron i USA under 2023 underströk risken förknippad med bankers inlåning. Erfarenheter från denna period tyder på att risker förknippade med inlåningskoncentrationer kan ha underskattats.

Banker inom EU måste följa EU:s tillsynsförordning som i sin tur bygger på de globala Basel-standarderna. Det gäller även likviditetsreglerna. Buffertkravet för högkvalitativa likvida tillgångar är utformat för att i ett stressat scenario kunna täcka olika utflöden från bankerna. Inlåning som klassificeras som mer flyktig ökar generellt sett buffertkravet. Klassificeringen tar dock inte hänsyn till likviditetsrisker kopplade till koncentration i inlåningen. Det är därför viktigt att det på global nivå förs en diskussion om hur reglering och tillsyn av banker bättre kan ta hänsyn till den här typen av risker. Läs mer i faktarutan "Koncentrationer i svenska bankers inlåning".

## **1.4 Ökande risker kopplade till icke-banker och marknadsfinansieringen av icke-finansiella företag**

### **Sårbara fastighetsföretag bör stärka sina balansräkningar**

Såväl banker som icke-banker har stora exponeringar mot fastighetssektorn. Även om de finansiella riskerna successivt har minskat under 2024 så utgör fastighetsföretagens stora lån fortfarande en strukturell risk för den finansiella stabiliteten. Räntorna har sjunkit, men räntenivån kommer att kvarstå på en högre nivå än före ränteuppgången. Vissa fastighetsföretag är fortsatt sårbara och bör även i fortsättningen vidta åtgärder för att stärka sina balansräkningar. Därtill har hyresmarknaden fortsatt att försvagas något, särskilt för kontor. Det utgör en nedåtrisk för nuvarande fastighetsvärden. I ett stabilitetsperspektiv vore det sunt om sektorn som helhet minskade sitt risktagande och ökade sin motståndskraft.

Det är också viktigt att transparensen kring transaktioner och fastighetsvärderingar förbättras. Dels behöver företagen tydligare redogöra för vilka antaganden som ligger till grund för de värderingar som görs, dels behöver informationen om transaktionerna bli mer utförlig. Mer transparens är gynnsamt för prissättning av risk och därmed



för den finansiella stabiliteten. Mot den bakgrunden är det positivt att Finansinspektionen tagit initiativ till att förbättra informationsunderlaget i samband med transaktioner.

Trots att fastighetsföretagens risktagande, räntekänslighet och behov av marknadsfinansiering har varit väl känt tog det lång tid för kreditvärderingsinstituten att anpassa sina bedömningar när räntorna började stiga. Nedgraderingarna av vissa fastighetsföretag skedde snabbt och ibland i flera steg på kort tid. Det kan tyda på att kreditvärderingsinstitutens metoder inte är robusta och brister i transparens, men också på att det före ränteuppgången var alltför lätt att få ett kreditbetyg motsvarande ”investment grade”. Eftersom marknadsfinansiering har blivit allt viktigare för företagen är det viktigt att kreditvärderingsinstituten ser över sina metoder, så att kreditbetygen blir mer robusta. Det är av än större vikt givet att kreditbetygen får en större roll när EU:s reviderade tillsynsförordning träder i kraft i januari 2025.

### **Företagsobligationsfonder behöver införa likviditetshanterande åtgärder**

Finansieringssituationen för icke-finansiella företag har fortsatt att förbättras. Bland annat vänder sig fler fastighetsföretag återigen till kapitalmarknaden för sin finansiering vid sidan av bankerna. Investeringsfondernas växande betydelse för kapitalförsörjningen till real ekonomin ökar emellertid sårbarheten i företagens marknadsfinansiering. Det gäller särskilt fastighetsföretagen där svenska fonder köpt 60 procent av deras nyemitterade obligationer hittills under 2024.

Många företagsobligationsfonder saknar tillräckliga likvida medel för att hantera stora uttag från sina andelsägare, vilket skapar en obalans mellan fondens tillgångar och skulder. Det kan leda till likviditetsdrivna utförsäljningar och periodvis kraftigt försämrade företagsobligationsmarknadens funktionssätt. Det hände under marknadsoron i mars 2020 vid coronapandemins utbrott. Bankerna köpte då en del av obligationerna som fonderna behövde sälja, men nådde snabbt en gräns för hur mycket risk de ville ta. Samtidigt initierade Riksbanken flera åtgärder bland annat för att upprätthålla kreditförsörjningen till företagen. Det är viktigt att stärka motståndskraften för att undvika att den svenska företagsobligationsmarknaden återigen drabbas av stora störningar i händelse av stress.

Fonder som saknar tillräckliga likvida medel för att hantera stora uttag behöver därför skyndsamt stärka sin likviditetssituation. Det kan till exempel göras genom att öka andelen likvida tillgångar eller genom att bättre anpassa uttagsfrekvensen som andelsägarna erbjuds. Det kan också göras genom att införa andra relevanta likviditetshanteringsverktyg. I Sverige finns justerat försäljnings- och inlösenpris tillgängligt (swing-pricing), vilket få fonder hittills har infört. De reformerade EU-direktiven som huvudsakligen styr fondlagstiftningen kommer att ställa högre krav på att fonderna använder likviditetshanteringsverktyg.<sup>1</sup> Just nu pågår ett arbete med att införa direktiven i

---

<sup>1</sup> Avser UCITS- och AIFM-direktiven. Utöver att ge fondförvaltare effektiva likviditetsverktyg och stärka skyddet för investerare syftar direktiven till att ytterligare harmonisera fondregelverken inom EU.

svensk rätt.<sup>2</sup> Riksbanken anser att fonder som saknar tillräckliga likvida medel omgående bör ansöka om att införa justerat försäljnings- och inlösenpris istället för att invänta tvingande reglering.

### **Prioriterat att få makrotillsynsramverk för icke-banker på plats**

Det pågår ett internationellt arbete för att utveckla ett makrotillsynsramverk för icke-banker på EU-nivå. Ett sådant ramverk är viktigt då det kan minska sårbarheterna inom icke-banksektorn och därmed bidra till att den finansiella stabiliteten stärks.<sup>3</sup> Riksbanken välkomnar därför detta arbete, som ännu är i ett tidigt skede. Europeiska kommissionen har för närvarande en konsultation ute. Syftet är bland annat att inhämta synpunkter som gäller icke-bankernas affärsmodeller och risker, tillsynen över dessa, samt synpunkter om icke-bankernas sammanlänknings- och varandra och med det övriga finansiella systemet, framför allt med banksektorn. Konsultationen kommer att ligga till grund för EU:s policyarbete på området de kommande åren.

## **1.5 Högre operativa risker ställer krav på marknadsaktörer**

### **DORA-förordningen behöver skyndsamt implementeras**

Cyberhotet är alltjämt betydande och förstärks av de förhöjda geopolitiska riskerna. Samtidigt ökar sammanlänkningarna mellan viktiga finansiella aktörer och leverantörer av olika tjänster. Under det gångna året har flera it-incidenter visat på de risker som är förknippade med tredjepartsberoenden. Koncentrationsrisker har blivit uppenbara, och likaså risken för dominoeffekter.

Därför är det viktigt att marknadsaktörer som omfattas av DORA-förordningen skyndsamt lever upp till de krav som ställs i den. Kraven innefattar att företagen på it-området ska kunna hantera risker, rapportera incidenter och testa sina system. Företagen ska också kunna hantera risker kopplade till tredjepartsleverantörer.<sup>4</sup> Det är av stor vikt att även de aktörer som inte omfattas av förordningen men som är betydelsefulla för det finansiella systemet, såsom Getswish, Finansiell ID-Teknik, Bankgirot och RIX, förhåller sig till kraven i DORA och eftersträvar samma nivå av motståndskraft. Eftersom DORA inte hanterar alla tredjepartsrisker inom den finansiella sektorn är det även viktigt att fortsätta att arbeta förebyggande och upptäcka okända tredjepartsberoenden. Det kan till exempel ske genom krisövningar eller olika typer av stresstester

---

<sup>2</sup> Se kommittédirektiv från Finansdepartementet, "Ett moderniserat regelverk för att stärka konkurrenskraften och motståndskraften på svensk fondmarknad", Dir. 2023:163, december 2023.

<sup>3</sup> Se nyheten "[Commission launches consultation on macroprudential policies for Non-Bank Financial Intermediation](#)", maj 2024, Europeiska kommissionen.

<sup>4</sup> DORA börjar tillämpas januari 2025, och gäller flertalet finansiella aktörer i EU. Här ingår krav som ska stärka deras överblick, motståndskraft och riskminskande arbete avseende tredjepartsberoenden. Kraven innefattar att de undersöker hur angränsande system, tjänster och processer kan påverkas vid en störning, samt hur påverkan kan minimeras. Det är också centralt att ha en kontinuitetsplan. Krav ställs också på tydliga kontrakt med tredje part, med rätt att granska verksamheten och ställa krav kring leverantörens incidentrapportering. Aktörerna ska också ha en exit-strategi, som kan användas om man behöver avsluta samarbetet med en leverantör, exempelvis om främmande makt köper leverantören.

där man simulerar bortfall av tjänster. Läs mer i faktarutan ”Tredjepartsrisker ökar i en mer digital och tätt sammankopplad finansiell sektor”.

### **Marknadsaktörer behöver bidra till modernisering av finansiell infrastruktur**

Riksbanken har under en längre tid påtalat att de svenska betal- och värdepappersmarknaderna behöver framtidssäkras. Det är bland annat därför som Riksbanken har beslutat att gå vidare i processen för att ansluta Sveriges betalningsavvecklingstjänst, RIX-RTGS, till eurosystemets plattform T2. Riksbanken har påbörjat interna förberedelser för att i början av 2025 kunna inleda avtalsförhandlingar med eurosystemet. Anslutning till T2-plattformen innebär att Riksbankens stödsystem behöver anpassas samt att Riksbankens tekniska system behöver vidareutvecklas. Med eurosystemet som leverantör av applikation och drift ökar förutsättningarna för Riksbanken att långsiktigt säkerställa ett robust, stabilt och effektivt betalningsavvecklingssystem.

Bankgirot har intensifierat utvecklingen av en framtida lösning för massbetalningar. För att förhindra att betalningssystemet påverkas krävs det att man kan säkerställa tillgängligheten i det befintliga systemet samtidigt som man utvecklar det nya. Bankgirots ägare har bidragit med kapital men behöver fortsatt se till att Bankgirot har tillräckliga resurser för att genomföra sitt uppdrag och att driva vidare förändringsarbetet. Riksbanken ser positivt på Bankgirots utvecklingsarbete. Men de banker som deltar behöver också säkerställa att de förbereder sina egna system och verksamheter för en övergång till Bankgirots nya lösning.

På sikt planeras för att värdepappersavvecklingen i svenska kronor ska anslutas till eurosystemets plattform för värdepappersavveckling T2S. Det är mycket viktigt att marknadsaktörerna tar gemensamt ansvar för att det harmoniseringsarbete som krävs för den nya plattformen genomförs i god tid. Arbetet har påbörjats och det är centralt att det finns ett samarbete för att minska risken för fördröjningar. Det är också viktigt att marknadsaktörerna säkerställer att nuvarande funktioner kan användas under övergången till de nya plattformarna.

## 2 Det makrofinansiella läget

---

Inflationen har fortsatt att falla och många centralbanker har sänkt sina styrräntor. Förväntningar om fortsatta räntesänkningar och successivt ökad tillväxt har lett till lägre korta marknadsräntor och låga riskpremier i finansiella tillgångar. Detta har bidragit till att minska riskerna i skuldsatta delar av ekonomin på kort sikt. Samtidigt har den makroekonomiska osäkerheten ökat och marknadsräntor är fortsatt volatila. De geopolitiska riskerna har tilltagit ytterligare och kan snabbt ändra förutsättningarna för realekonomin. Svaga offentliga finanser och osäkerhet om den ekonomiska politiken i många stora länder utgör också en risk för den finansiella stabiliteten. Exempelvis har de långa marknadsräntorna stigit under hösten, bland annat på förväntningar om ökat utbud av amerikanska statsobligationer. De kan både stiga mer och förbli volatila om det inte finns trovärdighet för hur skuldutvecklingen ska stabiliseras.

---

### 2.1 Risker minskar på kort sikt men sårbarheter byggs upp

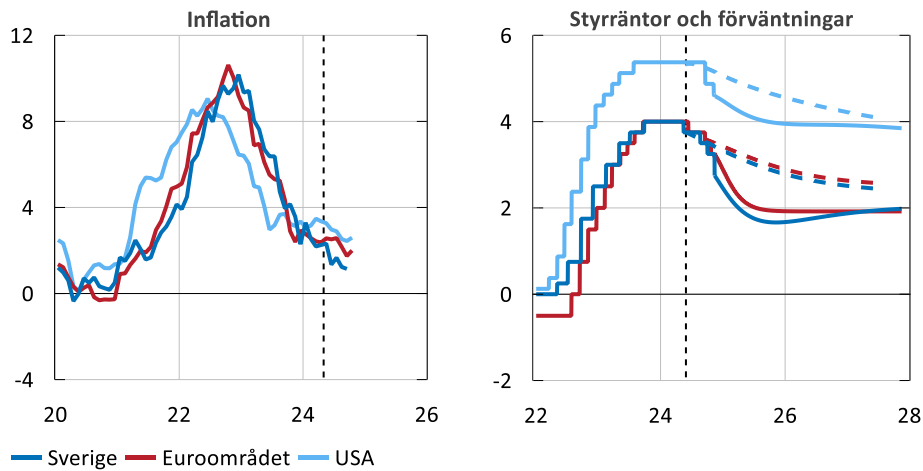
#### **Förväntningar om att penningpolitiken normaliseras snabbare**

Inflationen har fortsatt att falla och oron för att den ska dröja sig kvar har avtagit (se diagram 1, vänster). De flesta stora centralbanker har därför sänkt sina styrräntor. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve sänkte i september styrräntan för första gången på fyra år, och har totalt sänkt styrräntan med 75 punkter. I Europa har Europeiska centralbanken (ECB) och Riksbanken sänkt räntan vid flera tillfällen under sommaren och hösten. Efter den senaste sänkningen med 50 räntepunkter har Riksbanken sänkt styrräntan med 125 räntepunkter sedan maj 2024. Även om flera centralbanker börjat lätta på penningpolitiken är räntenivån fortsatt åtstramande.

Utvecklingen har lett till att marknaden förväntar sig en snabbare normalisering av räntorna än när den förra stabilitetsrapporten publicerades (se diagram 1, höger). Förväntningarna om sänkningar har dock varierat betydligt, vilket framför allt styrs av enskilda statistikutfall och centralbankskommunikation. Under senaste tiden har särskilt svagare europeisk data och det amerikanska presidentvalet påverkat förväntningarna.

### Diagram 1. Inflation och styrräntor

Årlig procentuell förändring, procent



Anm. Vänster diagram avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten. Höger diagram avser centralbankernas styrräntor samt marknadsbaserade förväntningar enligt terminsprissättning. Heldragna linjer avser förväntningar 2024-11-12, medan streckade linjer avser tillfället för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

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

### Lägre men volatila marknadsräntor

Framför allt har de korta marknadsräntorna sjunkit sedan förra stabilitetsrapporten. Det har främst drivits av sänkta styrräntor och förväntningar om fortsatta sänkningar (se diagram 2, vänster). De långa marknadsräntorna har delvis följt med ner, men har under hösten uppvisat stor volatilitet (se diagram 2, höger). Här är det framför allt de långa amerikanska räntorna som rört sig mest och den 10-åriga räntan är i stort sett tillbaka upp på vårens nivåer.<sup>5</sup> Detta har lett till att 10-åriga marknadsräntor idag ligger högre än räntor med 2-åriga löptider. Det innebär att avkastningskurvor återigen är positiva efter mer än två år med negativ lutning. Löptidspremierna är dock fortfarande låga i ett historiskt perspektiv.<sup>6</sup>

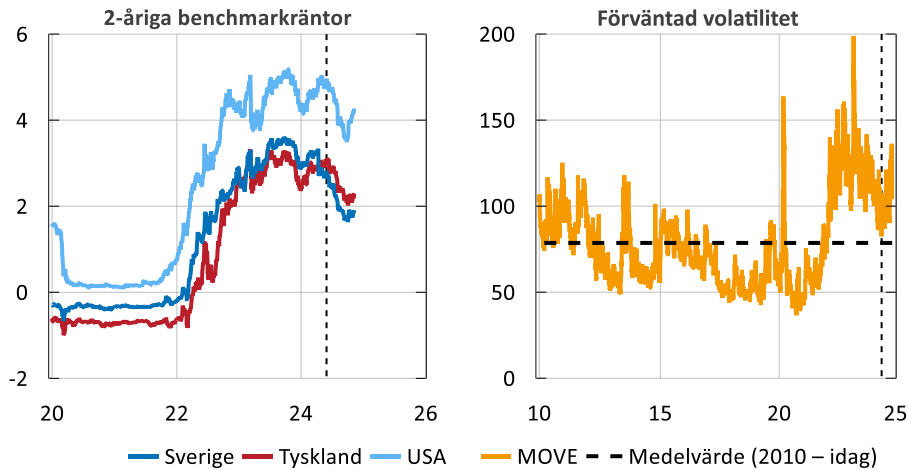
Det lägre ränteläget har bidragit till minskade stabilitetsrisker på kort sikt och till optimism på de finansiella marknaderna. Samtidigt är osäkerheten om både makroekonomi och ekonomisk politik extra stor efter det amerikanska valet. En fortsatt hög volatilitet i marknadsräntor kan sänka riskaptiten och öka riskpremier i finansiella tillgångar och i förlängningen försvåra en ekonomisk återhämtning.

<sup>5</sup> Se appendix diagram A.1, höger.

<sup>6</sup> Se appendix diagram A.1, vänster.

## Diagram 2. Statsobligationsräntor och förväntad volatilitet på obligationsmarknaden

Procent, index



Anm. Streckad vertikal linje i båda graferna markerar tidpunkten för publiceringen av föregående stabilitetsrapport. Höger diagram avser förväntad volatilitet på den amerikanska obligationsmarknaden baserad på optionsprissättning.

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

### Låga riskpremier på aktier och krediter ökar risken för korrigering

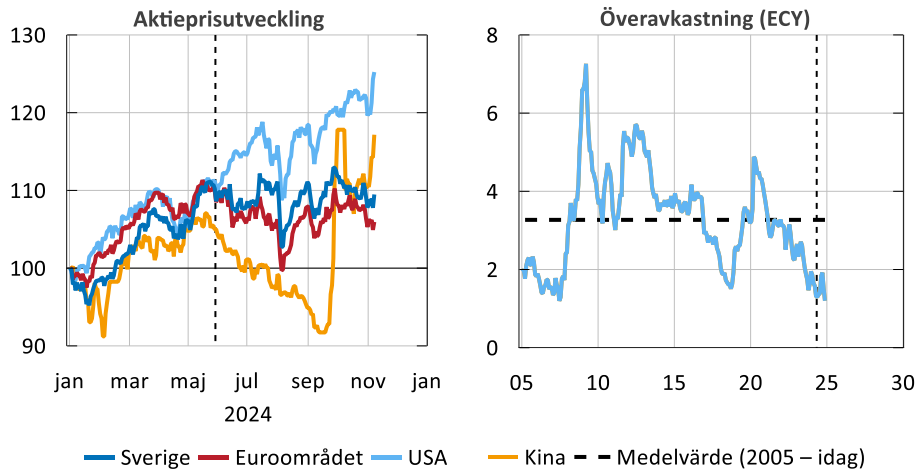
Optimism om en lyckad mjuklandning av ekonomin, och förväntningar om ökade vinster i samband med en snabb teknikutveckling inom AI, har lett till ett högt risktagande på de finansiella marknaderna. Enligt flera mått värderas börserna generellt till historiskt höga nivåer. Detta gäller i synnerhet den amerikanska börsen som har fortsatt att utvecklas starkt sedan i våras (se diagram 3, höger). Börsutvecklingen i Sverige och euroområdet har bromsats upp av en svagare konjunktur, och aktiepriserna har rört sig mer sidledes sedan publiceringen av förra stabilitetsrapporten i maj. Men de ligger fortfarande nära sina högsta noteringar (se diagram 3, vänster).

Höga värderingar i kombination med ett ökat risktagande innebär större risk för volatilitet om förutsättningarna på marknaden förändras. Ett exempel på detta var den kraftiga marknadsturbulensen i början av augusti. Den uppkom framför allt på aktiemarknaden när investerare snabbt behövde stänga positioner i riskfyllda investeringsstrategier (se faktaruta "Stängning av carry trades orsakade turbulens").

I världens näst största ekonomi Kina har börsutvecklingen fram tills nyligen präglats av en djup svacka, till följd av den pågående fastighetskrisen. Börsen har dock vänt upp kraftigt efter att kinesiska myndigheter aviserat en mängd olika stimulansåtgärder som syftar till att vända efterfrågan och nå tillväxtmålen. Det är ännu svårt att veta om detta kommer att lyckas, och vilka effekter det kan få för övriga världen. Men även andra stora börser reagerade positivt på nyheterna.

### Diagram 3. Aktieprisutvecklingen och aktievärderingsmått

Index, 2024-01-01 = 100, procentenheter



Anm. Vänster diagram avser OMX Stockholm PI för Sverige, EURO STOXX för euroområdet, S&P 500 för USA och Shanghai composite index för Kina. Höger diagram 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), den så kallade vinstavkastningen, minus den 10-åriga reala statsobligationsräntan. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

Källor: Nasdaq OMX Nordic, STOXX, S&P Global, Shanghai Stock Exchange och Robert Shiller (Macrobond).

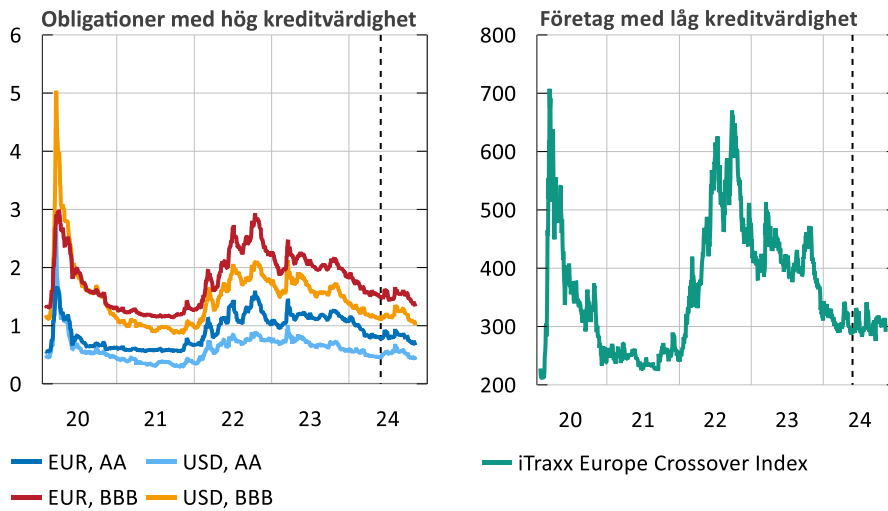
Även kreditmarknaden har fortsatt att utvecklas starkt sedan den förra stabilitetsrapporten och ytterligare kapital har allokerats till mer riskfyllda tillgångar som exempelvis företagsobligationer (se diagram 4). En ökad tillgång på lånekapital har inneburit att riskpremier har sjunkit, men också att företag har kunnat emittera större volymer obligationer. Företagens finansieringskostnader har också minskat i takt med att centralbanker sänkt sina styrräntor och marknadsräntor fallit. Denna utveckling har underlättat för de kapitalintensiva delarna av ekonomin. Exempelvis har de skuldsatta fastighetsföretagen återigen fått det lättare att finansiera sig på kapitalmarknaden både i Sverige och i Europa. Det har minskat deras refinansieringsrisk trots fortsatta utmaningar med exempelvis höga vakanser för kontorsfastigheter.

De fördelaktiga villkoren i kreditmarknaden har minskat stabilitetsriskerna. Men under perioder som präglas av optimism och låg prissättning av risk kan skuldsättningen återigen öka, snarare än att det sker en hälsosam minskning av riskerna i de mer hög-belånade företagen. Det råder exempelvis fortfarande osäkerhet om när den globala konjunkturen kommer att återhämta sig. Den underliggande kreditrisken i Europa är också fortsatt förhöjd efter en period av höga räntor och svag efterfrågan i många sektorer. Ett tecken på detta är att antalet sänkta kreditbetyg för större företag med hög kreditrisk fortfarande är fler än antalet höjda betyg, enligt kreditvärderingsföretagen Moody's och S&P.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Enligt data från Bloomberg. Avser företag med lägre kreditbetyg (high yield) i Västeuropa.

**Diagram 4. Riskpremier för europeiska och amerikanska företag**

Procentenheter, räntepunkter



Anm. Vänster diagram avser ränteskillnaden mellan 5-åriga företagsobligationer med höga kreditbetyg (investment grade) och motsvarande statsobligationsräntor. Höger diagram 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 – Stängning av carry trades orsakade turbulens

Carry trade är en investeringsstrategi som innebär att en investerare lånar pengar i ett land med låg ränta och investerar dessa i ett land med en högre ränta. Investeraren kan på så sätt tjäna pengar på den ränteskillnad som uppstår. Upplägget ger en positiv avkastning under förutsättning att inte lånevalutan med låg ränta stärks mer än storleken på räntedifferensen för perioden. I praktiken görs de flesta carry trades på valutaderivatmarknaden (futures, forwards), som möjliggör för investeraren att ta större positioner med mindre kapital. Detta ökar såväl möjligheten till avkastning som riskerna. Under en längre tid har det exempelvis varit fördelaktigt att göra carry trades genom att låna japanska yen till en låg ränta och placera i amerikanska dollar till en betydligt högre ränta.

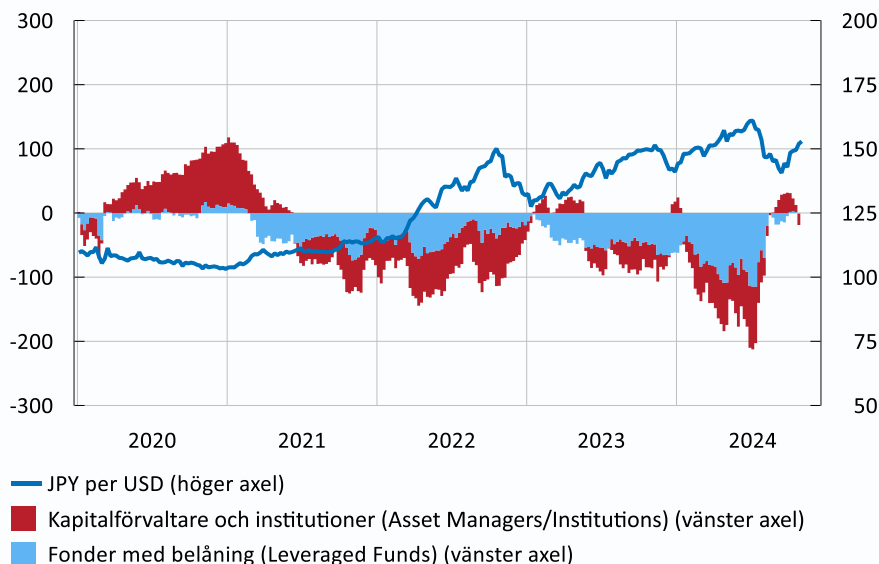
Under början av augusti överraskades marknaden av att den japanska centralbanken oväntat höjde sin styrränta. Nästan samtidigt ökade marknads förväntningar på snabbare räntesänkningar från den amerikanska centralbanken i samband med att oväntat svag amerikansk arbetsmarknadsstatistik publicerades. Som följd stärktes den japanska yenen kraftigt mot den amerikanska dollarn. Detta förstärktes även av att investerare snabbt började gå ur sina carry trades och andra riskpositioner för att klara ökade säkerhetskrav och undvika förluster (se diagram 5). Det orsakade stor turbulens på de finansiella marknaderna med hög volatilitet och kraftiga fall i flera börsindex. De största rörelserna skedde i japanska aktieindex där Nikkei föll drygt 12 procent på en dag. Men även de högt värderade amerikanska teknikföretagen drabbades hårt. Turbulensen avtog dock relativt snabbt, och börser återhämtade sig när investerare hade



slutfört nödvändiga riskjusteringar. Händelserna fick inga bestående effekter på marknaden denna gång. Skeendet visar dock att ett högt risktagande i den finansiella marknaden kan orsaka stora kursrörelser när riskkapiten snabbt ändras, och hur fort de kan sprida sig till världens finansmarknader.

### Diagram 5. Positioner i yen och växelkurs mellan dollar och yen

Antal tusental kontrakt, antal yen per USD



Anm. Diagrammet avser rapporterade nettopositioner i terminer och optioner i japanska yen. Positiva värden i antalet kontrakt betyder att kapitalförvaltare och institutioner respektive fonder netto äger yen via terminer och optioner (lång position). Negativa värden betyder att de netto har sålt yen (kort position).

Källor: Commodity Futures Trading Commission (CFTC) och Macrobond.

## 2.2 Stor osäkerhet i omvärlden medför betydande risker

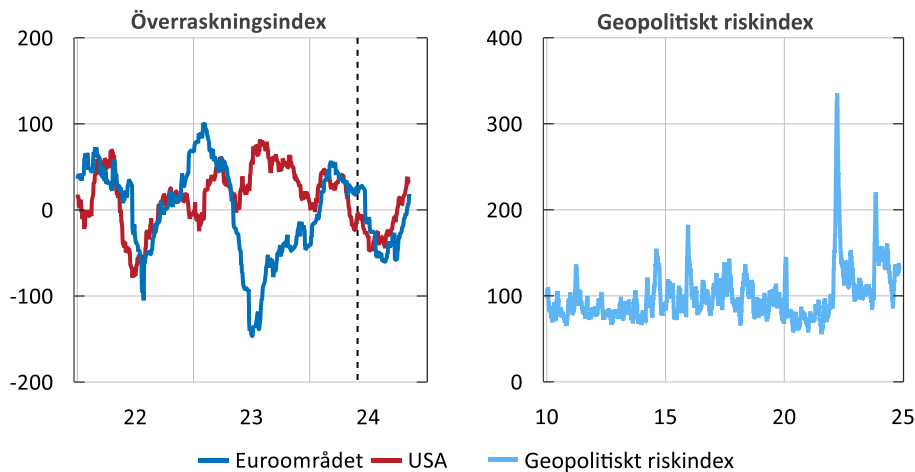
### Osäkra makro- och geopolitiska utsikter

Osäkerheten om utvecklingen i realekonomin är stor. Den ekonomiska statistik som kommit in sedan sommaren har till stor del överraskat negativt jämfört med förväntningarna (se diagram 6, vänster). Alla stora avvikelser från förväntansbilden kan orsaka volatilitet på de finansiella marknaderna. Det kan vara ytterligare tecken på försvagning av konjunkturen i Europa, eller att amerikanska marknadsräntor stiger till följd av starka ekonomiska data eller förväntningar om ett ökat lånebehov. Då kan marknadens förväntan om en lyckad mjuklandning och fortsatt sänkta styrräntor bytas till ett mer negativt scenario som inte motsvaras av de låga riskpremier som gäller idag.

Därutöver är den geopolitiska osäkerheten fortsatt stor till följd av krig och militära konflikter (se diagram 6, höger). Både på kort och på lång sikt utgör de ökade geopolitiska riskerna en källa till osäkerhet som kan fördröja återhämtningen i ekonomin, öka inflationen och orsaka betydande priskorrigeringar i finansiella tillgångar.<sup>8</sup>

### Diagram 6. Överraskningsindex och geopolitiskt riskindex

Index



Anm. Diagrammet till vänster avser Citigroup Economic Surprise Index. Det bygger på vägda historiska standardavvikelser av skillnader mellan utfall av ekonomisk statistik och Bloombergs surveys. Vikterna beror på vilken effekt nyheten hade på valutamarknaden. Ett värde under noll innebär att de ekonomiska utfallen generellt är sämre än marknads förväntningar. Diagrammet till höger avser Geopolitical Risk Index, 30-dagars glidande medelvärde. Indexet baseras på antalet tidningsartiklar i tio olika amerikanska dagstidningar som behandlar åtta olika geopolitiska riskkategorier, exempelvis som krigs- och fredshot och terror. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

Källor: Citi och Matteo Iacovuello (Macrobond).

Den geopolitiska osäkerheten innebär också att handeln kan tvingas ta nya vägar när spänningar mellan länder och politiska block ökar. Rysslands invasion av Ukraina, och även den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina, har lett till en minskad globalisering och en ökad geoekonomisk fragmentering. För att skydda sina egna intressen och beredskap i en mer polariserad värld har många länder också sett ett ökat behov av att minska beroendet av handel med länder som upplevs utgöra en säkerhetsrisk.

Situationen kan förstärkas ytterligare om den nya administrationen i USA genomför en mer aggressiv handelspolitik med generella tullar och tariffer. Det riskerar att höja inflationen, försvåra handeln och öka de transatlantiska spänningarna. Om sådana åtgärder genomförs i stor skala kan marknadsräntor stiga och finansiella tillgångar falla i värde om riskpremier ökar.

<sup>8</sup> Flera marknadsaktörer anser att den största riskfaktorn som kan påverka det svenska finansiella systemet negativt framöver är geopolitiska faktorer i form av krig och cyberattacker. Se *Finansmarknadsenkäten*, november 2024, Sveriges riksbank.

En del av den geopolitiska osäkerheten rör cyberattacker och spridning av desinformation. Via sociala medier sprids information snabbt vilket kan verka destabiliserande för enskilda institut men även för det finansiella systemet som helhet. Under bankoron i USA 2023 bidrog ryktesspridning på sociala medier till ovanligt snabba uttagsrusningar.<sup>9</sup> När det finansiella systemet blir allt mer digitalt och sammankopplat och finansiella aktörer blir allt mer beroende av leverantörer av kritiska tjänster, ökar också tredjepartsberoendet. Det ökar riskerna för cyberattacker. Tredjepartsberoende kan också innebära sårbarheter utan att det finns en antagonist. Händelser som uppdateringsproblemet i företaget CrowdStrike visar på det (se faktaruta "Tredjepartsrisker i en mer digital och sammankopplad finansiell sektor").

## FAKTA – Tredjepartsrisker i en mer digital och sammankopplad finansiell sektor

Sedan början av 2000-talet har utkontraktering växt fram som alternativ till att organisationer har egna datacenter, egenutvecklad programvara och anställd kompetens. Exempel på det är vanlig utkontraktering, användande av kodbibliotek, att traditionella produkter numera erbjuds som SaaS-lösningar<sup>10</sup> och att bolag flyttar sin verksamhet till molnet. När företag använder tjänster och produkter som inte är under deras egen kontroll utsätter de sig för tredjepartsrisker som kan ta sig uttryck i koncentrationsrisk och risk för domino-effekter.

*Koncentrationsrisk* uppstår när många bolag använder sig av samma leverantör. Denna risk har ökat i takt med att ett fåtal aktörer har blivit dominanta på en avgränsad marknad, genom att erbjuda högspecialiserade produkter som exempelvis cybermjukvara eller derivathandelsverktyg. Ett exempel som illustrerar koncentrationsrisken är cyberangreppet mot TietoEvry i januari 2024, där en illasinnad angripare försökte åsamka skada och störde verksamheten hos ett flertal av företagets kunder. Liknande skedde vid uppdateringsproblemet hos CrowdStrike, där problem med en uppdatering i juli 2024 oavsiktligt ledde till omfattande globala störningar i flera sektorer, och drabbade flera stora internationella banker.

Det uppstår också en risk för *dominoeffekter* om en tjänst används som ett kritiskt verktyg i en central process. Detta var något som skedde under cyberangreppet mot ION Group i februari 2024, där derivathandeln hos flera bolag påverkades, vilket i sin tur ledde till större störningar på den finansiella marknaden. Även om alla dessa incidenter hade relativt liten påverkan för svenska finansiella aktörer visar incidenterna att det finns en risk för att den svenska finansiella stabiliteten kan påverkas.

<sup>9</sup> Se *Depositor Behaviour and Interest Rate and Liquidity Risks in the Financial System: Lessons from the March 2023 banking turmoil*, oktober 2024, Financial Stability Board.

<sup>10</sup> Software As A Service (SaaS).

## Ökade klimatrisker och teknikskiften

De pågående klimatförändringarna och den nödvändiga omställningen till en mer hållbar ekonomi innebär också utmaningar för den finansiella stabiliteten. I takt med att naturkatastrofer och extremväder har blivit såväl vanligare som allvarigare har försäkringsföretagens kostnader för klimatrelaterade skador redan idag ökat kraftigt och förväntas fortsätta öka framöver. För att begränsa riskerna har en del försäkringsföretag därför slutat att tillhandahålla vissa typer av försäkringar som täcker sådana skador.<sup>11</sup> Denna trend riskerar att urholka försäkringsföretagens grundläggande roll och påverka såväl realekonomin som den finansiella stabiliteten negativt. Om försäkringar inte längre omfattar klimatrelaterade skador, minskar möjligheten för hushåll och företag att återhämta sig. Detta leder också till ökade kreditrisker i bankerna när värdet på säkerheter för utlåning kan försämrans eller helt försvinna. Förutom de direkta materiella skadorna och förlusten av människoliv påverkar också de ökade klimatrelaterade skadorna alltifrån ekosystem och jordbruk till infrastruktur och turism, vilket kan slå mot hela länders ekonomi och finansmarknader.

Nödvändiga teknikskiften för den gröna omställningen är också förknippade med risker. Exempelvis befinner sig Europas viktiga bilindustri i ett utmanande läge med att ställa om produktionen till elbilar för att nå EU:s klimatmål. Detta har inneburit högre kostnader, men också lägre intäkter när konsumenterna varit avvaktande. Dessutom har ett kraftigt ökat utbud av billiga elbilar från Kina lett till att EU valt att fatta beslut om tullar för att skydda konkurrenskraften i europeisk bilindustri. En långsammare grön omställning som innebär att åtgärder för att bromsa klimatförändringarna dröjer eller är otillräckliga, ökar å andra sidan klimatriskerna på längre sikt och kan framtinga en mer oordnad omställning som kan bli än mer utmanande och riskfylld.<sup>12</sup>

## Minskat handlingsutrymme i offentliga finanser

Den globala offentliga skulden är mycket hög, och förväntas överstiga 93 procent av global BNP under 2024 och fortsätta öka därefter.<sup>13</sup> Flera av de stora och viktiga ekonomierna, som USA, Frankrike, Italien, Spanien och Storbritannien, har redan idag offentliga skulder som överstiger 100 procent av BNP (se diagram 7, vänster). De löpande underskotten riskerar dessutom att öka skulden ytterligare. Det är svårt att bedöma hur stor ett lands offentliga skuld kan vara utan att den skapar problem för den finansiella stabiliteten. Men om förtroendet för ett lands förmåga att hantera sin skuld skadas kan räntekostnader öka ytterligare och orsaka en negativ spiral om inte situationen stabiliseras. Internationella Valutafonden (IMF) pekar också på att osäkerhet kring stora och viktiga länders skuldsituation och deras finans- och penningpolitik kan öka volatiliteten även i andra länders statsobligationer och höja deras räntekostnader. Stora offentliga skulder i viktiga ekonomier blir därför en sårbarhet för den globala ekonomiska stabiliteten.

---

<sup>11</sup> Se exempelvis "Policy options to reduce the climate insurance protection gap", *Joint Discussion Paper*, april 2023, ECB och EIOPA.

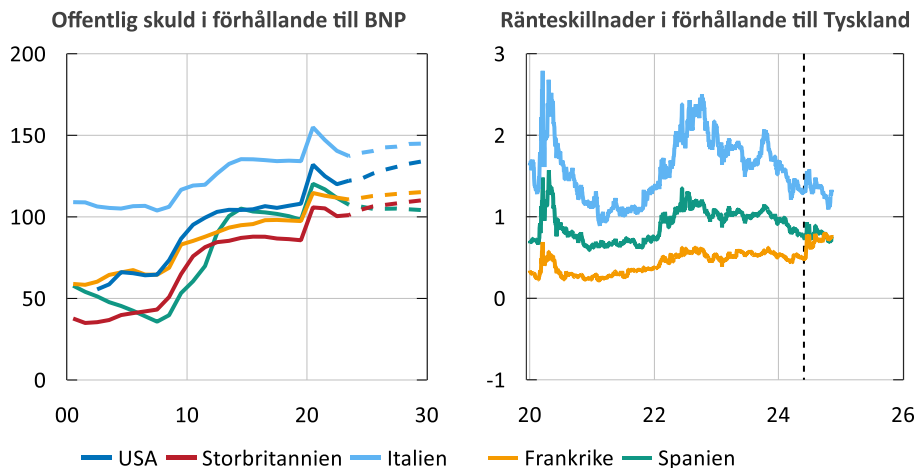
<sup>12</sup> Se *Risks from misalignment of banks' financing with the EU climate objectives*, januari 2024, ECB.

<sup>13</sup> Se "Putting a Lid on Public Debt", *IMF Fiscal Monitor*, oktober 2024, IMF.

Den totala offentliga skulden inom EU låg 2023 på knappt 88 procent av BNP, vilket är lägre än motsvarande siffra för USA på drygt 118 procent.<sup>14</sup> Men euroområdet har utmaningar med en strukturellt svagare tillväxt jämfört med USA. Dessutom pågår stora och kostsamma satsningar för att stärka Europas försvarsförmåga och ställa om ekonomin i syfte att nå EU:s klimatmål. Flera länder inom eurosamarbetet har en osäker politisk situation, vilket försvårar nedskärningar och prioriteringar som är nödvändiga på lång sikt. Ett exempel på problem som detta medfört var ränteuppgången i franska statsobligationer under sommaren 2024, till följd av valet till det franska parlamentet (se diagram 7, höger). Det osäkra parlamentariska läget efter valet har lett till att ränteuppgången har bestått även om förslag på åtstramningar har lagts fram. Ett annat exempel är ökningen av marknadsräntor i Storbritannien under hösten 2024 när den brittiska regeringen lade fram en ny budget.

### Diagram 7. Offentlig skuldsättning samt ränteskillnader

Procent, procentenheter



Anm. De streckade linjerna i vänster diagram avser IMF:s prognoser för den offentliga skulden i förhållande till BNP från oktober i år. Diagrammet till höger avser 10-åriga benchmarkräntor. Streckad vertikal linje markerar tidpunkten för publiceringen av den föregående stabilitetsrapporten.

Källor: IMF, Macrobond och Riksbanken.

Skuldproblemen kan minskas genom besparingar, vilket dock kan vara hämmande för tillväxten. Ett annat sätt att minska skuldproblemet är att försöka höja den långsiktiga tillväxtnivån. I september presenterade Mario Draghi en rapport som genomförts på uppdrag av EU-kommissionen.<sup>15</sup> Rapporten föreslår olika åtgärder för att öka Europas konkurrenskraft och tillväxt samt göra den gröna omställningen till en tillväxtfaktor. För att genomföra förslagen krävs stora investeringar.<sup>16</sup> Även om privat kapital skulle stå för en del av investeringarna så skulle genomförandet av förslagen kräva statliga

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> Se *The Future of European competitiveness*, september 2024, Europeiska kommissionen.

<sup>16</sup> De beräknade årliga investeringarna skulle enligt rapporten behöva uppgå till 750–800 miljarder euro, vilket motsvarar 4,4–4,7 procent av EU:s BNP år 2023.

medel och därmed nödvändiga prioriteringar för att inte ytterligare försämra de offentliga finanserna.

Mycket fokus riktas idag mot USA som har en rekordstor offentlig skuld och ett fortsatt stort budgetunderskott. Marknadens tålamod med situationen är dock stor, eftersom den amerikanska valutan har en särställning som världsvaluta och att ekonomin är en global tillväxt- och innovationskraft. Den nyvalde presidenten kommer likafullt att behöva förhålla sig till det svaga utgångsläget när det gäller de offentliga finanserna. Genomförs stora ofinansierade skattesänkningar och utgiftsökningar kan det på sikt sänka förtroendet för den amerikanska dollarn och höja marknadsräntor. De politiska utmaningarna kan också öka när räntekostnaden för att finansiera skulden tar en allt större del av budgetutrymmet. Under 2024 beräknas nettoräntekostnaderna till över 3 procent av BNP.<sup>17</sup> Det är den tredje största utgiftsposten och större än statens försvarsutgifter.

---

<sup>17</sup> Se *Final Monthly Treasury Statement*, september 2024, U.S. Treasury Department.

## 3 Hushålls- och företagssektorn

---

Många hushåll och företag har behövt göra stora anpassningar i sina ekonomier, till följd av den tidigare höga inflationen och det högre ränteläget. Bolånetagarna har visat motståndskraft, men för många hushåll har privatekonomin varit ansträngd. Ett tecken på det är att antalet ansökningar om betalningsförelägganden har fortsatt att öka. Konsumtionen har också minskat tydligt, vilket påverkat företagens lönsamhet. Konkurrensen är fortfarande höga, men överlag har dessa företag haft små eller inga lån från banker. Det högre ränteläget har varit särskilt utmanande för högt skuldsatta fastighetsföretag. De finansiella förutsättningarna har dock förbättrats och allt fler fastighetsföretag använder återigen kapitalmarknaden för sin finansiering. Att hyresmarknaden fortsätter att försvagas utgör dock en risk för fastighetsvärdena.

---

### 3.1 Hushållens situation har förbättrats

#### Hög räntekänslighet har lett till stora anpassningar

Många hushåll har behövt göra stora anpassningar i sin privatekonomi, till följd av den tidigare höga inflationen och omläggningen av penningpolitiken. Hushållen anser även överlag att deras ekonomi är sämre idag än för tolv månader sedan.<sup>18</sup> Hushållen lägger mer än dubbelt så stor andel av sin inkomst på ränteutgifter nu jämfört med i början av 2022 (se diagram 8, vänster). Det beror på att många hushåll är högt skuldsatta och att en stor del av lånen har kort räntebindningstid. Det gäller också i ett internationellt perspektiv. Även bostadsrättsföreningar har behövt göra anpassningar.<sup>19</sup> Många hushåll som bor i bostadsrätt har därför behövt betala en högre avgift till sin förening.

Liksom i andra länder med högt skuldsatta hushåll har de svenska hushållens konsumtion utvecklats svagt de senaste åren (se diagram 8, höger). Den utvecklingen har fortsatt under de första två kvartalen i år, men konsumtionen väntas öka framöver.<sup>20</sup> Reallönerna förväntas öka samtidigt som en mer expansiv finanspolitik bedöms bidra till att hushållens ekonomi förbättras nästa år. Dessutom har inflationen fallit tillbaka och Riksbanken har sänkt styrräntan samt aviserat att ytterligare sänkningar är att vänta framöver. Sammantaget stärker detta hushållens ekonomi och betalningsförmåga. Hushållens ränteutgifter kommer dock fortsatt att vara på en högre nivå än innan inflations- och ränteuppgången.

---

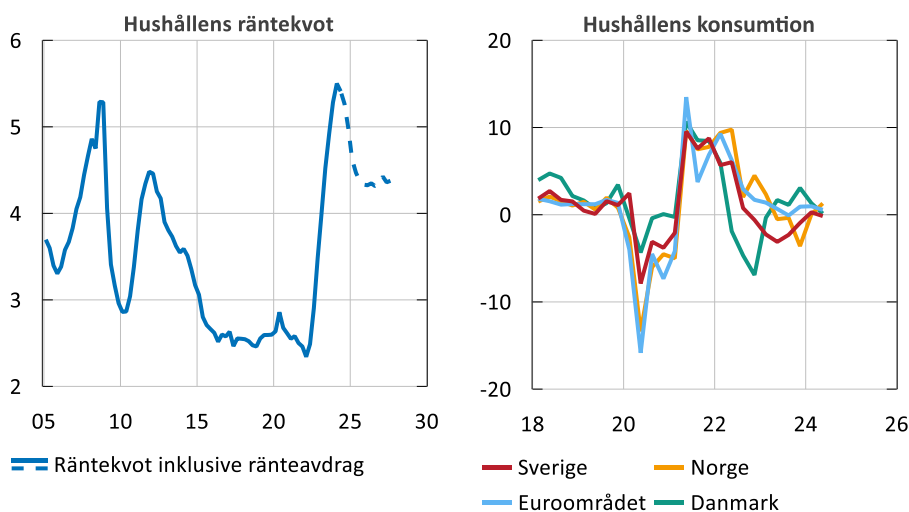
<sup>18</sup> Se *Konjunkturbarometern*, oktober 2024, Konjunkturinstitutet.

<sup>19</sup> Se faktarutan "Högre räntor påverkar bostadsrättsavgifterna" i *Finansiell stabilitet* 2024:1, Sveriges riksbank.

<sup>20</sup> Se *Penningpolitisk rapport*, september 2024, Sveriges riksbank.

**Diagram 8. Hushållens räntekvot och konsumtion**

Procent



Anm. Diagrammet till vänster avser hushållens samlade ränteutgifter som andel av säsongjusterade disponibla inkomster.

Källor: Eurostat, SCB och Statistics Norway och Riksbanken.

**Fler hushåll har fått det svårare att betala tillbaka sina skulder**

Bolånen utgör ungefär 80 procent av hushållens totala lån från monetära finansinstitut (MFI) och medför risker för såväl realekonomin som den finansiella stabiliteten (se fördjupningen "Makrotillsynsåtgärderna värnar hushållssektorns motståndskraft"). Motståndskraften hos bolånetagarna har överlag varit god. Det är främst andra typer av lån, som exempelvis blancolån, som gjort att fler hushåll nu fått betalningsproblem. Det kan bero på att kreditprövningar för sådana lån är mindre omfattande än för bolån. Många hushåll med små marginaler har fått lån som överstigit deras betalningsförmåga, och deras förmåga att hantera förändrade ekonomiska förutsättningar har varit begränsad.<sup>21</sup>

Även andra typer av skulder, som obetalda räkningar, har varit förknippade med betalningsproblem. Dessa utgör ungefär hälften av skuldvolymen som kommer till Kronofogden. Sedan 2021 har antalet ansökningar om nya betalningsförelägganden ökat (se diagram 9). Fram till juni 2024 har knappt 300 000 personer fått nya betalningsförelägganden. Därtill är total skuld, liksom medianskulden, hos de nya betalningsförelägganden nu större än tidigare.<sup>22</sup> Även om medianskulden är relativt låg utgörs ungefär 40 procent av de totala skulderna av belopp mellan 100 000–500 000 kronor. Det saknas data på vilken typ av skuld som dessa betalningsförelägganden avser, men sannolikt är de flesta blancolån. Att det är fler personer som får nya betalningsförelägganden visar att betalningsproblemen bland

<sup>21</sup> Svenska konsumtionslån, december 2022, Finansinspektionen.

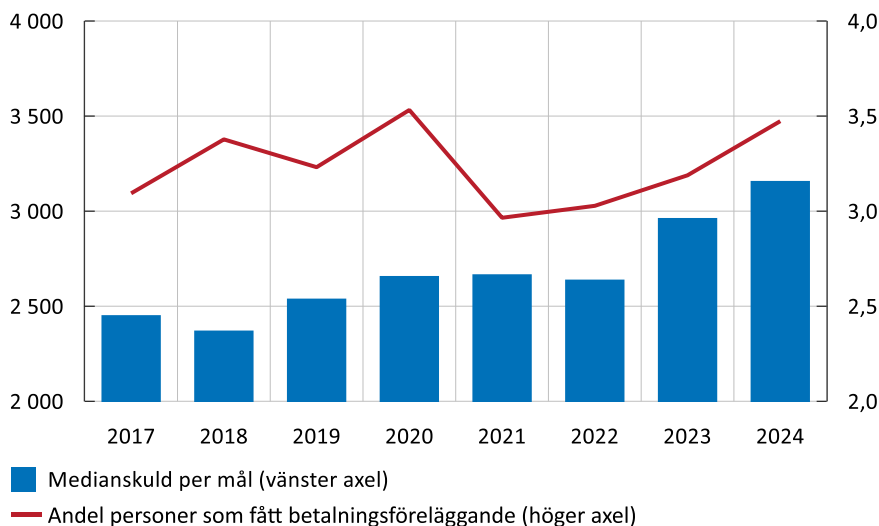
<sup>22</sup> Första halvåret 2024 fick knappt 300 000 personer betalningsförelägganden, motsvarande 18 miljarder kronor.



hushållen förmodligen blivit större på senare tid. Detta har bland annat resulterat i att kreditkvaliteten hos konsumtionskreditbanker har försämrats.

### Diagram 9. Medianskuld och andel av befolkningen som fått betalningsföreläggande

Kronor, procent



Anm. Medianskuld per mål för betalningsföreläggande hos Kronofogden. Andel personer som fått betalningsförelägganden avser antal personer i förhållande till folkmängden som är 18 år eller äldre. För att data för 2024 ska vara jämförbar används enbart data för det första halvåret respektive år.

Källor: Kronofogden och Riksbanken.

### Återhämtning på bostadsmarknaden

Även hushållens efterfrågan på bostäder har påverkats av de senaste årens höga inflation och det högre ränteläget. Antalet transaktioner har minskat från den nivå som rådde under pandemin, och är nu tillbaka på ungefär samma nivåer som 2019.<sup>23</sup> Därtill har antalet bostäder ute till försäljning varit rekordhøgt. Det kan bero på att hushåll i större utsträckning vill sälja sin bostad innan de köper en ny. Det kan också bero på att fler vill sälja nu när osäkerheten på bostadsmarknaden är lägre. Sedan början av året har bostadspriserna stigit med ungefär 3 procent. Jämfört med toppen i början av 2022 är dock bostadspriserna drygt 10 procent lägre.<sup>24</sup> För de som köpte innan nedgången, med en hög belåningsgrad, har detta inneburit att en stor del av kontantinsatsen gått förlorad. Samtidigt har lägre priser gjort det lättare för hushåll som inte tidigare ägt sin bostad att komma in på den ägda bostadsmarknaden.

Det stora antalet bostäder till försäljning kan verka dämpande på bostadspriserna. Men när bolåneräntorna faller och hushållens inkomster ökar, förväntas bostadspriserna stiga måttligt de kommande åren. Mindre strikta låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder skulle kunna bidra till att bostadspriserna stiger mer eftersom

<sup>23</sup> Se diagram A.2. i diagramappendix.

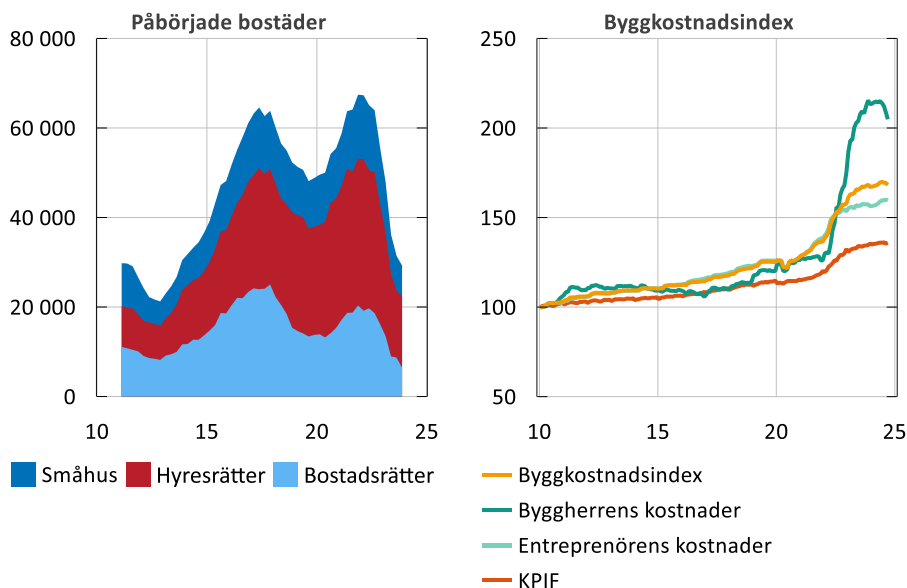
<sup>24</sup> Se diagram A.3. i diagramappendix.

hushåll tillåts ta större lån för köp av ny bostad. En sådan utveckling är inte önskvärd och kan leda till att riskerna kopplade till hushållens lån åter ökar.

Även bostadsbyggandet kan komma att påverka bostadspriserna framöver. Antalet nystartade byggprojekt har minskat kraftigt de senaste åren (se diagram 10, vänster). En del av minskningen beror på att färre hyresrätter har byggts. Dessutom har efterfrågan på nyproducerade ägda bostäder minskat till följd av högre räntor, lägre reallöner och lägre priser på andrahandsmarknaden. Kostnaden för att bygga nya bostäder har också ökat med drygt 20 procent (se diagram 10, höger). Det har försvårat än mer för bygg- och fastighetsföretag.<sup>25</sup> Att befolkningen väntas växa långsammare framöver innebär lägre långsiktigt behov av nya bostäder i riket.

### Diagram 10. Antal påbörjade bostäder och byggkostnadsindex för flerbostadshus

Antal, Index 2010=100



Anm. Vänster diagram visar antal påbörjade bostäder beräknat som ett glidande tolvmånadstal. Höger diagram avser byggkostnadsindex för flerbostadshus exkl. löneglidning och moms.

Källor: SCB och Boverket.

### Låg kreditillväxt kan leda till minskade risker

Bankernas nytillgång till hushåll är fortsatt låg. Att lånen inte har ökat så mycket kan bland annat förklaras av att prisutvecklingen på bostadsmarknaden har varit dämpad och att det har byggts färre bostäder. Därtill har hushåll tagit färre tilläggs lån än tidigare, samtidigt som det högre ränteläget har ökat hushållens incitament att amortera. Sammantaget har hushållens skulder i förhållande till såväl disponibel inkomst som BNP sjunkit de senaste två åren, från en hög nivå. Det har minskat riskerna förknippade med hushållens lån, även om de fortsatt är höga i en

<sup>25</sup> Kalkylen för hyresbostäder har dessutom försämrats av att det statliga investeringsstödet slopats och av två domar i Svea hovrätt som begränsade möjligheten till hyreshöjningar.

internationell och historisk jämförelse. Utifrån ett stabilitetsperspektiv vore det önskvärt om hushållens lån växer långsammare än, eller åtminstone i linje med, deras disponibla inkomster. Nu när räntor sjunker kan risktagandet bland hushållen åter öka. Om dessutom makrotillsynsåtgärderna luckras upp kan det leda till att såväl bostadspriser som bolån än en gång växer snabbt.

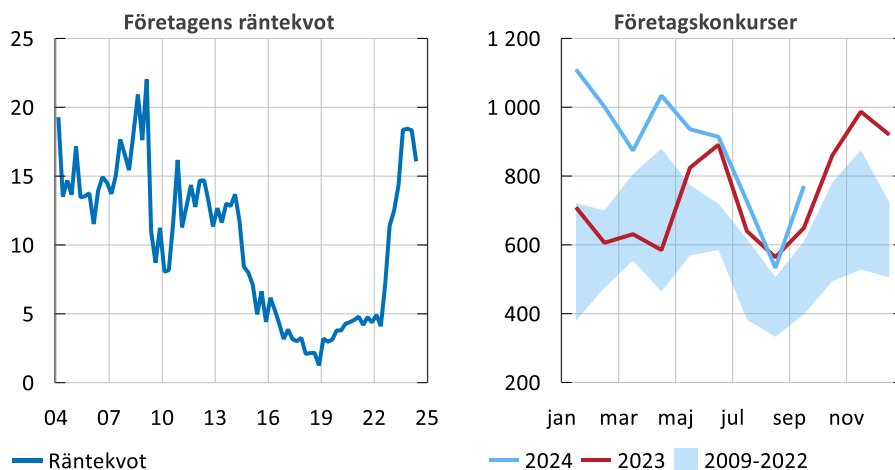
## 3.2 Fortsatt svag konjunktur är en utmaning för företag

### Fortsatt svag efterfrågan innebär att flera utmaningar kvarstår

Under våren förväntade sig många företag att ekonomin skulle återhämta sig. Denna förväntansbild har inte realiserats fullt ut, utan stämningsläget bland svenska företag är fortsatt dämpat.<sup>26</sup> Det beror på en svag efterfrågan på varor och tjänster, som tillsammans med höga kostnader utmanar lönsamheten för vissa företag. Situationen skiljer sig dock mellan branscher. Problemen är som störst bland hushållsnära företag, medan situationen är bättre för företag som exporterar och företag i företagsnära tjänstebanscher. Dock har efterfrågan på svenska exportvaror försämrats något, vilket främst påverkar industrin. Företagens räntekostnader är fortsatt höga, trots att de räntor som företag möter har sjunkit när Riksbanken sänkt styrräntan. Företagens aggregerade räntekvot är kvar på en hög nivå (se diagram 11, vänster). Alla företag har dock inte lån, och nuvarande räntenivåer påverkar främst lönsamheten för fastighetsföretag och större företag verksamma inom industri och tjänster.

### Diagram 11. Räntekvot och konkurser

Procent, antal



Anm. Räntekvoten (vänster) är uppräknad i årsvolym och beräknas som företagens totala räntekostnader i förhållande till driftöverskott. Skuggat område i höger diagram avser antalet konkurser per månad under perioden 2009-2022.

Källor: SCB och Tillväxtanalys.

<sup>26</sup> Se exempelvis *Konjunkturbarometern*, oktober 2024, Konjunkturinstitutet och "Svårt att se en ljusning i närtid", *Riksbankens företagsundersökning* oktober 2024, Sveriges riksbank.

Den svaga efterfrågan har bidragit till att antalet företagskonkurser är kvar på en förhöjd nivå (se diagram 11, höger). Konkurserna är högst bland företag inom bygg, handel och viss tjänstesektor. De flesta konkurser sker bland mindre företag med få eller inga anställda. Däremot har något fler större företag gått i konkurs under 2024 än tidigare. Ungefär en fjärdedel av företagen som gick i konkurs hade ett eller flera lån perioden innan de gick i konkurs, medan en majoritet av företagen inte hade några lån.<sup>27</sup> Totalt hade dessa företag knappt 4 miljarder kronor i lån från kreditinstitut och medianlånet var ungefär 150 000 kronor.<sup>28</sup> Denna lånevolym har varit för liten för att påverka bankerna i någon större utsträckning. Däremot har fler konkurser delvis bidragit till en ökad arbetslöshet och en lägre efterfrågan på kommersiella lokaler. Eftersom den ekonomiska återhämtningen ser ut att gå något långsammare än vad som tidigare förväntades, är det sannolikt att konkurserna kommer att vara kvar på en förhöjd nivå en tid framöver.

Företag kan dock ha andra typer av skulder. Exempelvis har cirka 15 procent av de företag som har gått i konkurs under 2024 inte kunnat betala tillbaka de tillfälliga skatteanstånd som beviljades under coronapandemin.<sup>29</sup> Antalet företag som blivit beviljade anstånd och sedan fått betalningsproblem har ökat. De mindre företagen står fortfarande för den största delen av företag som har problem med att betala sina skatteskulder. Men under 2024 har allt fler medelstora och stora företag haft svårt att betala skulder kopplade till anstånden.<sup>30</sup> Företag som beviljades skatteanstånd har ofta en sämre finansiell situation än jämförbara företag utan skatteanstånd. Att just dessa går i konkurs i en utmanande period är därför inte överraskande.

### **Svag kreditillväxt trots bättre finansiella förhållanden**

Trots att företagen möter lägre räntor har deras totala upplåning, både via banker och via värdepappersmarknader, fortsatt att utvecklas svagt. Den årliga tillväxttakten i företagens totala upplåning har varit negativ under hela 2024, och minskade med nästan 5 procent i augusti 2024 (se diagram 12, vänster).<sup>31</sup> Företagens lån i relation till intjäning har därför fortsatt att minska något (se diagram 12, höger).<sup>32</sup> Detta indikerar att riskuppbbyggnaden kopplad till företagens lån överlag har minskat något jämfört med den senaste stabilitetsrapporten.

---

<sup>27</sup> Enligt mikrodatabas från Riksbankens kreditdatabas KRITA och avser utestående banklån för dessa företag per december året innan de gick i konkurs.

<sup>28</sup> Lånevolymen är nästan en fördubbling jämfört med 2023. Ökningen drivs dock av ett enskilt fastighetsföretag, som i slutändan inte orsakade några kreditförluster för bankerna efter försäljning av säkerheter. Bortsett från det enskilda fastighetsföretaget uppgick den totala lånevolymen bland företagen som gått i konkurs till ungefär 2,4 miljarder kronor 2024. Det var ungefär samma lånevolym som under 2023.

<sup>29</sup> Enligt information från Creditsafe. Information från kreditupplysningsföretaget Syna indikerar samtidigt att andelen företag med skatteanstånd som gått i konkurs kan vara drygt 25 procent.

<sup>30</sup> Se *Tillfälliga anstånd med skattebetalning 2024:12*, september 2024, Skatteverket.

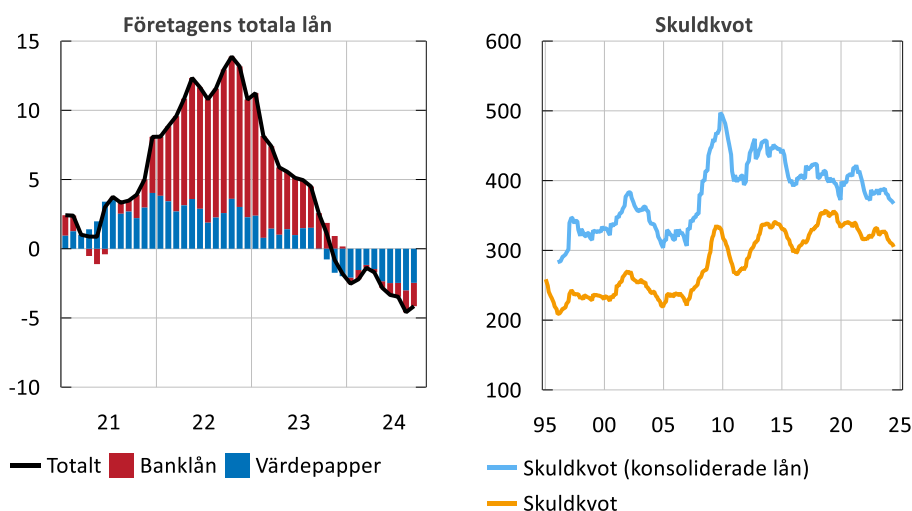
<sup>31</sup> Tillväxttakten har varit negativ hela 2024 även när kommersiella fastighetsföretag exkluderas från beräkningen, se diagram A.4. i diagramappendix.

<sup>32</sup> En liknande trend kan observeras i andra europeiska länder. För 20 euroländer minskade skuldkvoten (mätt med konsoliderade skulder som motsvarar ljusblå linje i diagram 12) från ungefär 385 procent 2020 till 310 procent andra kvartalet 2024.

Även om kredittillväxten totalt sett är negativ, finns det vissa tecken på att upplåningen kan öka framöver. Aktiviteten på den svenska obligationsmarknaden har varit dämpad sedan 2022, men den har under 2024 successivt ökat till följd av en högre riskapitet bland investerare. Det har pressat riskpremierna som är tillbaka kring de nivåer som gällde före inflations- och ränteuppgången. Förfallen av obligationer har dock varit relativt stora, vilket har inneburit att tillväxttakten för värdepappersupplåningen fortsatt är negativ. Bankernas utlåning tenderar att samvariera med stämningensläget i näringslivet, som har förbättrats något sedan i våras.<sup>33</sup> Det kan medföra att efterfrågan på lån ökar. En ökad utlåning till produktivitetshöjande investeringar skulle bidra positivt till den ekonomiska återhämtningen.

### Diagram 12. Företagens lån och skuldkvot

Årlig procentuell förändring, procent



Anm. Vänster diagram avser stockförändring, som inte är justerad för valutakursförändringar eller köpta och sålda lån. I höger diagram avser skuldkvoten räntebärande skulder i förhållande till driftöverskott. Skuldkvot (konsoliderade lån) är ett bredare mått på företagets lån, som bland annat innehåller lån från utländska banker. Skuldkvot (gul linje) innehåller enbart lån från svenska banker och emitterade certifikat och obligationer.

Källor: Riksbanken (KRITA och SVDB) och SCB.

### Fastighetsföretagens finansiella förutsättningar har förbättrats

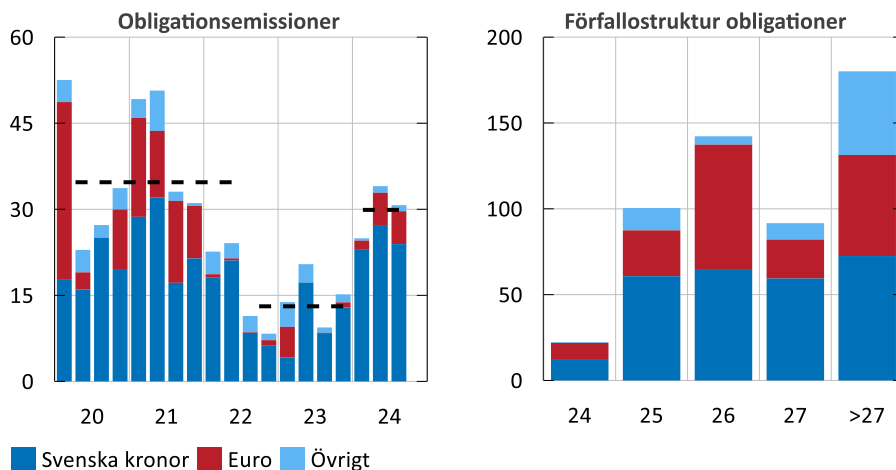
Såväl banker som andra finansiella aktörer, exempelvis fonder, pension- och försäkringsföretag) har stora exponeringar mot fastighetsföretagen, vilka fortfarande är högt skuldsatta och utgör en stabilitetsrisk. De senaste två åren har fastighetsföretagen haft utmaningar som framför allt varit kopplade till deras finansieringssituation och förmåga att betala högre räntekostnader. Att räntor nu börjat sjunka, och optimismen om framtiden stärkts, har inneburit att de finansiella förhållandena blivit mer fördelaktiga. Det syns inte minst på den svenska obligationsmarknaden. Kommersiella fastighetsföretag har stått för hälften av företagets totala obligationsemissioner. Sedan våren har de allra flesta fastighetsföretag som har haft möjlighet att emittera nya

<sup>33</sup> Se diagram A.5. i diagramappendix

obligationer valt att göra det. Hittills i år har obligationer för drygt 70 miljarder kronor emitterats i svenska kronor. Det är nästan en lika stor volym som för samma period under rekordåret 2021 (se diagram 13, vänster). Möjligheterna att emittera nya obligationer i euro har också ökat, även om bara enstaka fastighetsföretag har gjort detta hittills.

### Diagram 13. Obligationsemissioner och förfallostruktur, fastighetsföretag

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet till vänster avser obligationsemissioner, brutto, från svenska fastighetsföretag. De streckade linjerna avser genomsnittlig emissionsvolym för att illustrera perioder av relativt mycket höga respektive mycket låga obligationsemissioner. Höger diagram avser förfallostrukturen av fastighetsföretagens utestående obligationer. Data är per september 2024.

Källa: SCB (SVDB).

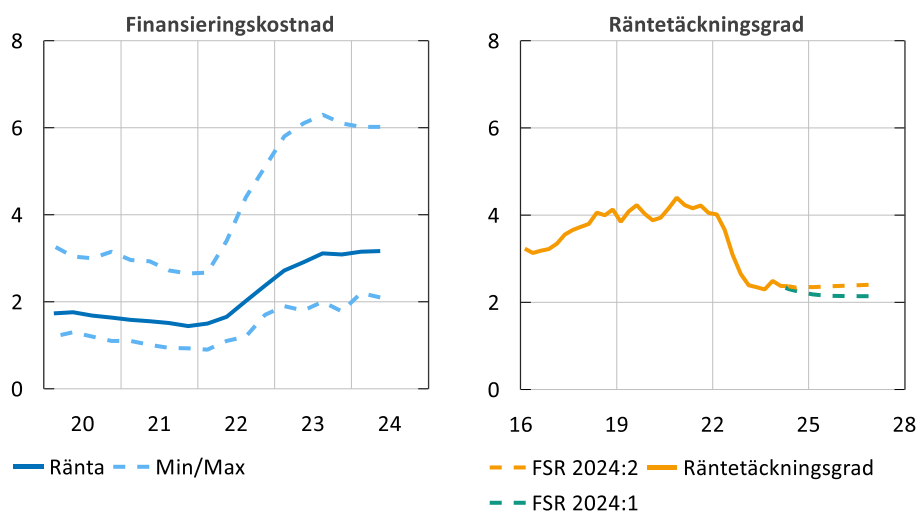
Utvecklingen har medfört att fastighetsföretagens kortsiktiga refinansieringsrisker har minskat. Även om det sker stora förfall av obligationer nästa år, bedöms en stor del av dessa kunna refinansieras (se diagram 13, höger). Bankerna har varit en viktig finanssör för fastighetsföretagen under en tid när de haft svårt att refinansiera sina obligationslån. När fastighetsföretag på nytt vänder sig allt mer till obligationsmarknaden innebär det att kreditrisken fördelar sig på fler långgivare istället för att samlas hos bankerna. Däremot kvarstår den grundläggande sårbarheten som är förknippad med fastighetsföretagens obligationer i svenska kronor. Investerarbasen utgörs fortfarande till stor del av företagsobligationsfonder. För att kunna hantera uttag av fondandelar har dessa fonder i perioder av marknadsoro agerat som stora säljare, vilket har försämrat obligationsmarknadens funktionssätt. Eftersom fonderna fortfarande är sårbara för stora uttag, kvarstår alltså risken för att fastighetsföretag relativt plötsligt inte kan refinansiera obligationsförfall om det sammanfaller med marknadsoro. För att obligationsmarknaden ska bli en långsiktigt stabil finansieringskälla, behöver sårbarheterna hos investerarna minska (se avsnitt 4.2).

Vidare har den höga riskaptiten på obligationsmarknaden inneburit att riskpremierna minskat under hela året. De är nu kring de låga nivåer som gällde före inflations- och ränteuppgången. Möjligen är minskningen i riskpremierna inte helt motiverad, utifrån hur riskerna i fastighetssektorn har utvecklats. Men det innebär att riskpremierna nu

är ungefär lika stora för nya lån, som för äldre lån som förfaller. Därtill har marknadsräntor sjunkit. Det innebär att den tidigare ränteuppgången snart har haft fullt genomslag på fastighetsföretagens genomsnittliga finansieringskostnader. I slutet av det andra kvartalet 2024 var den volymviktade genomsnittliga finansieringskostnaden 3,2 procent bland 34 större fastighetsföretag. Fastighetsföretagens finansieringskostnader skiljer sig dock åt (se diagram 14, vänster). Vissa fastighetsföretag har fortfarande lägre genomsnittliga finansieringskostnader än de hade haft om de lånat till rådande marknadsräntor. I takt med att de förnyar lån kommer därför deras finansieringskostnader fortsätta att stiga något. Andra fastighetsföretag har en omvänd situation, där deras finansieringskostnader framöver istället kommer minska. Övergripande kommer räntetäckningsgraderna att stabiliseras för många fastighetsföretag, men på en högre nivå än vad som förväntades i vårens stabilitetsrapport (se diagram 14, höger).

#### Diagram 14. Finansieringskostnad och räntetäckningsgrad

Procent, kvot



Anm. Vänster diagram avser volymviktad finansieringskostnad för 34 större fastighetsföretag, där streckade linjer avser lägsta respektive högsta finansieringskostnaden inom gruppen. Höger diagram avser volymviktad genomsnittlig räntetäckningsgrad för samma urval av fastighetsföretag, rullande 12 månader. Streckade linjer är en uppskattning av hur räntetäckningsgraden i genomsnitt bedöms utvecklas i en situation där styrräntan utvecklas i linje med Riksbankens prognos i mars 2024 (FSR 2024:1) respektive september 2024 (FSR 2024:2). Hyresintäkterna ökar under hela tidsperioden.

Källor: Sedis och egna beräkningar.

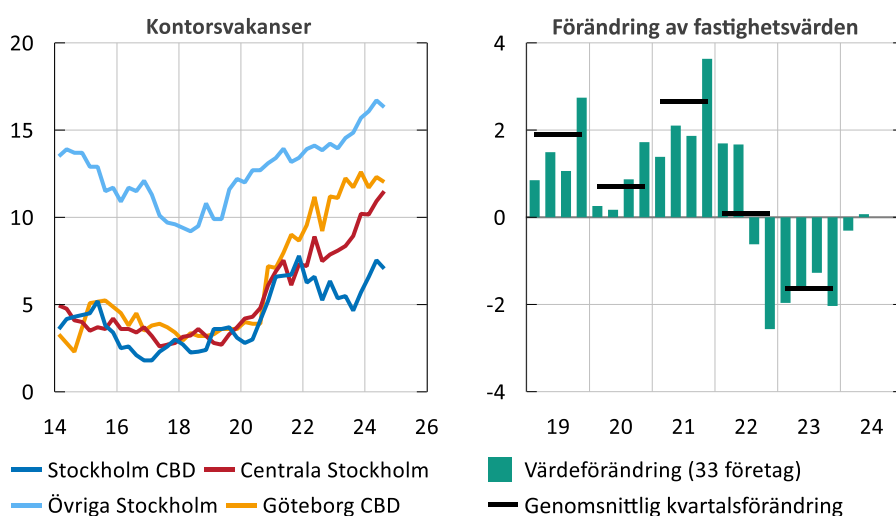
#### Hyresmarknaden för kontorsfastigheter har fortsatt att utvecklas svagt

Hyresmarknaden för framför allt kontor och viss handel har fortsatt att utvecklas svagare. Till skillnad från tidigare finns det nu också vissa tecken på att det blivit något svårare att hyra ut nyproducerade hyresrätter i vissa områden. Inom kontorssegmentet har vakanserna fortsatt att stiga och är på en hög nivå (se diagram 15, vänster). Därtill har inslaget av tillfälliga hyresrabatter för kontorslokaler också ökat något. Det har delvis inneburit att hyresökningarna varit lägre än vad som motiveras utifrån den indexering av hyresnivån som normalt sett sker vid inledningen av året. Hyresmark-

naden för kontor kan komma att försvagas ytterligare på grund av den svaga återhämtningen i ekonomin, tillsammans med strukturella faktorer som fortsatt effektivisering av lokalytor och nya arbetsformer. Det gäller främst kontorsfastigheter i sämre geografiska lägen. En sådan utveckling skulle kunna påverka fastighetsföretagens rörelseresultat negativt, men får sannolikt en relativt begränsad effekt på företagets räntetäckningsgrad. I ett dåligt scenario kan en sådan utveckling dock leda till att förtroendet för vissa fastighetsföretag åter försvagas och att deras finansieringskostnader ökar.

### Diagram 15. Vakanser och förändring av fastighetsvärden

Procent



Anm. Vänster diagram avser vakansgraden (yta) för kontor. CBD, Central Business District, avser de mest centralt belägna kontorsfastigheterna i Stockholms respektive Göteborgs innerstad. Centrala Stockholm avser de centrala delarna exklusive CBD. Höger diagram avser volymviktad genomsnittlig värdeförändring per kvartal enligt MSCI respektive för 33 större fastighetsföretag.

Källor: Citymark, MSCI och Sedis.

### Svagare hyresmarknad utgör en nedåtrisk för fastighetsvärden

En svagare hyresmarknad påverkar även fastigheternas värde. Fastighetsföretag har i genomsnitt skrivit ned sina fastighetsvärden med knappt 10 procent sedan hösten 2022.<sup>34</sup> Nedskrivningarna har dock varit relativt begränsade under 2024 då avkastningskraven har slutat att stiga när marknadsräntor har sjunkit (se diagram 15, höger). Även om fastighetsvärden nu verkar ha stabiliserats kvarstår alltså nedåtrisker i form av stigande vakanser och svag hyresutveckling. Om det dessutom kvarstår optimistiska antaganden om framtida kassaflöden i värderingarna kan det också påverka fastigheternas värde framöver.

<sup>34</sup> Enligt urval av 33 fastighetsföretag. Data från MSCI ([MSCI Data Notice](#)) som sträcker sig fram till slutet av 2023 pekar på en något lägre nedjustering av fastighetsvärden.



Att fastighetsvärden hittills inte har justerats ned mer beror delvis på att hyrorna för kommersiella lokaler har ökat till följd av KPI-indexeringen och till viss del kompenserat för de stigande avkastningskraven. Innan inflations- och ränteuppgången var avkastningskraven historiskt låga för många fastigheter. Förenklade kassaflödesberäkningar indikerar att värdet på exempelvis kontorsfastigheter utan indexeringen hade varit ungefär 25 procent lägre idag än toppen 2022.<sup>35</sup> Sammantaget tyder det på att det fortfarande finns en viss fallhöjd i nuvarande fastighetsvärden, och det skulle kunna drabba företag om hyresmarknaden för kontor skulle fortsätta att försvagas.

### **Fastighetssektorn behöver bli mer motståndskraftig**

De senaste två årens höga ränteläge har varit en stor utmaning för fastighetsföretagen, där vissa har haft betalningsproblem och enskilda företag gått i konkurs. Det har medfört negativa realekonomiska effekter, exempelvis har fastighetsföretagen minskat sina bostads- och fastighetsinvesteringar och arbetslösheten i byggbranschen har ökat. Överlag har konsekvenserna för långivarna ändå förblivit begränsade. Det beror på flera anledningar. En orsak är att fastighetsföretagen, vid sidan av lägre investeringar, också vidtog andra åtgärder för att stärka sina balansräkningar, som att sälja fastigheter och emittera nya aktier för att hantera såväl lånebetalningar som lånefall.<sup>36</sup> Att många hyreskontrakt är indexerade med inflationen bidrog också till att stärka företagens kassaflöden. Men framför allt kunde bankerna stötta fastighetsföretag med att refinansiera lån, vilket var möjligt på grund av bankernas goda kapitalsituation. Därtill förlängde obligationsinvesteringarna löptiden på en del befintliga obligationslån. De lånen hade vissa fastighetsföretag annars haft svårt att betala eller refinansiera. Det medförde att de flesta fastighetsföretag inte behövde göra större pressade försäljningar, som snabbt hade kunnat förstärka den finansiella stressen och nedgången i fastighetsvärden.

Även om de finansiella förutsättningarna har förbättrats, kvarstår vissa utmaningar för fastighetsföretagen. Exempelvis är hyresmarknaden fortsatt svag, vilket är en trend som riskerar att förstärkas i viss mån eftersom återhämtningen i ekonomin ser ut att bli något fördröjd. Därtill finns det fortfarande sårbara fastighetsföretag som bör fortsätta med att stärka sina balansräkningar. Det är också viktigt att företagen drar lärdom från de senaste årens kraftiga ränteuppgångar. En strategi som bygger på skuld-driven expansion är inte långsiktigt hållbar. Det är istället fördelaktigt ur ett stabilitetsperspektiv, om sektorn framöver har en lägre skuldsättning och en längre kapital- och räntebindningstid än vad den hade innan ränteuppgången. Det gör fastighetssektorn mindre sårbar när såväl finansiella som ekonomiska förutsättningar förändras.

---

<sup>35</sup> Beräkningarna utgår från en 10-årig kassaflödesberäkning där hyrestillväxten de första fyra åren ökar med faktisk inflation (KPI) för perioden 2021-2024, istället för det normala hyrestillväxtantagandet om 2 procent. Vidare ökar avkastningskravet i beräkningarna med 0,8 procentenheter. Det motsvarar den genomsnittliga förändringen av avkastningskraven för ett urval av fastighetsföretag som främst förvaltar kontorsfastigheter. En fastighets värde påverkas dock av andra faktorer kopplade till aktiv förvaltning av en fastighet, såsom investeringar, vakanser, hyresomförhandlingar, marknadshyra och förvaltningskostnader. I beräkningarna har inte dessa faktorer tagits i beaktning.

<sup>36</sup> Se *Finansiell stabilitetsrapport 2024:1*, Sveriges riksbank för en bredare diskussion om fastighetsföretagens vidtagna åtgärder.

## 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, men deras stora exponering mot kommersiella fastigheter och stora omvärldsberoende medför alltjämt sårbarheter. Såväl lönsamhet som kreditförluster ser sämre ut för vissa konsumtionskreditbanker. Vissa banker har därtill koncentrationsrisker i sin inlåning. Det gäller framför allt storbanks- och värdepappersbanker. Samtidigt har företagsobligationsfonder blivit allt viktigare aktörer på företagsobligationsmarknaden. Många av dessa fonder saknar tillräckliga likvida medel för att hantera stora uttag från sina andelsägare. Vid stora utflöden kan de därför behöva sälja större volymer företagsobligationer. Riksbanken har vid upprepade tillfällen pekat på att fonderna i ett sådant scenario kan förstärka befintlig stress. Den finansiella infrastrukturen behöver moderniseras och harmoniseras mot internationella standarder.

---

### 4.1 Storbankerna har god marginal till de regulatoriska kraven, men situationen är sämre för små banker

#### **Storbankernas lönsamhet är god och kreditförlusterna är låga**

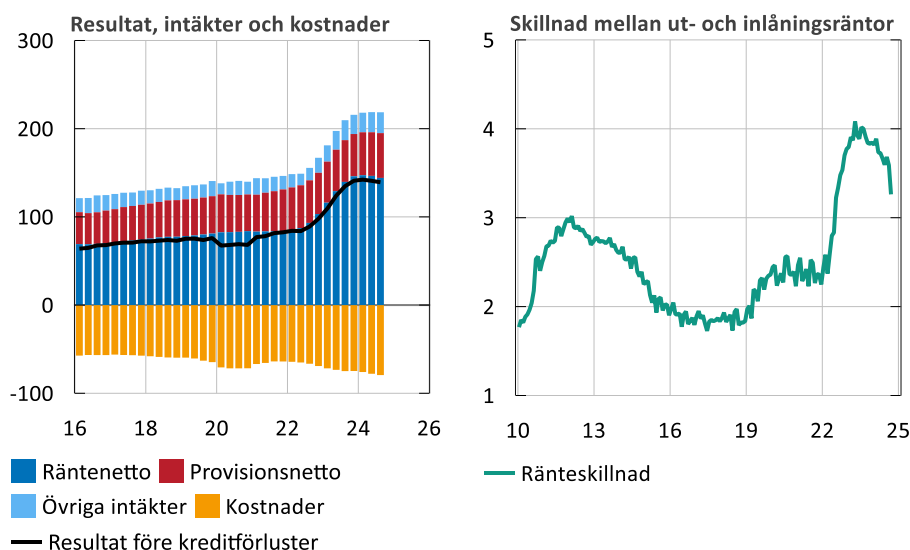
De svenska storbankerna har hög lönsamhet och goda marginaler ned till de regulatoriska kraven för kapital och likviditet.<sup>37</sup> Deras lönsamhet och kapitaltäckning är även god jämfört med europeiska banker. Den höga lönsamheten beror till viss del på att de svenska storbankerna har haft låga kreditförluster. Men den främsta anledningen är att deras räntenetto har gynnats av att de har höjt sina utlåningsräntor mer än vad deras finansieringskostnader har stigit (se diagram 16). Även om det är enkelt för bankernas kunder att öppna ett nytt sparkonto hos en annan bank med högre ränta, så är det fortfarande förknippat med höga trösklar att helt byta bank. Det minskar rörligheten bland kunderna. Därtill är det svårt för kunderna att jämföra bankernas totala erbjudande vad gäller in- och utlåningsräntor och andra tjänster som de erbjuder.

---

<sup>37</sup> Bland annat kärnprimärkapitalkravet och kraven på likviditetsbuffert (LCR) och kravet på en stabil nettofinansiering (NSFR).

### Diagram 16. Rörelseresultat och skillnad mellan ut- och inlåningsräntor

Miljarder kronor, procentenhet



Anm. Data för rörelseresultat avser Handelsbanken, SEB och Swedbank, rullande 4 kvartal. Höger diagram avser skillnaden mellan monetära finansinstituts utlåningsräntor för nya avtal till hushåll och icke-finansiella företag, och bankernas inlåningsräntor på nya avtal med hushåll och icke-finansiella företag.

Källor: Bankernas delårsrapporter och SCB.

Under förra året bedömde investerare att riskerna kopplade till de svenska storbankerna hade ökat något, trots deras goda lönsamhet. Detta hängde bland annat ihop med bankernas exponeringar mot högt skuldsatta fastighetsföretag, och speglades i att investerares implicita avkastningskrav och CDS-premier ökade (se diagram 17).<sup>38</sup> I takt med att oron för fastighetssektorn minskat har investerarnas syn på bankerna blivit mer positiv. De svenska bankernas exponeringar mot fastighetssektorn är visserligen relativt stora, men varken problemlån eller kreditförluster i dessa exponeringar har ökat i någon betydande omfattning. En bidragande orsak är att de större svenska fastighetsföretagen finansierar sig med en blandning av banklån och obligationer. Risken delas således mellan bankerna och obligationsinnehavarna. Bankerna har dock ett extra skydd som obligationsinnehavarna inte har, eftersom de säkerställt sina lån genom att ta fastigheterna som pant. Detta innebär att om ett fastighetsföretag får problem så har bankerna en starkare förhandlingsposition än obligationsinnehavarna. Det blev tydligt när räntorna steg och obligationsinnehavare blev tvungna att omförhandla villkoren i obligationerna.

Bankernas stora exponeringar mot lån till kommersiella fastighetsföretag innebär dock att de är sårbara i vissa makroekonomiska scenarier, till exempel vid kraftigt höjda räntor. I sådana scenarier skulle kreditförlusterna på lån till kommersiella fastig-

<sup>38</sup> CDS är en förkortning för Credit Default Swap, vilket är ett kontrakt mellan aktörer på kreditmarknaden som syftar till att överföra kreditrisken i en underliggande tillgång från en aktör till en annan.

hetsföretag kunna öka avsevärt. Risken för långtgående konsekvenser för den finansiella stabiliteten motverkas dock av att bankerna har god kapitaltäckning och lönsamhet.

### Diagram 17. Avkastningskrav och CDS-premier för storbankerna

Procent, räntepunkter



Anm. Svenska storbanker avser Handelsbanken, SEB och Swedbank. Vänster diagram avser det implicita avkastningskravet (eller CoE: Cost of Equity) och är beräknat utifrån aktiepriser. Höger diagram avser CDS-premier för 5-åriga seniora obligationer.

Källor: Bloomberg och S&P Capital IQ.

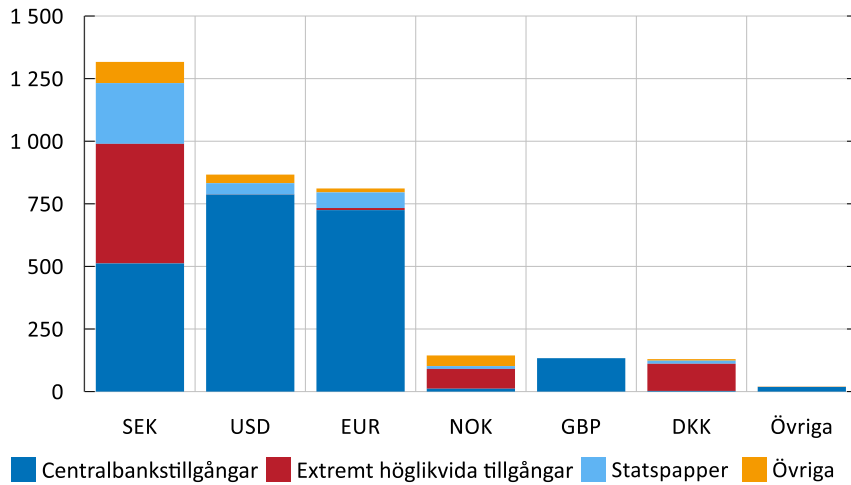
### Säkerställda obligationer ökar i svenska storbankers likviditetsportföljer

De svenska storbankernas likvida tillgångar uppgår till drygt 3 400 miljarder kronor varav majoriteten är i utländsk valuta (se diagram 18). Sammansättningen i deras likviditetsportföljer kan dock komma att ändras. Ett skäl till det är att Riksbankens kvantitativa åtstramningar (Quantitative Tightening, QT) bland annat innebär att Riksbankens ägande av säkerställda obligationer minskar. I viss utsträckning har bankerna istället ökat sitt ägande av säkerställda obligationer. Men framför allt har utländska investerare återvänt till den svenska marknaden för säkerställda obligationer under de senaste två åren. En stor del av dessa investerare är icke-banker, såsom hedgefonder, vilka ofta tar lån från svenska banker för att finansiera sina köp.<sup>39</sup> Eftersom bankerna tar de säkerställda obligationerna som pant för lånen, ökar andelen säkerställda obligationer i bankernas likviditetsportföljer, vilket ökar sammanlänkningarna i det finansiella systemet (se diagram 19). Om icke-banker äger en stor andel av de säkerställda obligationerna finns det en risk för att marknadsfinansieringen blir mer volatil. Den risken är större om investerare bestämmer sig för att snabbt avveckla sina positioner.

<sup>39</sup> Se M. Andersson (2024) "Investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader", Staff memo, Sveriges riksbank.

**Diagram 18. De svenska storbankernas likviditetsportfölj i olika valutor**

Miljarder kronor

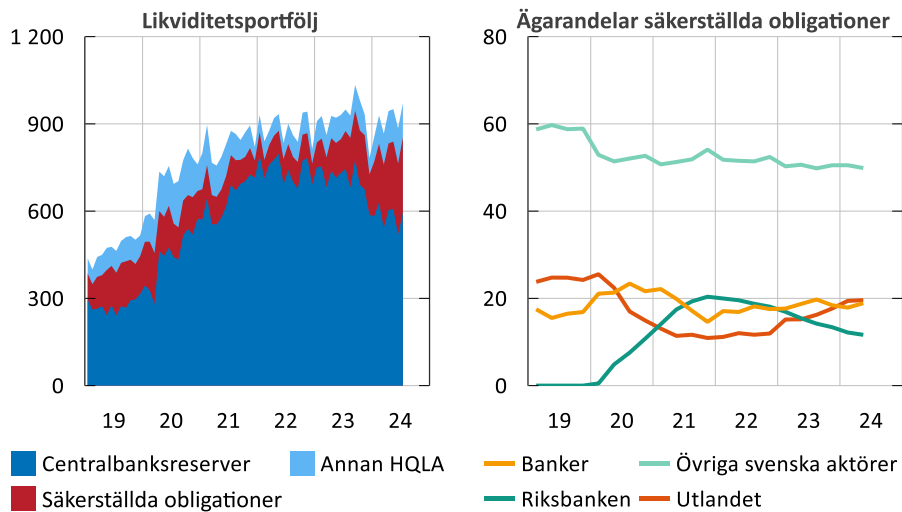


Anm. Data för Handelsbanken, SEB och Swedbank.

Källa: Riksbanken.

**Diagram 19. De svenska storbankernas likviditetsportfölj och ägarandelar i säkerställda obligationer**

Miljarder kronor, procent



Anm. Vänster diagram avser Handelsbanken, SEB och Swedbank, och deras likviditetsportfölj i svenska kronor efter värderingsavdrag. Höger diagram avser nominella värden för säkerställda obligationer emitterade i svenska kronor fram till och med andra kvartalet 2024.

Källor: SCB och Riksbanken.

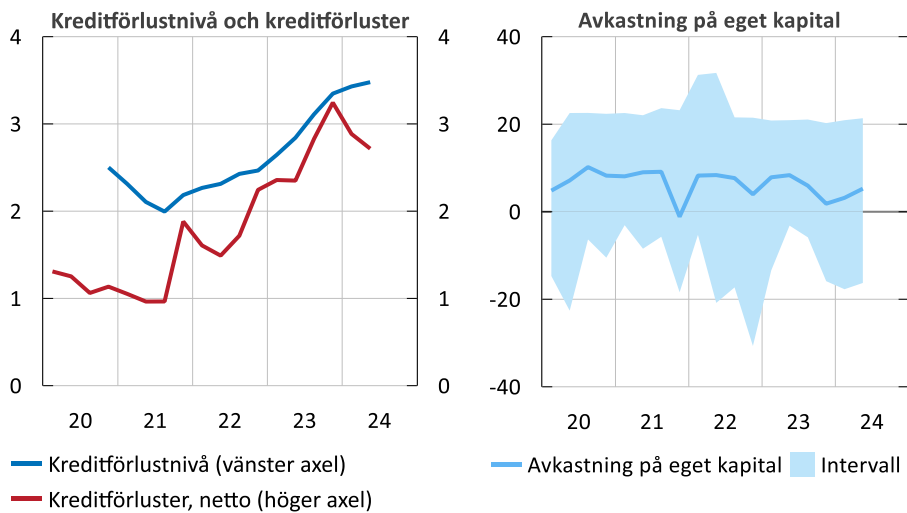
**Fortsatt höga kreditförlustnivåer bland konsumtionskreditbanker**

Konsumtionskreditbankernas kreditförlustnivåer är fortsatt på höga nivåer, även om ökningen har dämpats något (se diagram 20, vänster). Att konsumtionskreditbankernas kreditförlustnivåer är högre än storbankernas beror delvis på att majoriteten av

deras utlåning är utan säkerheter och delvis på att de vänder sig till ett annat kundsegment. Konsumtionskreditbankerna kompenserar för den högre risken i sin utlåning genom att ta ut högre räntor. Men även om deras lönsamhet har förbättrats något under 2024 så är avkastningen på eget kapital i genomsnitt drygt fem procent (se diagram 20, höger). Det är nästan tio procentenheter lägre än för de svenska storbankerna. Lönsamheten skiljer sig dock relativt mycket mellan de olika konsumtionskreditbankerna, eftersom deras affärsmodeller skiljer sig åt.<sup>40</sup>

### Diagram 20. Kreditförluster och avkastning på eget kapital för konsumtionskreditbanker

Procent, miljarder kronor och procent



Anm. Kreditförlustnivå redovisas som genomsnitt på rullande 4 kvartal. Konsumtionskreditbanker i urvalet innefattar Avida Finans, ICA Banken, Ikano Bank, Marginalen Bank, MedMera Bank, NOBA Bank Group, Norion Bank, Northmill Bank, Qliro, Resurs Bank, Svea Bank och TF Bank.

Källor: Bankernas års- och delårsrapporter.

### Många konsumtionskreditbanker använder inlåningsplattformar

Hur mycket högkvalitativa likvida tillgångar en bank måste ha för att hantera likviditetsrisker varierar beroende på finansieringskälla. Storbankerna finansierar sig till stor del på marknaden, medan konsumtionskreditbankerna är mer beroende av inlåning som finansieringskälla. Inlåning från privatpersoner betraktas normalt sett som en mer stabil finansieringskälla än utgivna värdepapper. Därför behöver inte konsumtionskreditbankerna enligt likviditetsregelverket ha lika mycket likvida tillgångar (se diagram 21). Några av dessa banker finansierar sig dock till stor del via olika inlåningsplattformar.<sup>41</sup> Riksbankens tidigare analys indikerade att inlåning via plattformar är mer flyktig än vanlig inlåning och därför skapar högre likviditetsrisker. Nyligen konstaterade Finansinspektionen att vissa konsumtionskreditbanker som finansierar sig med hjälp av inlåningsplattformar inte tar tillräcklig höjd för de risker som det innebär när

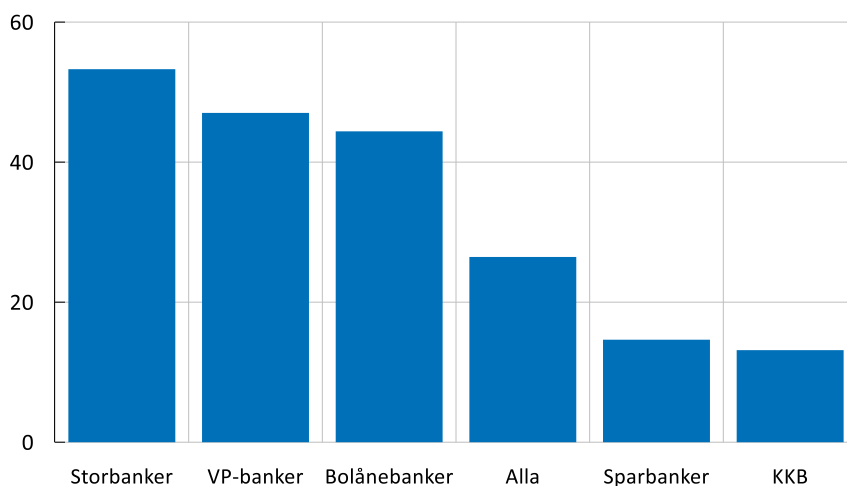
<sup>40</sup> Se *Finansiell stabilitet*, 2024:1, Sveriges riksbank.

<sup>41</sup> Se faktarutan "Sparande via plattformar", *Finansiell stabilitet*, 2024:1, Sveriges riksbank.

de beräknar sina likviditetsmått, LCR och NSFR. Finansinspektionen har därför förtydligat att denna typ av inlåning – inom ramen för likviditetsreglerna – ska betraktas som mer flyktig än vanlig inlåning.<sup>42</sup> Riksbanken bedömer att Finansinspektionens förtydligande bidrar till att stärka bankernas motståndskraft.

**Diagram 21. Olika bankers högkvalitativa likvida tillgångar som andel av inlåning**

Procent



Anm. VP-banker är värdepappersbanker och KKB är konsumtionskreditbanker.

Källa: Riksbanken.

## FAKTA: Koncentrationer i svenska bankers inlåning

Sannolikheten för plötsliga och stora uttag är större om en stor andel av en banks inlåning kommer från ett begränsat antal insättare, eller från en specifik typ av insättare, än om inlåningen kommer från ett stort antal olika insättare.

Riksbanken har tidigare visat att koncentrationen i inlåning varierar mellan de svenska bankerna, men att de är störst bland storbanker och värdepappersbanker (diagram 22, vänster).<sup>43</sup> För genomsnittet av storbankerna och värdepappersbankerna står de 100 största insättarna för 25 respektive 20 procent av den totala inlåningen, vilket är högt jämfört med genomsnittet för övriga banker. Värt att notera är dock att dessa medelvärden drivs av enskilda banker. I vissa banker utgör de 100 största insättarna nästan 40 procent av deras totala inlåning.

Vilken typ av insättare som utgör den största andelen varierar också (diagram 22, höger). För bolånebanker, konsumtionskreditbanker och sparbanker utgörs koncentrationen till största del av inlåning från icke-finansiella företag. För konsumtionskreditbanker är privatpersoner näst störst och utgör knappt hälften av de största insättarna.

<sup>42</sup> Se Finansinspektionen, september 2024. [2024:2 Inlåning genom digitala inlåningsplattformar](#).

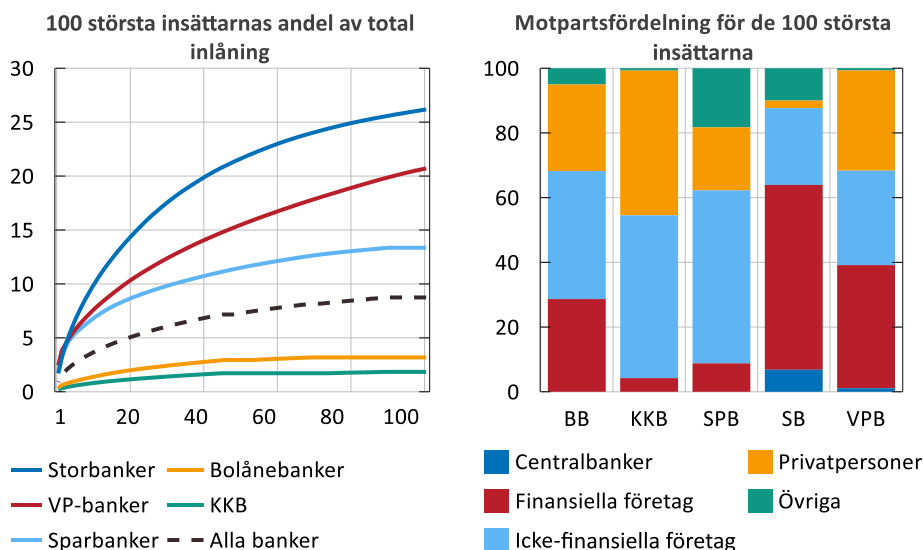
<sup>43</sup> Analysen bygger på data som inhämtades 2023, och redovisas i fördjupningen "Inlåningen i svenska banker varierar i flyktighet", i *Finansiell stabilitet*, 2023:2, Sveriges riksbank.

För storbanker och värdepappersbanker utgör finansiella företag störst andel av deras koncentrationer mot enskilda insättare.

Vad gäller den enskilt största insättaren för varje bank så utgör den för ett par av bankerna en förhållandevis stor andel, närmare bestämt cirka fyra procent av deras totala inlåning. För flera banker utgör de 50 största insättarna även en väsentlig andel av deras tillgängliga höglikvida medel (HQLA). För vissa banker utgör insättningar från de 50 största insättarna hela eller nästan hela deras likviditetsbuffert. Det ger en fingervisning om att vissa banker skulle ha svårare än andra att möta plötsliga uttag från sina största insättare.

## Diagram 22. Koncentrationer i svenska bankers inlåning

Procent



Anm. Diagrammet till vänster avser kumulativ andel av den totala inlåningen, medelvärde per banktyp. På den horisontella axeln är insättarna rangordnade från 1 till 100, där den som satt in störst belopp får rank 1. Längst till vänster i grafen återfinns alltså hur stor andel den största insättaren i genomsnitt utgör för en viss typ av bank. Längst till höger återfinns på motsvarande sätt hur stor andel de 100 största insättarna i genomsnitt utgör för en viss typ av bank. I diagrammet till höger avser BB Bolånebanker, KKB Konsumtionskreditbanker, SPB Sparbanker, SB Storbanker och VPB Värdepappersbanker.

Källor: Bankernas inrapporterade data till Riksbanken.

Riksbanken har velat få en bättre förståelse för hur koncentrationen i inlåning bland svenska banker ser ut. Därför har Riksbanken kompletterat de uppgifter som inhämtades under hösten 2023 med kvalitativa frågor till de elva banker som då hade störst koncentrationer.

I svaren framgår att banker i enstaka fall väljer att ta extra hänsyn till koncentrationer genom att ha mer likvida tillgångar (HQLA) än vad som krävs enligt tillsynsförordningen. Det kan handla om koncentrationer mot enskilda kundsegment där banken vet att utflödesrisken är hög. Exempel på sådana kundsegment är finansiella företag som penningmarknadsfonder eller fonder med stort förvaltad kapital. Det kan också



handla om koncentrationer mot enskilda näringsidkare eller privatpersoner vars insättningar utgörs av tillgångar som snabbt förväntas återinvesteras i till exempel värdepapper.

I de allra flesta fall tyder dock svaren på att bankerna generellt inte har mer likvida tillgångar än de skulle ha haft utan koncentrationer. Det handlar då om koncentrationer mot såväl icke-finansiella som finansiella företag, mot privatpersoner och även för de banker som har koncentration mot företag med regional förankring. Bankerna jobbar istället ofta med andra metoder. Exempelvis har de en löpande dialog med icke-finansiella företag för att bättre förstå hur deras likviditetsbehov kan förändras.

## 4.2 Icke-banker växer som finansiärer till flera aktörer

### **Icke-banker kan förstärka störningar på viktiga finansieringsmarknader**

Icke-banker är finansiella aktörer som inte är banker, och de har blivit allt viktigare finansiärer av svenska banker och icke-finansiella företag. Denna utveckling har fördelar, exempelvis vad gäller riskspridning i det finansiella systemet. Men det kommer också med risker. En sådan risk handlar om icke-bankernas likviditetshandling. Det gäller i synnerhet investeringsfonder, till exempel företagsobligationsfonder, som investerar i mindre likvida tillgångar och samtidigt erbjuder sina andelsägare frekventa uttagsmöjligheter. Detta skapar en betydande skillnad i likviditeten mellan fondens tillgångar och skulder, en skillnad som är större än vad många andra finansiella aktörer har. Dessa fonder blir då sårbara för plötsliga och stora uttag från sina andelsägare. I ett stressat läge finns det därför en risk för att fonderna förstärker ett redan högt säljtryck på marknaderna för fondernas tillgångar, till exempel på företagsobligationsmarknaden.

### **Fondernas likviditet har inte förbättrats sedan coronapandemin**

I mars 2020 drabbades svenska företagsobligationsfonder av omfattande nettouttag från sina andelsägare, motsvarande 23 miljarder kronor (se diagram 23). Säljtrycket från fonderna på andrahandsmarknaden för företagsobligationer drev då upp riskpremierna, samtidigt som det blev betydligt svårare att beräkna tillförlitliga obligationspriser.<sup>44</sup> Osäkerheten kring prissättningen medförde att ett trettiotal fonder tillfälligt behövde stänga för in- och uttag. Likviditetssituationen bland många fonder var också ansträngd, även om de lyckades sälja en viss mängd obligationer för att täcka en del av uttagen.<sup>45</sup> Marknadsstressen blev så pass allvarlig att under en period i slutet av mars gavs inga nya obligationer ut. Detta försämrade företagets finansieringsmöjligheter och ökade pressen på bankerna. Riksbanken initierade flera åtgärder, vilka bidrog till att stabilisera marknaden. Bland åtgärderna ingick det att Riksbanken köpte

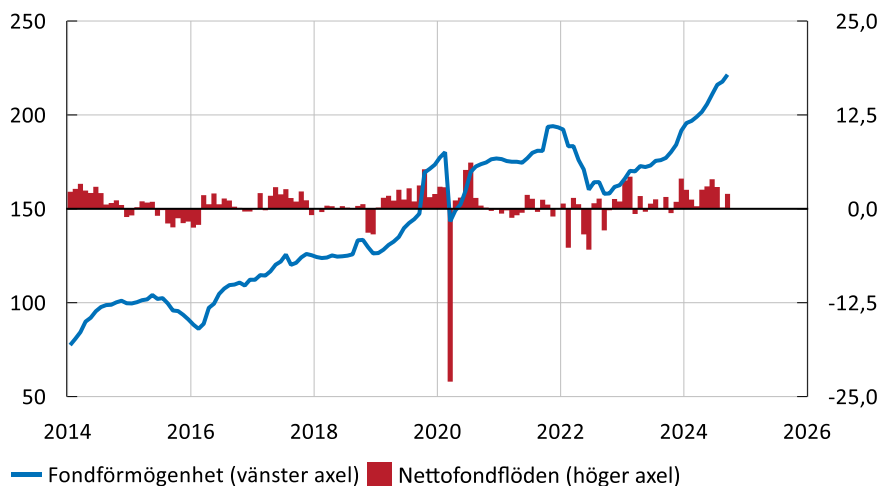
<sup>44</sup> Se S. Wollert (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", Staff memo, oktober, Sveriges riksbank.

<sup>45</sup> Se M. Andersson (2024) "Investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader", Staff memo, maj, Sveriges riksbank.

företagsobligationer och lånade ut pengar till banker som kunde låna vidare till företag.<sup>46</sup>

### Diagram 23. Fondförmögenhet och månatliga nettoflöden i företagsobligationsfonder

Miljarder kronor



Anm. Nettofondflödena utgörs av skillnaden mellan insättningar och uttag från fonderna.

Källa: Fondbolagens förening.

Sedan början av 2020 har fondförmögenheten i företagsobligationsfonder ökat med nästan 25 procent, vilket har förstärkt fondernas betydelse för företagets marknadsfinansiering (se diagram 23). Den ökade fondförmögenheten beror bland annat på stora nettoinflöden till fonderna. Andelen likvida medel i fondernas portföljer har däremot inte ökat.<sup>47</sup> Dessutom har endast relativt få företagsobligationsfonder infört det verktyg som finns tillgängligt enligt svensk lagstiftning för att hantera en fonds likviditetsrisker, nämligen justerat försäljnings- och inlösenpris. Sammantaget kvarstår därför risken för likviditetsdrivna utförsäljningar från fonderna.

### Större andel fonder kan göra företagets marknadsfinansiering mer sårbar

Investeringsfonder äger mer än 35 procent av obligationer emitterade i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag, vilket är en historiskt hög andel (se diagram 24, vänster). Som framgår av de ljusblåa staplarna i höger diagram 24 har det främst drivits av att fonder har ökat sin köptakt av framför allt fastighetsföretagens nyemitterade obligationer. Fastighetsföretagen har ökat sina emissionsvolymerna kraftigt sedan slutet av 2023, och de utgör den största gruppen emittenter av företagsobligationer. Nästan 60 procent av dessa obligationer är i svenska fonder ägo. Även utländska aktörer är betydande köpare av fastighetsföretagens obligationer (se orangea staplar i diagram 24, höger). Dessa utgörs också i stor utsträckning av fonder, dock ofta av

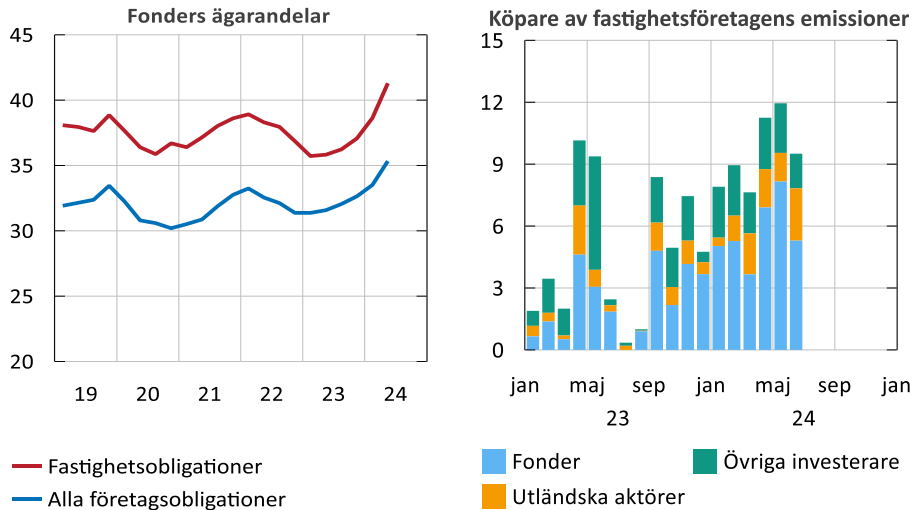
<sup>46</sup> Se fördjupningen "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen" i *Penningpolitisk rapport*, september 2020, Sveriges riksbank.

<sup>47</sup> Se diagram A.6. i Diagramappendix.

svenska fondbolags fonder som är registrerade utomlands, vilka också kan vara känsliga för stora uttag.

**Diagram 24. Fonders ägarandelar i företagsobligationer samt vilka som har köpt fastighetsföretagens nyemitterade obligationer**

Procent, miljarder kronor



Anm. Diagrammen avser nominella värden på obligationer emitterade i svenska kronor, och sista observation är 2024 kv2. Det kan förekomma vissa diskrepanser i diagrammet till höger, eftersom kvartalsdata på innehavare kombineras med månadsdata på emissioner.

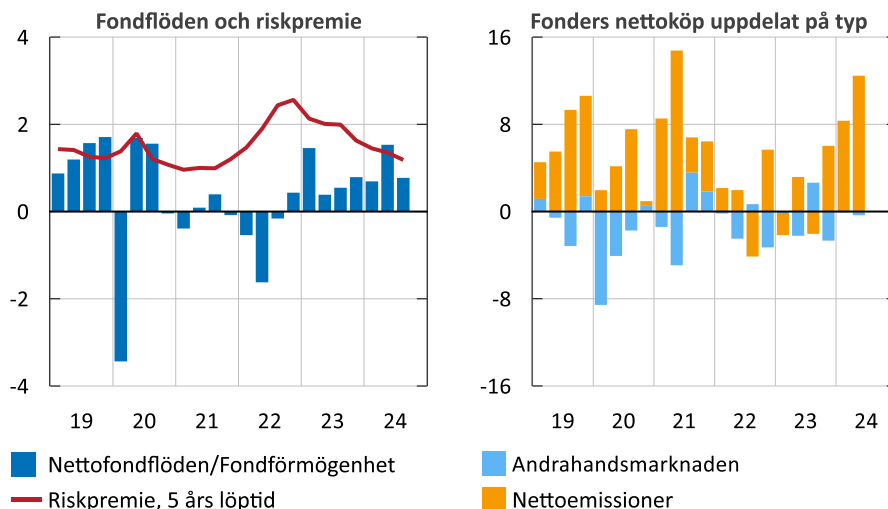
Källor: SCB och Riksbanken.

Fonder är generellt flödesdrivna, vilket innebär att de köper och säljer värdepapper beroende på nettoflöden i fonden. Företagsobligationsfonder har haft positiva nettoinflöden varje kvartal sedan slutet av 2022, vilket lett till kontinuerliga köp av företagsobligationer (se diagram 25, vänster). Inledningsvis skedde dessa köp under en period när högre räntor och riskpremier gjorde det svårare och dyrare för svenska icke-finansiella företag att låna på kapitalmarknaden. Fondernas ökade köp bidrog till att diversifiera företagens finansiering och att avlasta bankerna. Stigande förväntningar om lägre räntor kan ha varit en orsak till att fondernas nettoinflöden har ökat än mer. När dessa insättningar investerades i nya företagsobligationer bidrog det till att ytterligare minska riskpremierna, som nu är tillbaka kring de nivåer som rådde före coronapandemin.

Fondernas köp har nästan uteslutande skett i nyemitterade obligationer (se diagram 25, höger). Den stora efterfrågan från fonderna har därmed direkt underlättat företagets refinansieringar och bidragit till att sänka deras finansieringskostnader vid nya obligationsemissioner. Däremot ökar fondernas växande närvaro på företagsobligationsmarknaden sårbarheten i företagets marknadsfinansiering, då likviditetssituationen i många av fonderna inte har förbättrats jämfört med före coronapandemin.

## Diagram 25. Kvartalsvisa nettofondflöden i relation till fondförmögenheten, riskpremie och hur fonder har köpt företagsobligationer

Procent, miljarder kronor



Anm. I diagrammet till vänster är riskpremien skillnaden mellan beräknad nollkupongränta på en statsobligation och ränta på obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. I diagrammet till höger är "Nettoemissioner" köp av nyemitterade obligationer minus förfallna innehav. för en mer utförlig beskrivning av kategoriseringen, se M. Andersson (2024) "Investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader", Staff memo, maj, Sveriges riksbank.

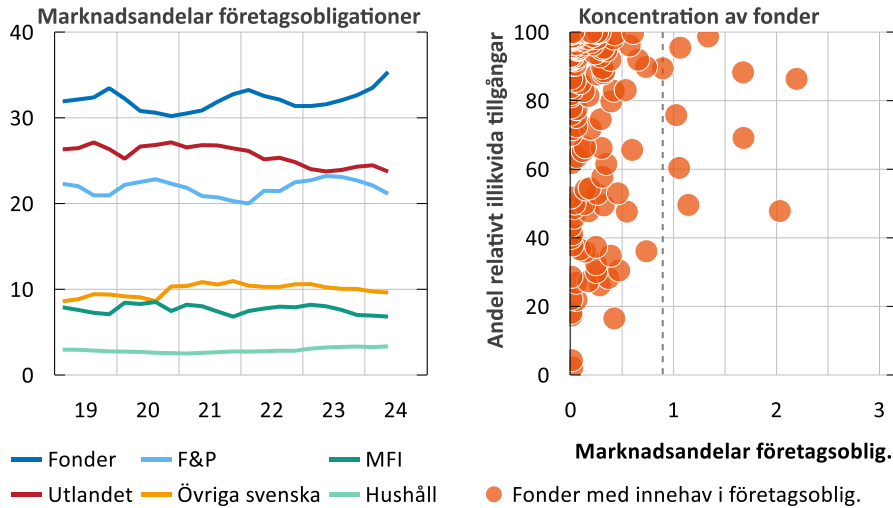
Källor: Bloomberg, Fondbolagens förening, Refinitiv, SCB och Riksbanken.

### Sammanställningen av investerare kan ha betydelse för riskbilden

Försäkrings- och pensionsföretagen har historiskt varit stora aktörer på den svenska företagsobligationsmarknaden. Till skillnad från fonderna riskerar dessa företag inte att drabbas av stora och plötsliga uttag som kan leda till likviditetsdrivna utförsäljningar av deras tillgångar. Under 2024 har försäkrings- och pensionsföretagens andel av utestående företagsobligationer emellertid minskat (se ljusblå linje i diagram 26, vänster). En orsak skulle kunna vara att möjligheten till riskjusterad avkastning på företagsobligationer har minskat, troligen delvis på grund av en ökad riskaptit och stark efterfrågan från fonderna. Den minskade spridningen på avkastning mellan olika risknivåer på företagsobligationer har dessutom gjort det svårare för investerare att hitta obligationer som matchar deras långsiktiga riskaptit. Detta kan ha bidragit till att investerare som försäkrings- och pensionsföretagen har valt att i mindre utsträckning placera sitt kapital i dessa värdepapper.

**Diagram 26. Investerarbas och fondkoncentration på marknaden för företagsobligationer i svenska kronor**

Procent



Anm. I diagrammet till vänster avser "Fonder" investeringsfonder registrerade i Sverige som har innehav i svenska företagsobligationer emitterade i svenska kronor. "F&P" står för försäkrings- och pensionsföretag, och inkluderar de statliga AP-fonderna. "Hushåll" inkluderar hushållens icke-vinstdrivande organisationer. Streckad vertikal linje avser fonden med det tionde största innehavet av företagsobligationer i kronor. Relativt illikvida tillgångar innefattar samtliga värdepapper som inte är säkerställda obligationer, Kommuninvests obligationer, statspapper, företagscertifikat eller andelar i penningmarknadsfonder, där andel avser andelen av fondens totala värdepappersportfölj. Samtliga andelar baseras på marknadsvärdet på värdepapperna.

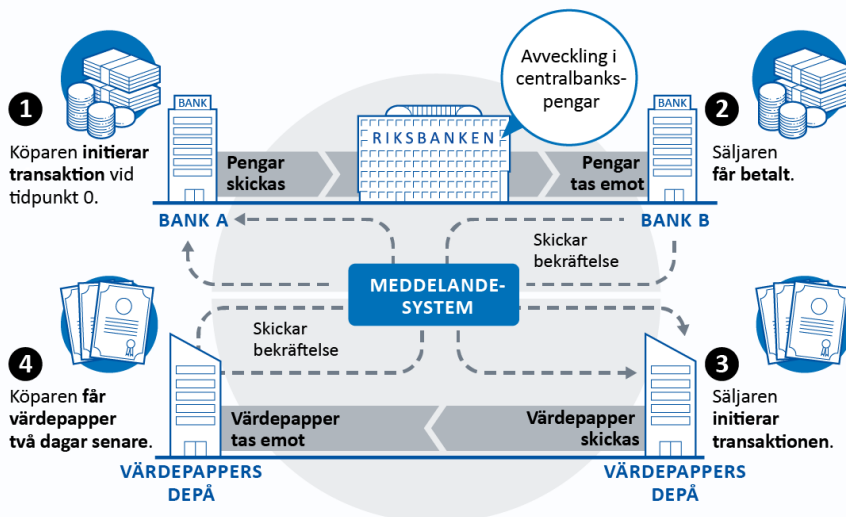
Källor: SCB och Riksbanken.

Vidare finns det en viss fondkoncentration på företagsobligationsmarknaden. De tio största företagsobligationsfonderna äger tillsammans nästan 15 procent av utestående företagsobligationer i svenska kronor (de fonder som ligger på eller till höger om vertikal streckad linje i diagram 26, höger), där några enskilda fonder äger mellan 1 och 2,5 procent vardera (se horisontell axel i diagram 26, höger). Flera av dessa fonder, liksom många mindre fonder, har samtidigt en hög allokering till relativt illikvida tillgångar, vilket kan leda till att de behöva sälja en del av dessa obligationer även vid mindre utflöden (se diagram 26, höger). Fondkoncentrationen, tillsammans med låga riskpremier, kan därför förstärka effekterna av likviditetsdrivna utförsäljningar.

## FAKTA: Tokenisering: Ny teknik för effektivare finansiell infrastruktur?

Tokenisering har många användningsområden. Begreppet används bland annat för att beskriva när traditionella tillgångar – som pengar och värdepapper – omvandlas till digitala tokens. I detta avseende är tokens alltså en digital representation av en underliggande tillgång. Några av fördelarna med tokenisering är att transaktioner kan göras i realtid och utan traditionella mellanhänder, på en gemensam plattform.<sup>48</sup> Idag används tokenisering på värdepappers- och betalningsmarknader i begränsad utsträckning. Men användningen kan komma att öka i framtiden.<sup>49</sup> Flera internationella organisationer, såsom Bank for International Settlements (BIS), har uppmärksammat att tokenisering har potential att förändra det finansiella systemet, bland annat hur värdepappershandel går till.<sup>50</sup> Därför blev tokenisering en prioritet för G20 under 2024. Om tokenisering kommer till användning i större skala kan den medföra såväl fördelar som stabilitetsrisker.

**Figur 1 Förenklad bild av dagens överföringsystem**



Idag består en värdepapperstransaktion av två ben, ett för betalningen och ett för värdepappret (se figur 1). De hanteras av olika system som kommunicerar via ett meddelandesystem. Själva betalningen sker genom att köparens bank överför pengar till säljarens bank. Värdepapperscentralen där värdepappret finns registrerat, som Euroclear, uppdaterar sedan sitt register med en ny ägare.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> Se exempelvis *Annual Economic Report*, juni 2022, BIS, samt *The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets*, mars 2020, OECD.

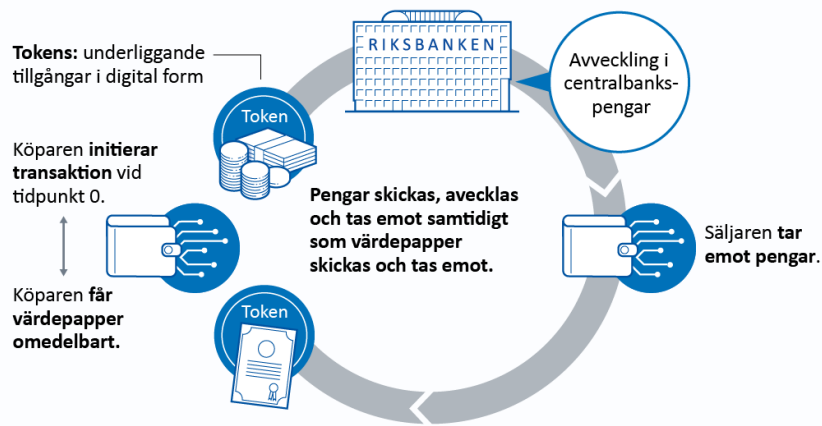
<sup>49</sup> Det finns både privata och offentliga aktörer som experimenterar med tokenisering. Ett exempel är [Projekt Agora](#), ett offentligt-privat partnerskap lett av BIS, som undersöker hur tokenisering och programmerbarhet kan skapa incitament och möjliggöra nya typer av transaktioner.

<sup>50</sup> Se *Tokenisation in the context of money and other assets: concepts and implications for central banks*, oktober 2024, BIS, samt kapitel 3 "The future monetary system", i *Annual Economic Report*, juni 2022, BIS.

<sup>51</sup> Se "Transaktioner vid handel med värdepapper" i *Den svenska finansmarknaden*, juni 2024, Sveriges riksbank.

Marknadspraxis är att en värdepapperstransaktion tar två dagar från initiering till avveckling.<sup>52</sup> Det är först när avvecklingen är klar som köparen får värdepappret och säljaren får sina pengar. Under dessa två dagar finns det risk för att säljaren inte levererar värdepappret, eller att köparen inte betalar. Tokenisering hanterar denna risk genom att automatisera och genomföra transaktioner i realtid (se figur 2). Eftersom både köparen och säljaren får sina respektive delar av transaktionen samtidigt minskar förfarandet både risker och kostnader. Automatisering i denna kontext innebär att en token kan programmeras. Regelefterlevnad, så som avseende penningtvättsregler, kan exempelvis programmeras in i en transaktion.<sup>53</sup>

**Figur 2 Förenklad bild av ett tokeniserat system**



Tokenisering kan samtidigt medföra risker för den finansiella stabiliteten.<sup>54</sup> För Sveriges del skulle fördelarna med tokenisering vara som störst på gränsöverskridande valuta- och värdepappersmarknader. Men på sådana marknader är det osannolikt att alla aktörer skulle komma överens om en gemensam plattform. Det riskerar att resultera i marknadsfragmentering. Det kan innebära att olika plattformar erbjuder handel med tokeniserade tillgångar och följer olika standarder, utan tillräcklig samordning. Att plattformarna kan ägas av tredje part kan också medföra risker (se faktaruta "Tredjepartsrisker i en mer digital och sammankopplad finansiell sektor"). Marknadsfragmentering kan också försvåra likviditetshandling och riskövervakning, särskilt vid marknadsstress. Bristande regelverk är också en risk, då många rättsliga ramverk ännu inte är anpassade för att hantera tokeniserade tillgångar. Detta kan skapa osäkerhet kring vem som har ansvaret när det uppstår tekniska problem eller störningar. Ytterligare en risk är likviditetsproblem vid omedelbara avvecklingar, där marknadsaktörer kanske inte hinner anpassa sina positioner i tid. Många av de fördelar som tillskrivs tokenisering kan också uppnås genom modernisering av den finansiella infrastrukturen (se faktaruta "Omedelbara betalningar i Riksbankens avvecklingsystem").

<sup>52</sup> Under dessa dagar kontrolleras exempelvis att motpartsinformation är korrekt och att värdepapper och pengar är tillgängliga. Det pågår [diskussioner inom EU](#) om att minska avvecklingstiden till en dag,

<sup>53</sup> Se BIS projektsida. Hämtad 4 november 2024. [Project Mandala](#).

<sup>54</sup> Se *The Financial Stability Implications of Tokenisation*, oktober 2024, FSB.

Som framgår i figur 1 används idag oftast centralbankspengar som avvecklingsmedel, men dessa kan inte användas i sin nuvarande form på en tokeniserad plattform.<sup>55</sup> Istället krävs en anpassad typ av token utgiven av en centralbank, en så kallad Central Bank Digital Currency (CBDC).<sup>56</sup> I avsaknad av en CBDC för avveckling krävs andra betalningsmedel, exempelvis så kallade *stablecoins*.<sup>57</sup> Dessa är dock inte lika säkra som centralbankspengar. Om tokenisering sker i större skala är det av vikt att centralbankerna är redo att agera, och att avveckling sker riskfritt i centralbankspengar.

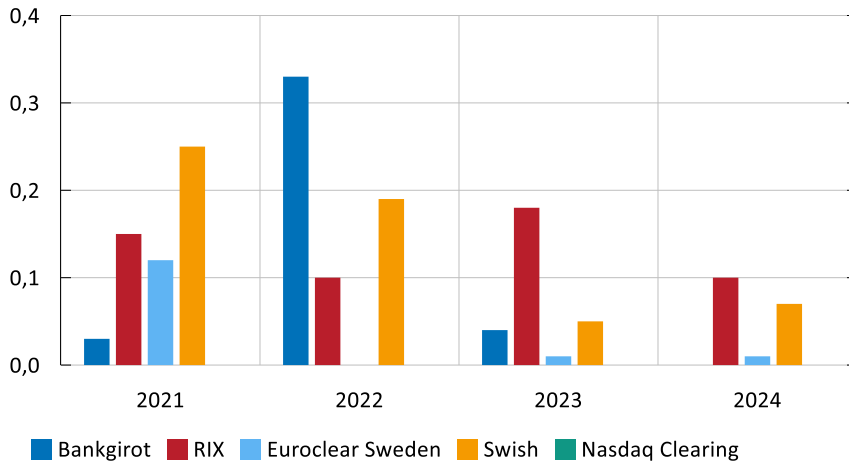
## 4.3 Den finansiella infrastrukturen fungerar väl men står inför stora förändringsarbeten

### God tillgänglighet i den finansiella infrastrukturen

Majoriteten av alla betalningar och värdepapperstransaktioner i de svenska finansiella infrastruktursystemen har genomförts i tid under 2024. Nasdaq Clearing och Bankgirot hade inga avbrott under de tre första kvartalen 2024, och de andra systemen hade endast kortare avbrott (se diagram 27). Alla system återupptog tillgängligheten inom två timmar, vilket är målnivån enligt internationella principer.<sup>58</sup>

**Diagram 27. Avbrott i de finansiella infrastruktursystemen**

Procent



Anm. Avbrott avser procentuell andel av total tillgänglighet. 0 procent innebär full tillgänglighet och 0,2 procent innebär fem timmars avbrott under en period på ett år. För Swish avser 0,2 procent avbrottstid ungefär 17,5 timmar eftersom tjänsten är tillgänglig alla dagar dygnet runt. RIX avser RIX-RTGS. RIX-INST inkluderas i Swish. Data för 2024 avser januari–september.

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

<sup>55</sup> Se R. Garrat och H.S. Shin (2023), "Stablecoins versus tokenised deposits: implications for the singleness of money", BIS Bulletin; och L. Wiberg (2024), "Avveckling i centralbankspengar utifrån ett finansiellt stabilitetsperspektiv", *Ekonomiska kommentarer* nr 2, Sveriges riksbank.

<sup>56</sup> Se Betalningsrapport, juni 2024, Sveriges riksbank.

<sup>57</sup> Se H. Eklöf (2022), "Stablecoins är tänkta att hålla ett stabilt pris över tid", Staff Memo, maj, Sveriges riksbank.

<sup>58</sup> Se Principles for financial market infrastructures, april 2012, CPMI-IOSCO.



## Viktigt att harmoniseringsarbetet fortsätter

Riksbanken har under en längre tid påtalat att de svenska betal- och värdepappersmarknaderna behöver framtidsäkras. Under det senaste året har Riksbanken fattat nödvändiga beslut för att främja detta. Bland annat har Riksbanken beslutat att gå vidare i processen med att använda Eurosystemets tekniska plattform, T2, för avveckling av stora betalningar.<sup>59</sup> I samband med beslutet meddelade Riksbanken att man i framtiden ska övergå till den tekniska plattformen T2S för värdepappersavveckling i svenska kronor. Med anslutning till de nya plattformarna förbättras förutsättningarna för stabila och effektiva betal- och värdepapperssystem.

För att kunna ansluta värdepappersavvecklingen till T2S krävs det att aktörerna på den svenska värdepappersmarknaden anpassar sig till de europeiska standarder som den nationella intressentgruppen, National Stakeholder Group, har kommit överens om.<sup>60</sup> Övergången till T2 sker först, vilket skapar utrymme för aktörerna att genomföra åtgärder för att harmonisera svensk värdepappersavveckling med övriga EU. Arbetet med att harmonisera har påbörjats, och det är viktigt att aktörerna samarbetar för att driva arbetet framåt.

## Betalningsinfrastrukturens har börjat moderniseras

Bankgirot har fortsatt att utveckla en framtida lösning för massbetalningar, som innebär att betalningssystemet moderniseras och harmoniseras med den europeiska standarden för betalningar. Den nya lösningen ska bland annat göra det möjligt för både Bankgirot och bankerna att följa den internationella meddelandestandarden, ISO20022. Med denna går det att skicka information mer strukturerat och detaljerat än med tidigare format, vilket även innebär att aktörer stärker sitt arbete mot penningtvätt.

Övergången till ett nytt system kan medföra en tillfällig ökning av operativa risker. För att förhindra eventuell påverkan på betalningssystemet krävs det att Bankgirot kan säkerställa tillgängligheten i det befintliga systemet, samtidigt som man utvecklar det nya. Bankgirot har under året intensifierat arbetet, vilket Riksbanken ser positivt på. Förändringen ställer även krav på deltagarbankerna att modernisera sina system och anpassa organisationerna. För att kunna övergå till den nya lösningen är viktigt att även detta arbete fortgår.

---

<sup>59</sup> Se pressmeddelande från Riksbanken, juni 2024. [Riksbanken vill använda den europeiska plattformen T2 för betalningsavveckling.](#)

<sup>60</sup> Se Harmonisation road map for the Swedish post-trade securities market, januari 2021, Coordination Forum for Swedish Post-trade Harmonisation.

## FAKTA – Omedelbara betalningar i Riksbankens avvecklingssystem

Volymen av omedelbara betalningar har ökat de senaste åren och i framtiden förväntas nya typer av betaltjänster för dessa betalningar. Med omedelbara betalningar menas betalningar som överförs och blir tillgängliga på mottagens konto direkt, oavsett tid på dygnet. Det möjliggör ett snabbare kassaflöde och minskar risken för betalningsförseningar, och kan således bidra till ett effektivare betalningssystem. I Sverige utgör omedelbara betalningar ungefär 40 procent av den totala mängden konto-till-kontoöverföringar.<sup>61</sup> Motsvarande andel i euroområdet är knappt 20 procent, även om volymen varierar mellan länder.<sup>62</sup> Under våren 2024 trädde Instant Payment-förordningen (IPR) i kraft inom EU, som syftar till att öka användandet av omedelbara betalningar.<sup>63</sup> Den innebär att det blir obligatoriskt för de betaltjänstleverantörer som tidigare erbjudit vanliga betalningar mellan konton i euro, att även erbjuda möjligheten att skicka och ta emot omedelbara betalningar. Detta är ett steg i att harmonisera och effektivisera den europeiska betalningsmarknaden, både inom och över landsgränser.

Tjänster för avveckling av omedelbara betalningar kan tillhandahållas av privata aktörer eller centralbanker. Den nya förordningen förespråkar inget alternativ så länge aktören uppfyller de krav som ställs. Sedan mars 2024 avvecklas omedelbara betalningar hos Riksbanken i RIX-INST, istället för som tidigare hos Bankgirot. Syftet med att Riksbanken tog över avvecklingen i Sverige är ökad kostnadseffektivitet och stordriftsfördelar eftersom Riksbanken delar teknisk plattform med andra centralbanker. Anslutningen till plattformen innebär även en harmonisering mot övriga EU-länder.

RIX-INST använder realtidsavveckling för omedelbara betalningar, vilket innebär att betalningen avvecklas innan mottagaren krediteras beloppet. Således uppstår det inga kreditrisker. För deltagare i Riksbankens tjänster RIX-INST och RIX-RTGS är det möjligt att överföra likviditet mellan konton i tjänsterna 23 timmar om dygnet.<sup>64</sup> Vidare kan deltagare i RIX-RTGS lämna säkerheter i pant för att få tillgång till kredit som skapar likviditetsutrymme. Likviditeten kan användas för betalningsavveckling även i RIX-INST. Därmed är risken liten att en betaltjänstleverantör inte kan avveckla på grund av bristande likviditet.

Däremot kan omedelbara betalningar göra det svårare att genomföra kontroller, exempelvis för att motverka bedrägerier och penningtvätt. Det är viktigt att bankerna tar sitt ansvar för att minska dessa risker. Vidare kan system, exempelvis RIX-INST, som medger betalningar dygnet runt och i realtid medföra ökade operativa risker. Det är därmed viktigt att följa utvecklingen av omedelbara betalningar, för att säkerställa ett motståndskraftigt och robust system.

<sup>61</sup> Se *Betalningsrapport 2024*, mars 2024, Sveriges Riksbank.

<sup>62</sup> Se Europeiska betalningsrådets hemsida. Hämtad 4 november 2024. [SEPA instant credit transfer](#).

<sup>63</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2024/886 vad gäller omedelbara betalningar i euro.

<sup>64</sup> RIX-RTGS är Riksbankens avvecklingstjänst för stora betalningar och en förkortning för "Real Time Gross Settlement". Mellan kl. 18-19 är det inte möjligt att överföra likviditet mellan tjänsterna.

## FÖRDJUPNING – Makrotillsynsåtgärderna värnar hushållssektorns motståndskraft

---

Historiskt sett har ekonomiska kriser ofta föregåtts av en stark kreditexpansion. I Sverige har hushållen ökat sin skuldsättning betydligt de senaste decennierna. Det har gjort hushållssektorn, och i förlängningen svensk ekonomi, mer sårbar. Därför har Finansinspektionen infört bolånetaket och amorteringskraven, som är låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder. Åtgärderna värnar motståndskraften i hushållssektorn samtidigt som de motverkar en utveckling framöver där andelen högt skuldsatta hushåll växer snabbt. Åtgärderna kan dock även medföra kostnader. De kan exempelvis inverka på hushållens konsumtionsval över livscykeln, eller leda till att finansiellt svaga grupper får svårare att köpa en bostad. Det är därför sunt att åtgärderna utvärderas med jämna mellanrum för att se om det finns mer kostnadseffektiva alternativ som uppnår samma mål. Att överlag förändra makrotillsynen på ett sådant sätt att hushållens skuldsättning ökar är dock inte en långsiktigt hållbar lösning.

---

### Utbydproblem och skatter påverkar bostadspriserna

På en välfungerande bostadsmarknad följer boende och byggande hushållens behov och det finns olika typer av bostäder för alla inkomstnivåer. Det gör det lättare för hushåll att flytta till orter där det finns jobb eller utbildningar och för företag att förlägga sin verksamhet där de önskar. Det innebär också att arbetskraft och kapital kan allokeras på ett effektivt sätt i ekonomin.<sup>65</sup>

Den svenska bostadsmarknaden ligger tyvärr långt ifrån denna idealbild. Bygandet har på flera håll i landet varit för lågt i förhållande till hur snabbt befolkningen ökat. Det som byggts har inte nödvändigtvis stämt överens med efterfrågan.<sup>66</sup> Samtidigt utnyttjas det befintliga bostadsbeståndet ineffektivt och köerna på hyresrätter i det reglerade beståndet är långa.<sup>67</sup> Hushåll som är i behov av att snabbt hitta en bostad riskerar att bli hänvisade till dyra andrahandskontrakt, nyproducerade hyresrätter där hyrorna är höga eller till att köpa en bostad.

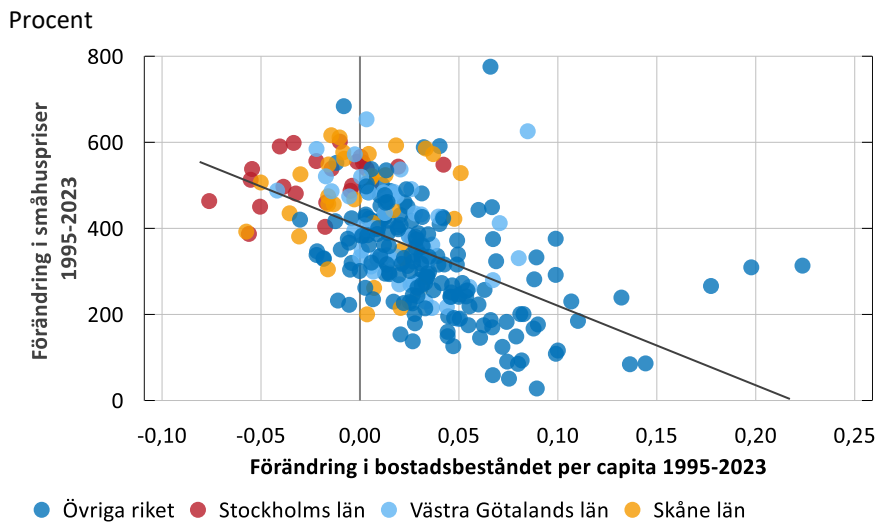
<sup>65</sup> Studier visar att städerna främjas av inflyttning från övriga landsdelar, se till exempel A. Bergh och M. Nordin (2022), "Inkomstutveckling för människor från glesbygd och storstad", *Ekonomisk Debatt* 50 (2).

<sup>66</sup> Att bygandet inte har kunnat hålla jämna steg med efterfrågan beror bland annat på höga materialkostnader, för lite mark för nybyggande där efterfrågan är stor samt omfattande och komplexa planprocesser. Att byggkostnaderna är höga jämfört med andra länder beror bland annat på bristande konkurrens och att lagstiftningen ställer höga krav på nya bostäder, exempelvis kring bullernivåer och tillgänglighet, se R. Emanuelsson (2015), "Utbyd av bostäder i Sverige", *Penning- och valutapolitik*, 2015:2, Sveriges riksbank.

<sup>67</sup> Enligt respektive regional bostadsförmedlare är den genomsnittliga kötiden för att erbjudas ett hyreskontrakt 9 år i Stockholm, nästan 7 år i Göteborg, 3,5 år i Malmö och 5 år i Uppsala.

Utbudsproblemen har bidragit till att bostadspriserna stigit mycket, framför allt i storstäder och tillväxtorter. I exempelvis Stockholms kommun har småhuspriserna ökat med närmare 600 procent mellan åren 1995 och 2023.<sup>68</sup> Det totala antalet bostäder per capita har samtidigt minskat i kommunen under samma period (se diagram 28).

**Diagram 28. Förändringar i småhuspriser och bostadsbestånd i Sveriges kommuner**



Anm. Varje punkt avser en av Sveriges 290 kommuner. Knivsta och Nykvarn är exkluderade på grund av omklassificeringar.

Källor: SCB och Riksbanken.

Utöver friktioner som hämmar utbudet av bostäder kan prisuppgången förklaras av att hushållens efterfrågan på bostäder ökat. Det beror bland annat på lägre räntor, högre löner samt underliggande trender i urbanisering och demografi.<sup>69</sup> Skattesystemet medför även att bolånetagare får göra avdrag med 30 procent av ränteutgifterna. Därtill ersattes fastighetsskatten av en lägre kommunal fastighetsavgift under 2008.

## Högre skuldsättning och låga amorteringar

Eftersom bostadsköp finansieras med en stor andel bolån har de allt högre priserna gått hand i hand med att hushållens skulder ökat. Sammantaget har bankernas utlåning med bostaden som säkerhet mer än femdubblats mellan 2002 och 2024, från 800 miljarder kronor till över 4 000 miljarder kronor. Som konsekvens är hushållens skulder som andel av BNP nu höga i såväl ett historiskt som ett internationellt perspektiv (se diagram 29, vänster).

<sup>68</sup> Prisuppgången kan jämföras med ökningen i konsumentpriserna enligt KPIF, som har varit 69 procent, och ökningen i hushållens disponibla inkomster, som har varit 223 procent, under samma period.

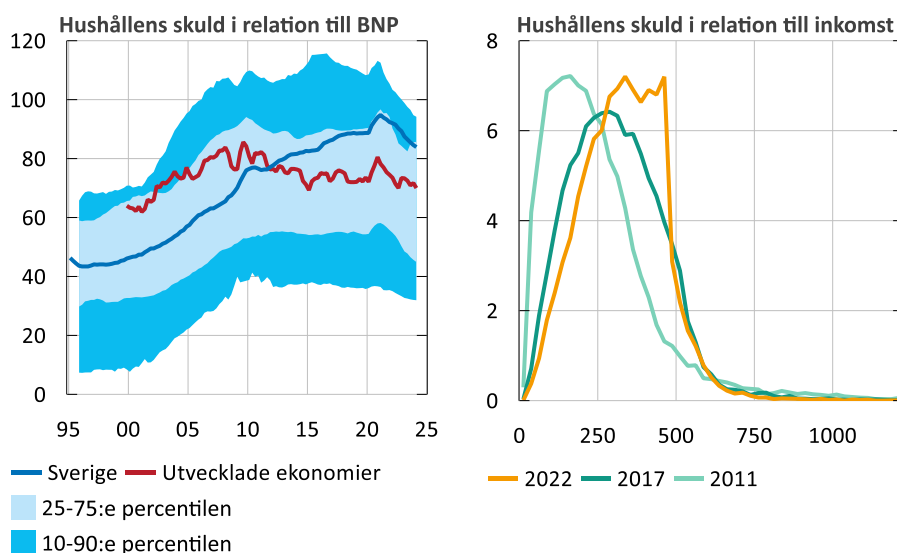
<sup>69</sup> Exempelvis har befolkningen vuxit snabbt samtidigt som många hushåll har varit i familjebildande ålder, se "Drivkrafter bakom hushållens skuldsättning", bilaga till Finansiella stabilitetsrådets möte i juli 2015.

Mikrodata över bolånestocken visar att hushållen har blivit mer skuldsatta i relation till sina inkomster. Under perioden 2010–2017 gällde det för alla ålders- och inkomstgrupper över hela Sverige, men ungas skuldsättning hade ökat mest.<sup>70</sup>

Bland nya bolånetagare ser man liknande mönster som för bolånestocken. Andelen hushåll med höga skuldkvoter har ökat sedan 2011. Sedan det skärpta amorteringskravet infördes 2018 kan man se tecken på att dels andelen nya bolånetagare med en skuldkvot på över 450 procent bromsats, dels att en större andel nya bolånetagare belånar sig till exakt 450 procent av bruttoinkomsten för att undvika att omfattas av kravet (se diagram 29, höger).<sup>71</sup> FI:s senaste bolånekartläggning visar att det nu är ännu färre nya bolånetagare med en skuldkvot på över 450 procent. Den visar också att 83 procent av de nya bolånetagarna amorterar.<sup>72</sup> Motsvarande andel 2011 var 42 procent.

### Diagram 29. Hushållens skulder och fördelning av skuldkvoter för nya bolånetagare

Procent



Anm. I diagrammet till vänster inkluderar intervallen 23 olika länder. Utvecklade ekonomier är i detta sammanhang BIS definition som inkluderar Australien, Kanada, Danmark, euroområdet, Japan, Nya Zeeland, Norge, Sverige, Schweiz, Storbritannien och USA. Diagrammet till höger avser nya bolånetagares totala lån i förhållande till bruttoinkomst.

Källor: BIS, Finansinspektionen och Riksbanken.

<sup>70</sup> Se J. Eng Larsson, K. Hallsten och M. Kilström (2018), "Skuldsättning i olika åldersgrupper i Sverige", *Staff memo*, mars, Sveriges riksbank. Undersökningen omfattade ungefär 3 miljoner individer. Sedan 2018 har Riksbanken inte längre tillgång till denna typ av mikrodata.

<sup>71</sup> Det första amorteringskravet innebär att hushåll som tar ett bolån med en belåningsgrad (lån i relation till bostadens värde) på över 50 procent ska amortera 1 procent av lånet per år. Hushåll med en belåningsgrad på över 70 procent ska amortera 2 procent av lånet per år. Det skärpta amorteringskravet innebär att låntagare med en skuldkvot (totala bolån i relation till årlig inkomst före skatt) på över 450 procent behöver amortera ytterligare 1 procent av lånet per år. Bolånetaket innebär att nya lån med bostad som säkerhet inte bör överstiga 85 procent av bostadens värde.

<sup>72</sup> Se *Den svenska bolånemarknaden 2023*, april 2024, Finansinspektionen.

## Risker för realekonomin och den finansiella stabiliteten

Det kan uppstå finansiella obalanser när risktagandet ökar bland ekonomins aktörer, och det dessutom samvarierar med snabbt växande skulder och tillgångspriser. Dessa kan förstärka svängningar i samhällsekonomin och därmed innebära risker för såväl den makroekonomiska som den finansiella stabiliteten. Exempelvis kan det leda till att många hushåll väljer eller tvingas till stora anpassningar för att hantera högre ränteutgifter eller en lägre förmögenhet. Hushållen kan då minska sin konsumtion eller justera sitt sparande, vilket förstärker den ekonomiska nedgången.

Spridningskanalerna till det finansiella systemet kan vara både *direkta* och *indirekta*. Om hushållen har stora skulder, korta räntebindingstider och begränsade likvida tillgångar kan en störning, exempelvis i form av högre räntor, leda till att de får problem att betala sina lån.<sup>73</sup> Detta får *direkta* konsekvenser för bankerna genom att deras kreditförlustreserveringar ökar. Men det kan också medföra *indirekta* konsekvenser för bankerna. Om konsumtionen minskar kraftigt kan företag, till följd av lägre lönsamhet, behöva anpassa sin efterfrågan på arbetskraft eller i värsta fall gå i konkurs. Förutom att bankernas kreditförlustreserveringar kan öka, försämras också hushållens betalningsförmåga. Detta kan påverka värdet på bostäder och andra tillgångar.

I Sverige är bostadspriserna nära kopplade till bankernas finansiering. Det är de eftersom bankerna finansierar en del av sina bolån genom att ge ut säkerställda obligationer med bolån som säkerhet. Ett större fall i bostadspriserna påverkar säkerhetsmassan för de säkerställda obligationerna. Det kan påverka förtroendet för bankerna som då kan bli tvungna att förnya sin finansiering till ett högre pris. Det kan leda till dels högre utlåningsräntor, dels lägre kreditutbud i en period när låntagarnas ekonomiska situation redan är ansträngd, vilket kan förstärka konjunkturnedgången ytterligare. Att det svenska banksystemet dessutom är koncentrerat och tätt sammanlänkat kan innebära att problem snabbt kan sprida sig i det finansiella systemet. Det är bland annat sammanlänkat genom att bankerna äger varandras säkerställda obligationer.

Dessa systemrisker påverkas även av aktörernas förväntningar om framtiden. Historiskt sett har ekonomiska kriser föregåtts av perioder med en spiral av lån, tillgångspriser samt förväntningar bland hushållen och banker om att denna utveckling ska fortsätta. Detta kan leda till att tillgångar blir högt värderade, och att hushåll belånar dessa för att öka sin konsumtion.<sup>74</sup> Detta var utmärkande i bland annat Danmark åren före den globala finanskrisen. När utvecklingen vänder kan spiralen i gengäld få stora negativa effekter på den allmänna efterfrågan. Om hushållen har alltför optimistiska förväntningar kan effekterna av en störning alltså förstärkas via deras balansräkningar och kassaflöden. Men störningen kan också förstärkas av att bostäderna är övervärderade och att bostadspriserna faller mer än vad de annars skulle ha gjort.

<sup>73</sup> I Sverige är räntebindingstiderna överlag korta. Det gäller även i ett internationellt perspektiv. De senaste åren har 60–70 procent av alla bolån varit tagna till rörlig ränta som ändras var tredje månad.

<sup>74</sup> Flera studier finner att hög skuldsättning är korrelerad med hög känslighet för ekonomiska störningar. Studier visar också att skuldernas ökningstakt, snarare än deras nivå, är en bättre riskindikator, särskilt om ökade skulder används till att finansiera ökad konsumtion, se exempelvis litteraturgenomgången i P. Englund (2023), "Makrotillsynsregleringar och finansiell stabilitet", Bilaga 4 till *Långtidsutredningen 2023*.

I ett svenskt perspektiv är det framför allt riskerna för den makroekonomiska stabiliteten och de mer indirekta effekterna för det finansiella systemet som är mest betydelsefulla. Det beror bland annat på institutionella faktorer, såsom arbetslöshetsförsäkringar och att hushållen är personligt betalningsansvariga för sina lån.<sup>75</sup> Under den svenska finanskrisen i början av 1990-talet var kreditförluster på bolånen förhållandevis små.<sup>76</sup> Däremot minskade konsumtionen kraftigt, vilket förstärkte de realekonomiska konsekvenserna.

När det uppstår en kris som gör att hushållens inkomster snabbt sjunker eller att bostadspriserna faller, kan problemen mildras genom en expansiv ekonomisk politik. Utrymmet för finanspolitiken är idag stort i och med att den svenska offentliga sektorns skuld är låg, drygt 30 procent av BNP. Dessutom kan Riksbanken sänka styrräntan och, via bolåneräntorna, påverka hushållens ränteutgifter. Det skedde exempelvis under den globala finanskrisen. Men det finns risker med att fästa alltför stor tilltro till vad penningpolitiken kan åstadkomma. Riksbankens möjligheter att bedriva en expansiv penningpolitik kan dessutom begränsas av olika faktorer. Det kan exempelvis röra sig om stigande riskpremier, att det saknas utrymme att sänka styrräntan då den är nära sin nedre gräns eller att inflationen stiger. Den penningpolitiska avvägningen kan dessutom kompliceras av att kronkursen och i förlängningen inflationen påverkas om räntenivån avviker mycket från omvärldens.

## Riskbedömningen försvåras av brist på data

Det är svårt att kvantifiera hur stora riskerna är, eller hur de skulle kunna utvecklas i framtiden. Sannolikheten för att en störning inträffar är också okänd. Det går förvisso att konstatera att riskerna inte är konstanta, utan varierar över tid beroende på hur olika underliggande förklaringsfaktorer utvecklas. Men det kommer aldrig med säkerhet gå att avgöra när det är rätt tid att vidta åtgärder för att dämpa en utveckling som inte nödvändigtvis är långsiktigt hållbar. En omständighet som ytterligare försvårar riskbedömningen i ett svenskt perspektiv är den bristfälliga tillgången till mikrodata över hushållens tillgångar, konsumtion och sparande.

Studier belyser att det är viktigt att hushållen har likvida tillgångar när det inträffar en störning.<sup>77</sup> Aggregerade data visar att sparkvoten och de likvida tillgångarna är höga i Sverige (se diagram 30, vänster). Uppskattningar från 2012 visar dock att tillgångarna var ojämnt fördelade och att högt skuldsatta hushåll hade förhållandevis små likvida tillgångar. Om så är fallet idag är osäkert, men viss information tyder på det.<sup>78</sup>

<sup>75</sup> Konjunkturedgången efter finanskrisen blev längre och djupare i de amerikanska delstater där bankerna har större tillgång till låntagarnas inkomster än i övriga delstater, se P. Gete och F. Zecchetto (2024), "Mortgage design and slow recoveries: The role of recourse and default", *Review of Economic Studies* 91 (2).

<sup>76</sup> Hushållssektorn stod för 13 procent av bankernas redovisade kreditförluster 1990 och 7 procent 1991, se K. Eklund, A. Lindbeck, M. Persson, H. Tson Söderström och S. Viotti (1993), "Fast kurs med flytande krona", *Konjunkturrådets rapport* 1993, SNS.

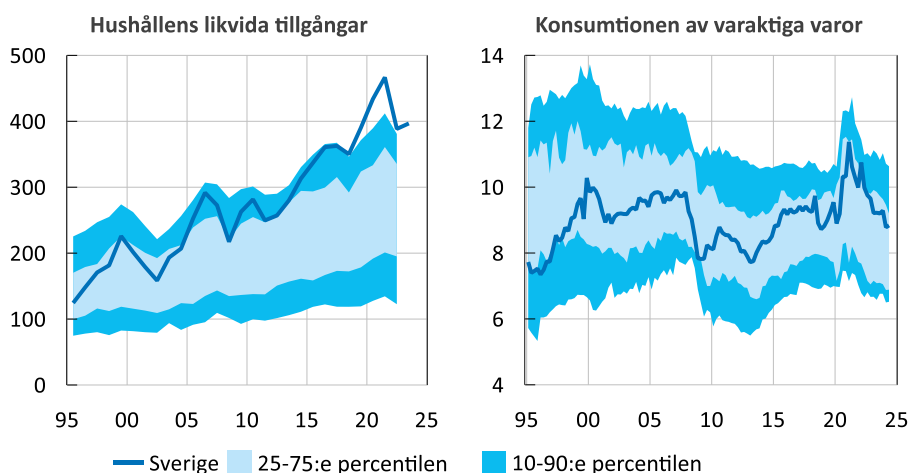
<sup>77</sup> Se J. Almenberg, M. Kilström, V. Thell och R. Vestman (2021), "Hushållens skulder och motståndskraft i kriser", *FI-analys* nr 33, Finansinspektionen.

<sup>78</sup> Se M. Andersson och R. Vestman (2021), "Svenska hushålls likvida tillgångar", *FI-analys* nr 28, Finansinspektionen.

Erfarenheter från den globala finanskrisen indikerar att ett stort inslag av lånefinansierad konsumtion kan bidra till krisens djup. En indikator som kan användas för att uppskatta det är hushållens konsumtion av varaktiga varor, exempelvis bilar och båtar, eftersom sådana inköp ofta behöver finansieras med lån. Den indikatorn ger inte sken av att sådan konsumtion skulle vara mer vanlig i Sverige än i andra länder (se diagram 30, höger). Samtidigt visar mikrodata att nästan en tredjedel av ökningen i hushållens bolån i Sverige under perioden 2011–2017 kunde förklaras av att hushållen belånat sina bostäder genom att ta tilläggs lån.<sup>79</sup> Tilläggs lån på befintliga bolån utgör normalt sett också en stor del av de nya bolån som tas. Det går dock inte att få en heltäckande bild av hur tilläggs lånen påverkat hushållens motståndskraft. Detta beror på att syftet med tilläggs lånet inte framgår i data, exempelvis om man använder det för att renovera bostaden, förmögenhetsöverföring eller för att finansiera konsumtion.<sup>80</sup>

### Diagram 30. Hushållens likvida tillgångar och konsumtionen av varaktiga varor

Procent, andel av hushållens disponibla inkomst respektive hushållens totala konsumtion



Anm. Intervallen baseras på 26 länder. Hushållens likvida tillgångar avser här bankinlåning, valuta, fonder och aktier.

Källor: OECD, nationella källor och Riksbanken.

## Makrotillsynsåtgärder för att minska systemrisk

Utbudsproblemen på bostadsmarknaden och utformningen av skattesystemet skapar negativa externa effekter i form av att öka hushållens efterfrågan på bolån. Dessa externaliteter kan mildras genom strukturreformer inom bostads- och skattepolitiken. Men även om sådana reformer vidtas, skulle hushållens skuldsättning ändå kunna bli

<sup>79</sup> Se R. Emanuelsson, G. Katinic och E. Spector (2018), "Utvecklingen på bostadsmarknaden och dess bidrag till hushållens skulder", *Ekonomiska kommentarer* nr 14, Sveriges riksbank.

<sup>80</sup> Hushållen tycks använda en del av den ökade upplåningen till att starta företag och betala tillbaka dyrare blancolån, se J. Li och X. Zhang (2017), "House prices, home equity, and personal debt composition", *Working Paper* 343, Sveriges riksbank. En del av upplåningen tycks även ha gått till renovering av hemmet, se *Den svenska bolånemarknaden 2021*, april 2022, Finansinspektionen. Enkätundersökningar visar också att andelen av tillfrågade hushåll som har belånat sina bostäder för annan konsumtion än bostadskonsumtion har minskat de senaste åren, se R. Boije och S. Hansen (2024), "Hushållens bolån, Makroriskerna med dem är inte så stora som ofta hävdas", *Insiktsrapport* 6, maj 2024, SBAB.



större än vad som är motiverat ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. Det beror på att varken hushåll eller banker tar hänsyn till de risker som deras beslut att låna och låna ut kan medföra för hela samhällssekonomi.<sup>81</sup> Ett sådant marknadsmisslyckande kan behöva hanteras med någon form av reglering. Enligt IMF, BIS och Europeiska Systemrisknämnden (ESRB) är makrotillsynsåtgärder lämpliga för att minska systemrisker som uppstår till följd av marknadsmisslyckanden på bostads- och bolånemarknaden.<sup>82</sup>

Makrotillsynsåtgärder kan något förenklat sägas ha två huvudsakliga uppgifter. För det första ska de stärka motståndskraften i det finansiella systemet som helhet. För det andra ska de motverka överdrivna uppgångar i kreditgivning och skuldsättning som, när stämningläget svänger, kan leda till en kreditåtstramning och ett kraftigt och långvarigt efterfrågebortfall.<sup>83</sup>

Såväl Riksbanken som Finansinspektionen (FI) har bedömt att den kraftiga kreditexpansionen i Sverige de senaste decennierna har lett till finansiella obalanser, och att den har gett upphov till systemrisker. För att öka motståndskraften införde FI ökade kapitalkrav för bankerna, såsom högre riskvikter på bolån. För att även dämpa skuldsättningen, införde FI därtill tre låntagarbaserade åtgärder, det vill säga åtgärder som mer direkt påverkar hushållens möjligheter att låna: bolånetaket (2010), amorteringskravet (2016) och det skärpta amorteringskravet (2018).<sup>84</sup> Åtgärderna har präglats av ett strukturellt synsätt, och är alltså åtgärder som inte är avsedda att variera över tid. De har i första hand presenterats som preventiva åtgärder i syfte att skapa buffertar mot framtida störningar.<sup>85</sup>

Överlag visar FI:s utvärderingar att åtgärderna har haft avsedd effekt.<sup>86</sup> Riksbanken delar den bedömningen. Åtgärderna har bidragit till en kreditgivning där höga belåningsgrader och amorteringsfrihet inte längre är ett konkurrensmedel bland banker, vilket var fallet i början av 2000-talet. Därtill har såväl amorteringskraven som bolånetaket bidragit till att hushåll lånat mindre, köpt billigare bostäder och amorterat mer än vad de annars skulle ha gjort. Mikrodata visar även att andelen hushåll med en skuldkvot över 450 procent har minskat och att åtgärderna har en normerande effekt (se diagram 29, höger). De som ändå väljer att ta stora lån i förhållande till inkomsten

<sup>81</sup> Exempelvis kan banker lätta på kreditvillkor för att inte tappa marknadsandelar. När hushållen fattar beslut om bolån tar de sannolikt inte hänsyn till att en minskad konsumtion kan leda till lönsamhetsproblem för företag. De tar sannolikt inte heller hänsyn till att en försäljning av bostäder vid en konjunkturnedgång kan bidra till ett prisfall, om många hushåll säljer samtidigt. Arbetslöshetsförsäkringar värnar hushållen och skyddar indirekt även bankerna. Men de kan leda till att varken hushåll eller banker gör lika noggranna riskbedömningar som de skulle göra om det inte fanns några skyddsnet.

<sup>82</sup> G. De Nicolò, G. Favara och L. Ratnovski (2012), "Externalities and macroprudential policy", *IMF Staff Discussion Note*, juni, IMF.

<sup>83</sup> Se B. Lagerwall och G. Guibourg (2015), "Hur påverkas samhällssekonomi av makrotillsynsåtgärder?", *Ekonomiska kommentarer* nr 9, Sveriges riksbank.

<sup>84</sup> När bolånetaket infördes 2010 motiverade FI det med att motverka en osund kreditgivning på bolånemarknaden och stärka konsumentskyddet.

<sup>85</sup> Enligt IMF har 71 länder infört lånebegränsningar i form av bolånetak, 16 länder infört tak för skuldkvoten, 60 länder infört tak för skuldbetalningar (räntor och amortering) och 45 länder infört amorteringskrav i form av krav på en viss amorteringstakt, begränsningar i andelen amorteringsfria lån eller begränsningar i lånets löptid. Överlag motiveras åtgärderna med att de förbättrar kreditgivarnas och låntagarnas motståndskraft. Ett fåtal länder har kompletterat sina mål för motståndskraft med mål för att dämpa cykeln av krediter eller bostadspriser.

<sup>86</sup> Se *Samlad utvärdering av makrotillsynsåtgärder*, 2021, Finansinspektionen.

amorterar av dessa i en snabb takt. Åtgärderna bromsar alltså en utveckling där andelen högt skuldsatta hushåll växer snabbt. Därtill har amorteringskulturen förbättrats, vilket innebär att hushållens motståndskraft över tid stärks. Sammantaget bedöms detta ha minskat de systemriskerna som är kopplade till hushållens bolån. Bristen på mikrodata gör det dock svårt att analysera hur åtgärderna har påverkat hushållens övriga balansräkning, exempelvis nivån på deras likvida tillgångar, och därmed deras motståndskraft på kort sikt.<sup>87</sup>

## Ökad flexibilitet har både för- och nackdelar

Som med all reglering kan låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder även medföra kostnader. Här har kunskapsläget gått framåt de senaste åren. Antalet krisepisoder är dock få, samtidigt som tillgången till mikrodata i flera länder är bristfällig. Dessutom finns det såväl strukturella som institutionella skillnader mellan länder som gör att man bör vara försiktig med att dra alltför långtgående slutsatser från enskilda studier.

En del studier pekar på att bolånekontrakt som skapar flexibilitet i skuldbetalningarna kan bidra till ökad stabilitet genom att i vissa lägen tillfälligt minska skuldbetalningarna för hushåll.<sup>88</sup> Det gäller särskilt hushåll som ändrar sin konsumtion mycket när deras disponibla inkomst ändras, det vill säga de som har hög marginell konsumtionsbenägenhet. Sådana kontrakt medför att hushållen har bättre förutsättningar att upprätthålla sin konsumtion om ekonomin drabbas av en störning, och därmed minskar risken för att minskad konsumtion förstärker störningen.

I Sverige omfattar amorteringskraven hushåll med höga belåningsgrader eller skuldkvoter. Det minskar hushållens incitament att ta stora lån, och bidrar därigenom till att göra dem mindre känsliga för olika störningar. Livssituationer och bostadsmarknadens utbudsproblem innebär dock att hushåll ändå kan behöva ta stora lån. Att dessa hushåll får sina kassaflöden uppboundna i större amorteringar kan göra det svårare för dem att på kort sikt jämna ut sin konsumtion, och exempelvis hantera inkomstbortfall eller kostnadsstörningar.<sup>89</sup> Det är därför bra att nuvarande amorteringskrav är utformade med en viss flexibilitet där bolånetagare kan få tillfälliga undantag vid särskilda skäl som exempelvis arbetslöshet. Det kan även finnas skäl att analysera om ett bredare undantag, som också omfattar olika typer av kostnadsstörningar som inte ingår i bankernas nuvarande kreditprövningar, kan minska risken att amorteringskraven i vissa lägen förstärker en ekonomisk nedgång.<sup>90</sup>

<sup>87</sup> Studier pekar på att ett striktare bolånetak kan bidra till att hushållens likvida tillgångar minskar temporärt och på sikt, och leder till större svängningar i konsumtionen, se K. A. Aastveit, R.E. Juelsrud och E. Getz Wold (2022), "The leverage-liquidity trade-off of mortgage regulation", *Working paper*, Norges Bank.

<sup>88</sup> Se J. Almenberg, M. Kilström, V. Thell och R. Vestman (2021), "Hushållens skulder och motståndskraft i kriser", *FI-analys* nr 33, Finansinspektionen.

<sup>89</sup> Hur amorteringskraven påverkar hushållens förmåga att hantera störningar, beror även på om hushållen finansierar de ökade amorteringarna genom att spara eller konsumera mindre. I Nederländerna finansierade hushållen ökade amorteringar genom att minska sin konsumtion, se A. Bernstein och P. Koudjis (2021), "The mortgage piggy bank: Building wealth through amortization", *Working Paper* 28574, NBER.

<sup>90</sup> Generella amorteringslättnader i kristider, vilket FI införde under pandemin, kan förbättra hushållens möjligheter att hantera störningar, se J. Campbell N. Clara och J. Cocco (2021), "Structuring mortgages for macroeconomic stability", *Journal of Finance* 76 (5).

Överlag är låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder trubbiga åtgärder som inte tar hänsyn till låntagares individuella förhållanden. De kan exempelvis medföra att hushålls inträde på den ägda bostadsmarknaden försenas.<sup>91</sup> För att försöka undvika detta har man i flera länder valt att undanta vissa låntagargrupper, exempelvis förstagångsköpare eller unga, eller infört flexibilitetskvoter för bankerna vid nyutlåningen.<sup>92</sup> En lärdom från dessa länder är att det då är viktigt att utforma undantagen på ett sätt som skapar incitament för bankerna att låna ut till de avsedda grupperna. I exempelvis Storbritannien är det framför allt låntagare med störst lånebelopp som bankerna har valt att undanta från reglerna. Dessa låntagare är ofta välbeställda hushåll snarare än unga hushåll med potentiellt god inkomstutveckling.<sup>93</sup> Eftersom priset på en bostad sätts av marginalköparen, kan en ökad flexibilitet medföra högre bostadspriser och skulder. Studier har visat att förhållandevis begränsade delar av befolkningen kan driva prisutvecklingen på bostadsmarknaden.<sup>94</sup> En nackdel med högre priser är att de kan försämra finansiellt svagare hushålls möjligheter att köpa en bostad. I Sverige som helhet tycks det vara de höga bostadspriserna, och inte amorteringskraven, som är den främsta orsaken till varför exempelvis unga har svårt att köpa en bostad.<sup>95</sup>

Låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder kan verka dämpande på bostadspriserna, och därmed också på byggandet av nya bostäder.<sup>96</sup> I Sverige medger amorteringsreglerna bankerna möjlighet att ge låntagare undantag från amortering, om de har ett bolån med en nyproducerad bostad som säkerhet. Det är upp till banken att bedöma hur möjligheten till undantag ska användas – enligt FI:s utvärderingar beviljar idag sju av åtta banker undantag även om inte alla förfrågningar beviljas.<sup>97</sup> Undantaget är utformat så att låntagaren ska få en lättnad i kassaflödet. Amortering finns dock kvar i bankernas kreditprövning och därmed begränsar det låneutrymmet på liknande sätt som för andra låntagare som omfattas av kraven. Hur undantaget faktiskt påverkar byggandet är ännu inte fastställt, även om det kan tänkas bidra till något högre priser på nyproducerade bostäder och därmed att byggföretagen bygger mer. Studier visar dock att ekonomin är bättre betjänt av en policymix som stimulerar ytterligare utbud av bostäder genom ändrade byggregler och förbättrad allokering av befintligt bestånd, snarare än genom ökade prisnivåer till följd av större risktagande i hushållssektorn.<sup>98</sup>

<sup>91</sup> Se diskussionen i P. Englund (2023), "Makrotillsynsregleringar och finansiell stabilitet", Bilaga 4 till *Långtidsutredningen 2023*.

<sup>92</sup> Exempelvis i Irland, Finland, Luxemburg, Tjeckien och Island har man något mindre strikta lånebegränsningar för förstagångsköpare eller unga. I Norge, Nya Zeeland, Irland och Storbritannien har man infört flexibilitetskvoter kopplade till sina skuldkvotstak – dessa gör det möjligt för bankerna att ge ut en viss andel bolån som överstiger kravet.

<sup>93</sup> Se J-L. Peydró, F. Rodriguez-Tous, J. Pripthy och A. Uluc (2024), "Macroprudential policy, mortgage cycles, and distributional effects: evidence from the United Kingdom", *The Review of Financial Studies*, 37 (3).

<sup>94</sup> Se A. Mian och A. Sufi (2019), "Credit supply and housing speculation", *Working paper 24823*, NBER.

<sup>95</sup> I större städer, där bostadspriserna är högre, binder kraven mer, se N. Olsén Ingfeldt och V. Thell (2019), "Unga vuxnas ställning på bostadsmarknaden", *FI-analys* nr 19, Finansinspektionen.

<sup>96</sup> Se M. Bjellerup och L. Majtorp (2019), "Bostadsprisernas utveckling", *Fokusrapport*, Riksgälden.

<sup>97</sup> Sex av åtta banker beviljar undantag i vissa fall, efter en individuell bedömning av behovet, se *Bankernas hantering av undantag från amorteringskrav vid nyproduktion*, februari 2024, Finansinspektionen.

<sup>98</sup> Se D. Aikman, R. Kelly, F. McCann och F. Yao (2021), "The macroeconomic channels of macroprudential mortgage policies", oktober, Central bank of Ireland. Studier visar att avskaffandet av förbudet mot amorteringsfria lån i Danmark inte hade någon större effekt på byggandet, och inte förbättrade möjligheterna för unga att äga sin bostad, se C. Bäckman och C. Lutz (2020), "The impact of interest-only loans on affordability", *Regional Science and Urban Economics* 80.

## Motståndskraften i hushållssektorn behöver värnas

De senaste åren har visat hur snabbt och oväntat det ekonomiska läget kan förändras och hur viktigt det är att aktörerna i ekonomin och det finansiella systemet har god motståndskraft mot störningar. Den snabba uppgången i inflationen och räntorna medförde att de svenska hushållen minskade sin konsumtion relativt mycket, både i ett historiskt perspektiv och jämfört med andra länder. Motståndskraften hos bolånetagarna har dock varit förhållandevis god. En bidragande faktor till det är att arbetsmarknaden stod emot konjunkturedgången förhållandevis väl. Dessutom kunde många hushåll använda det buffertsparande som de hade byggt upp under bland annat pandemin. Därtill värnade kombinationen av amorteringskrav, bolånetak och bankernas kreditprövningar motståndskraften i hushållssektorn. Utan dessa åtgärder skulle hushållen ha stått sämre rustade och systemriskerna kopplade till hushållens bolån varit större. Utvecklingen i ekonomin hade kunnat bli betydligt sämre om Riksbanken hade behövt höja styrräntan ännu mer för att bekämpa inflationen. Det gäller i synnerhet om fler hushåll hade haft stora lån i förhållande till sin inkomst.

De låntagarbaserade makrotillsynsåtgärderna försöker hantera marknadsmisslyckanden på bostads- och bolånemarknaden. De innebär en avvägning mellan att begränsa hushållens och bankernas handlingsfrihet och att motverka att risker byggs upp i ekonomin. De bygger på en allmän försiktighetsprincip och på en samlad bedömning av komplexa risker. Riskbedömningen försvåras också av bristen på data. Kunskapsläget om olika åtgärders intäkter och kostnader går dock ständigt framåt, och det är sunt att åtgärderna utvärderas med jämna mellanrum. Det gör det möjligt att se om de har önskvärd effekt, eller om det finns mer kostnadseffektiva alternativ som uppnår samma mål.

En ökad flexibilitet för bankerna vid nytulning kan medföra fördelar. Om det utformas på rätt sätt, skulle ökad flexibilitet bland annat kunna underlätta för unga kreditvärdiga hushåll, men med små likvida tillgångar, att köpa en bostad. Samtidigt kan det finnas nackdelar med att göra makrotillsynen mindre strikt. Till exempel riskerar det att leda till att såväl bostadspriser som skulder åter stiger på ett för samhället icke önskvärt sätt. Detta gäller särskilt om förändringarna sker i en period där penningpolitiken blir mindre åtstramande. Det är inte en långsiktigt hållbar lösning att rikta mer lånefinansierad köpkraft mot en bostadsmarknad som präglas av flera utbudsproblem. Istället behöver man lösa de grundläggande problemen och vidta de strukturella åtgärder som krävs för att skapa en bättre fungerande bostadsmarknad. En sådan politik skulle också på sikt gynna de som vill in på bostadsmarknaden.



**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

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

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