

# Riksbanken och förändringar av finansmarknaderna, ett 30-årigt perspektiv

Anna Breman, Maria Eriksson och Cecilia Kahn\*

Anna Breman är förste vice riksbankschef, Maria Eriksson är rådgivare på Riksbankens avdelning för penningpolitik och Cecilia Kahn är senior ekonom på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.

---

Under de senaste årtiondena har finansiella marknader förändrats avseende både storlek och struktur. Dessa förändringar kan få konsekvenser för Riksbankens förutsättningar att utföra sina uppdrag. I den här artikeln undersöks hur svenska finansiella marknader utvecklats de senaste decennierna och vad det innebär för Riksbanken. De finansiella marknadernas växande omfattning och förändrade struktur skapar nya utmaningar för Riksbanken både gällande penningpolitik och finansiell stabilitet och hur dessa hänger ihop. Det är särskilt tydligt vad gäller tillväxten och framväxten av icke-banker som finansiella intermediärer. Den ökade marknadsfinansieringen av företag, internationaliseringen och den förändrade sammansättningen av hushållens tillgångar är ytterligare några exempel som är viktiga för Riksbanken.

---

## 1 Introduktion

Ett välutvecklat finansiellt system möjliggör bättre riskfördelning, öppnar upp för fler aktörer och bättre tillgång på finansiella tjänster och innebär att kapital kan röra sig över gränser. Det innebär också högre effektivitet i den finansiella sektorn. Växande finansiella marknader ses därför ofta som i grunden bra och reflekterar dessutom att samhället blivit rikare med större förmögenheter att förvalta. Under de senaste årtiondena har finansiella marknader förändrats avseende både storlek och struktur.

Huvuddragen av det uppdrag och den roll som Riksbanken har idag etablerades på 1990-talet. Den utveckling som skett sedan 1990-talet var dock svår att förutse. Riksbanken, liksom andra centralbanker, verkar på och genom finansiella marknader. Därför kan förändringar av dessa få konsekvenser för Riksbankens förutsättningar att utföra sina uppdrag.

---

\* Tack till Stefan Laséen, Mia Holmfeldt, Johan Molin, Samantha Myers, Marianne Nessén och Anders Vredin för hjälpsamma kommentarer. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Ämnet för den här artikeln är hur svenska finansiella marknader utvecklats i Sverige de senaste decennierna och vad det innebär för Riksbanken. Vi lyfter särskilt tillväxten bland olika finansiella aktörer som inte är banker (så kallade icke-banker), den ökade marknadsfinansieringen av företag, internationaliseringen och den förändrade sammansättningen av hushållens tillgångar. Sedan diskuterar vi vad utvecklingen kan innebära för såväl penningpolitik och finansiell stabilitet som för Riksbankens förutsättningar att utföra sitt uppdrag.<sup>1</sup>

Sedan 1990-talet har andra finansiella aktörer än banker, en grupp som inkluderar exempelvis fondbolag, försäkringsbolag och riskkapitalbolag, vuxit i stor omfattning och gått om bankerna i storlek. Företag utanför den finansiella sektorn finansierar sig allt mer genom obligationsmarknaden där kapital ofta kommer från utlandet. Hushållen har idag större skulder än på 1990-talet, men de har också större tillgångar. Finansiell verksamhet har blivit allt viktigare för svensk ekonomi genom exempelvis att sektorns andel av BNP fördubblats, och att en större andel av företagens vinster genereras från finansiella tjänster. Sammantaget innebär det att hushåll och företag är närmare knutna till utvecklingen på finansiella marknader idag jämfört med på 1990-talet.<sup>2</sup>

Både penningpolitiken och uppdraget avseende den finansiella stabiliteten påverkas av utvecklingen. Den väcker därutöver flera principiella frågor. Risken för en finansiell kris kan ha ökat samtidigt som osäkerheten kring hur en kris kan utspela sig och drabba olika aktörer också har ökat. Utvecklingen innebär att fler delar av ekonomin kopplats till finansiella marknader, som exempelvis råvarumarknader. Mycket talar också för att Riksbankens genomslag på finansiella marknader, för företag och för hushåll har ökat. Men en förändrad finansiell struktur, så som förändrad komposition av hushållens finansiella tillgångar, kan också medföra att penningpolitiska samband över tid förändras. Slutligen skulle detta kunna innebära att avvägningar avseende penningpolitik och finansiell stabilitet ständigt blir allt mer sammankopplade.

## 2 Strukturella förändringar: nya marknader, nya aktörer

Den snabba tillväxten av det finansiella systemet är belagd av bland andra nationalekonomerna Oscar Jordà, Moritz Schularick och Alan Taylor. De pekar på den branta ökningen av kredit som andel av BNP i världen sedan 1970-talet och ser utvecklingen som en makroekonomisk ”stylized fact” (Jordà m.fl. 2017). Ett begrepp som kan användas för att beskriva detta är *finansialisering*, *finansifiering* eller *finansiell revolution*. En definition av begreppet lyder:

<sup>1</sup> Området är potentiellt enormt, med många olika aspekter och frågeställningar. Några avgränsningar är därför nödvändiga. Exempelvis kommer vi inte att utvärdera för- eller nackdelar med varken den ekonomiska och institutionella roll som Riksbanken har, eller med den utveckling som den finansiella utvecklingen innebär. Vi analyserar inte heller den stabiliseringspolitiska regimen i sin helhet, vi inkluderar alltså inte andra politikområden. Vår uppgift är inte heller att förklara hur finansialisering uppstått. Det innebär att vi inte fokuserar på den förda penningpolitikens roll för den här utvecklingen, även om det är något vi kommer att nämna.

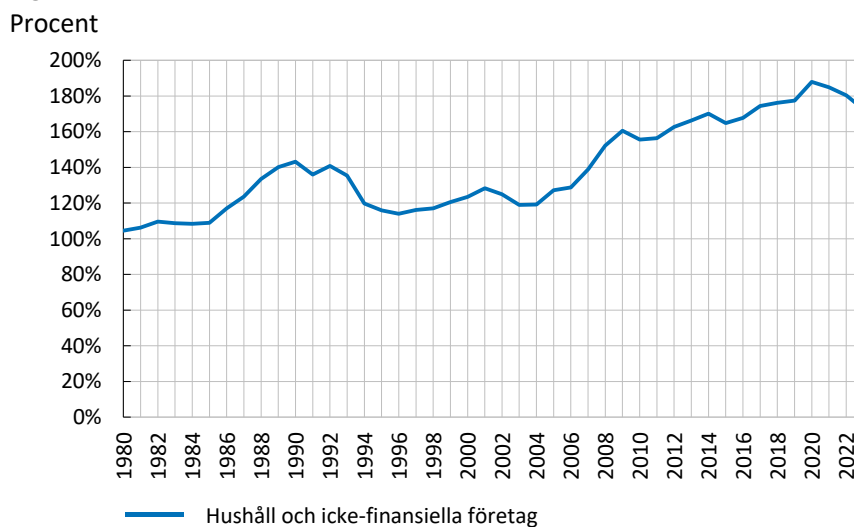
<sup>2</sup> För en mer detaljerad beskrivning av det svenska finansiella systemet och dess utveckling än vad vi kan ge här, se rapporten Den svenska finansmarknaden (Sveriges riksbank 2024c).

*“the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies” (Epstein 2005).<sup>3</sup>*

Det handlar alltså inte bara om en ökad omfattning av skulder och tillgångar utan även om strukturella förändringar av finansiella marknader som påverkar både aktörers agerande och ekonomins funktionssätt som helhet. Oavsett exakt definition så är en central innebörd av finansialiseringen att finansiella marknader blivit allt viktigare för andra delar av ekonomin och samhället.

I Sverige har totala krediter som andel av BNP ökat stadigt, se figur 1. Krediter som andel av BNP har ökat från strax över 100 procent 1980 till 173 procent idag.

**Figur 1. Krediter som andel av BNP**



Anm. Avser marknadsupplåning och lån från banker m.fl. till hushåll, hushållens icke-vinstdrivande organisationer och icke-finansiella företag.

Källa: SCB

Ett sätt att uttrycka den finansiella sektorns storlek och vikt i ekonomin är den andel av BNP som genereras av sektorn.<sup>4</sup> Ett annat sätt att uppskatta den finansiella sektorns vikt är genom att undersöka inom vilka verksamhetsområden som olika företag genererar vinster. Under de senaste decennierna har företag inom icke-finansiell verksamhet börjat ägna sig allt mer åt finansiell verksamhet. Den verksamheten kan bestå av exempelvis finansavdelningar som bedriver ränte- eller valutahedging, handel med terminer eller andra typer av derivat med syftet att hantera risker som kärnverksamheten medför. Dessa aktiviteter kan generera vinster

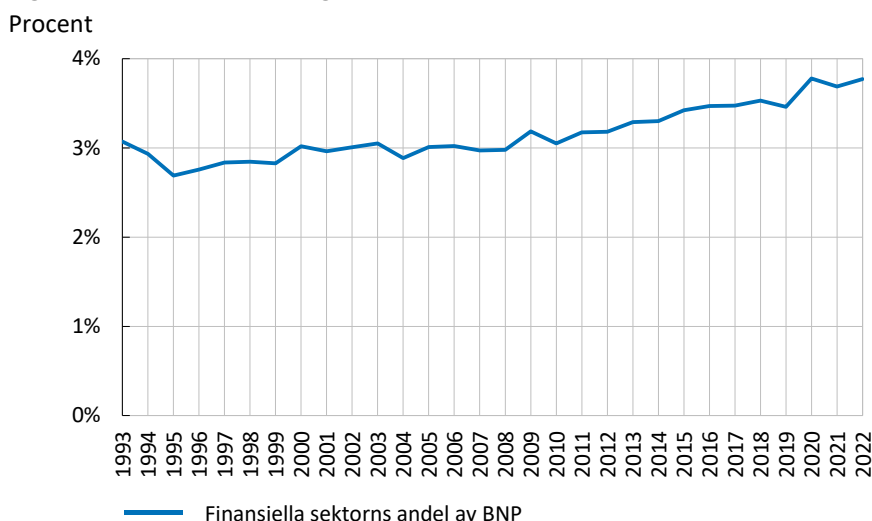
<sup>3</sup> Sociologen Greta Krippner var bland de första som presenterade data över finansmarknadernas växande omfattning sedan 1970-talet och som kallade det *finansialisering*. I Krippner (2005) görs en genomgång av olika definitioner av begreppet. Exempelvis kan begreppet syfta på ett större fokus på kortsiktiga vinster och rörelser på finansiella marknader. Finansialisering kan också definieras som att en ökad andel av företagsvinster genereras av finansiella aktiviteter.

<sup>4</sup> Begreppet *finance driven growth* beskriver de finansiella aktiviteternas bidrag till BNP-måttet (Krippner 2011). Som nämndes ovan kan ett växande finansiellt system också reflektera ett rikare samhälle. Då rör det sig snarare om tillväxtdriven finans.

som till och med blir viktigare än kärnverksamheten. Företag kan också starta sidoverksamheter där de erbjuder finansiella tjänster till kunder i samband med försäljning av de "vanliga" produkterna (Krippner 2005).

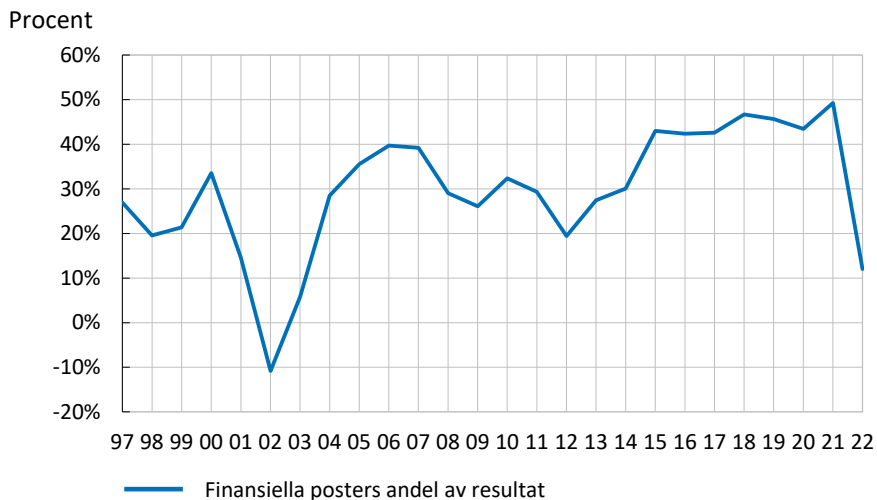
Figur 2 visar hur stor andel av BNP som genereras av den finansiella sektorn i Sverige och figur 3 visar hur stor andel av de icke-finansiella företagens vinster som genereras av finansiella tjänster. Figur 2 visar att andelen av BNP som genereras av den finansiella sektorn har stigit sedan 1990-talet. Den andel av de icke-finansiella företagens resultat som genereras av finansiella tjänster visar en större variation över tid. I slutet av 1990-talet låg andelen på mellan 20 och 30 procent. I början av 2000-talet gjorde företagssektorn istället förluster på de finansiella posterna. Andelen vände uppåt igen för att sedan vända svagt nedåt under den globala finansiella krisen och eurokrisen mellan 2008 och 2012. Sedan dess har posterna stigit. Andelen minskade kraftigt under 2022 i samband med hög inflation och räntehöjningar.

**Figur 2. Andel av BNP som generas av den finansiella sektorn**



Anm. Fasta priser referensår 2020.

Källa: SCB

**Figur 3. Andel av företagens resultat som härrör från finansiella poster**

Anm. Icke-finansiella företag, finansiella posters andel av resultat efter finansiella poster.

Källa: SCB

Alla tre mått på den svenska finansiella sektorns omfattning visar att sektorn har vuxit i omfattning sedan 1990-talet och den finansiella sektorn framstår som allt viktigare för ekonomin. Att andelen av de icke-finansiella företagens resultat som härrör från finansiella poster kan vara både hög och volatil stärker intrycket av att rörelser i sektorn påverkar resten av ekonomin eftersom förändringar av företagens resultat kan ha blivit mer beroende av utvecklingen på finansiella marknader.

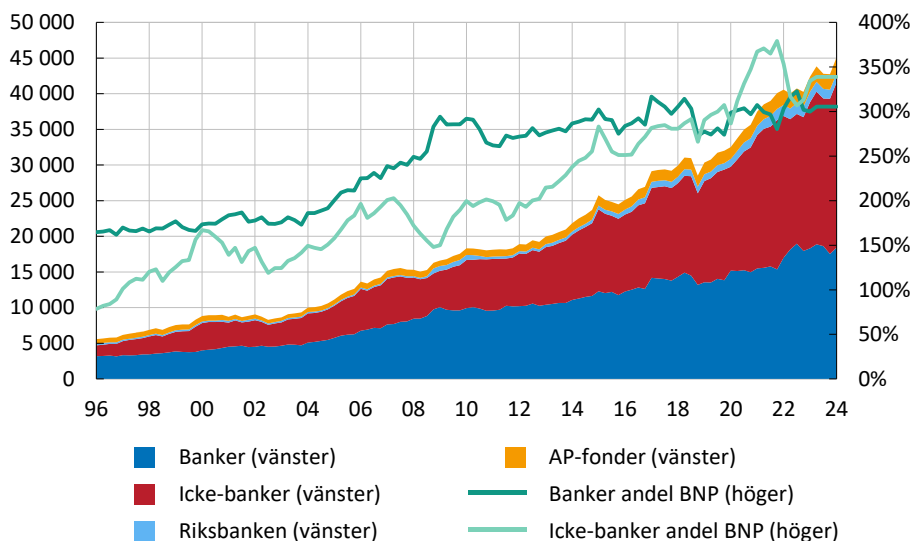
## 2.1 Andra aktörer

Sedan 1990-talet är tillväxten stark sett till hur finansiella tillgångar har vuxit. Figur 4 visar hur finansiella tillgångar i olika finansiella institut utvecklats i miljarder kronor och som andel av BNP. De finansiella tillgångarna har vuxit närmare nio gånger sedan 1996, och gått ifrån att motsvara ungefär 250 procent av BNP till nästan 650 procent av BNP. Särskilt har de vuxit hos andra finansiella aktörer än banker, hos icke-bankerna.<sup>5</sup> Figuren visar att dessa gått från att vara mindre än hälften så stora som bankerna, till att faktiskt bli större än bankerna de senaste åren trots en kraftig minskning 2022. Sektorn icke-banker har vuxit från cirka 75 procent av BNP 1996 till närmare 350 procent 2023.

<sup>5</sup> Tidigare kallades detta för skugg-banker. För en definition av "non-banks", se [FSB definition av Non-Bank Financial Intermediation](#).

**Figur 4. Finansiella instituts finansiella tillgångar**

Miljarder kronor, procent



Anm. "Banker" avser svenska monetära finansinstitut (MFI) så som banker och kreditmarknadsföretag. "AP-fonder" avser sociala trygghetsfonder och inkluderar även Pensionsmyndigheten, den senare innefattar endast mindre belopp.

Källa: SCB

Kategorin icke-banker är stor och omfattar en rad olika typer av aktörer. Tabell 1 beskriver vilka typer av företag som ingår här och visar att det rör sig om en blandad grupp med verksamhet som kan skilja sig mycket åt. Figur 5 visar hur olika typer av företag i den här kategorin har utvecklats. Snabbast tillväxt, mätt som ökning i finansiella tillgångar, har skett inom försäkringsbolag och pensionsinstitut samt inom investeringsfonder. En viktig del av dessa aktörers tillväxt beror på det svenska pensionssystemet som medfört ökade finansiella tillgångar sedan 1990-talet. Det påverkar även såväl hushållens balansräkningar som bankernas finansiering, vilket exempelvis Nilsson m.fl. (2014) diskuterar. Tillväxten inom exempelvis investeringsfonder är dock inte enbart relaterad till pensionssystemet, så den totala tillväxten kan inte helt förklaras av pensionssystemet. Det rör sig ändå i mångt och mycket om välkända grupper av aktörer som vuxit sig stora, snarare än främst nya aktörer.

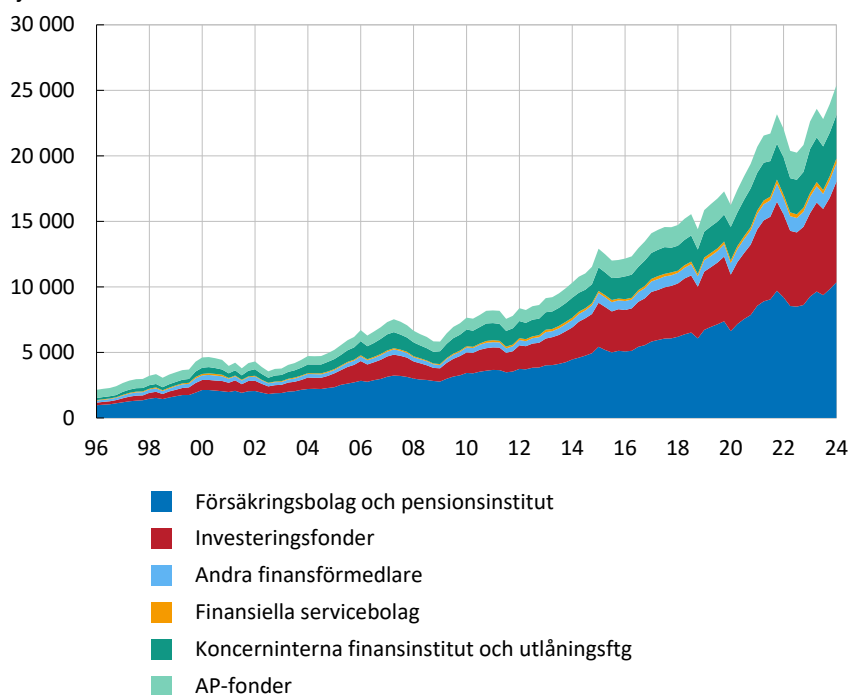
**Tabell 1. Vilka är icke-bankerna?**

Typ av institut	Beskrivning
Investeringsfonder, utom penningmarknadsfonder	Emitterar andelar och investerar för egen räkning främst i finansiella tillgångar andra än kortfristiga finansiella tillgångar och i icke-finansiella tillgångar (vanligtvis fastigheter). Här ingår till exempel öppna investeringsfonder, slutna investeringsfonder, specialfonder och alternativa investeringsfonder.
Andra finansförmedlare, utom försäkringsbolag och pensionsinstitut	Ägnar sig främst åt finansförmedling genom att ta på sig skulder i andra former än sedlar, mynt och inlåning eller andelar i investeringsfonder. Här ingår till exempel värdepapperiseringsinstitut (FVC), investmentbolag, riskkapitalbolag och clearinginstitut.
Finansiella servicebolag	Ägnar sig främst åt verksamhet som stöder och är nära relaterad till finansförmedling, men är inte själva finansförmedlare, dvs. de tar inte på sig ägande av eller risk i de finansiella tillgångar och skulder som handlas/förmedlas. Här ingår till exempel försäkrings- och pensionsrådgivare, förvaltare av fonder och valutaväxlare.
Koncerninterna finansinstitut och utlåningsföretag	Ägnar sig varken åt finansiell förmedling eller åt finansiell serviceverksamhet och kännetecknas av att huvuddelen av antingen deras tillgångar eller skulder inte handlas på den öppna finansmarknaden. Här ingår till exempel vissa holdingbolag och specialföretag som anskaffar medel på den öppna marknaden för att använda inom den egna koncernen.
Försäkringsbolag och pensionsinstitut	Ägnar sig främst åt finansiell förmedling som en följd av spridning av risker. Här ingår till exempel liv- och skadeförsäkringsbolag samt tjänstepensionskassor.

Källor: SCB och Sveriges riksbank (2024c)

**Figur 5. Icke-bankers och AP-fonders finansiella tillgångar**

Miljarder kronor



Anm. "AP-fonder" avser sociala trygghetsfonder och inkluderar även Pensionsmyndigheten, den senare innefattar endast mindre belopp.

Källor: SCB och ECB

### 2.1.1 Riskkapital

Till de aktörer som däremot är mer nya hör riskkapitalbolag och alternativa investeringsfonder. Dessa förmedlar kapital från investerare till onoterade företag, även kallat Private Equity. Statistiken för dessa är dock bristfällig och saknas därför i figur 4 och 5.<sup>6</sup> Enligt branschföreningen Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA) har denna typ av företag investerat närmare 300 mdr SEK i svenska företag de senaste tio åren. De anger att 1 200 svenska företag ägs av riskkapitalbolag och att dessa har 260 000 anställda (Sveriges riksbank 2024b).

En utmaning inom statistiken är att särskilja de företag som bedriver riskkapitalverksamhet. En skattning av riskkapitalpopulationen visar att balansomslutningen för de som har lån hos svenska banker och/eller där svenska aktörer är innehavare av deras värdepapper uppgår till drygt 500 mdr SEK. Den visar även att endast ungefär 70 mdr SEK av dessa finansieras av svenska aktörer genom banklån eller innehav av räntebärande värdepapper, aktier eller andelar, se figur 6. Det innebär att internationella investerare är viktiga för dessa bolag genom att de

<sup>6</sup> Riskkapitalbolag hör definitionsmässigt till undersektorn "Andra finansförmedlare, utom försäkringsbolag och pensionsinstitut". Alternativa investeringsfonder hör definitionsmässigt till undersektorn "Investeringsfonder, utom penningmarknadsfonder".



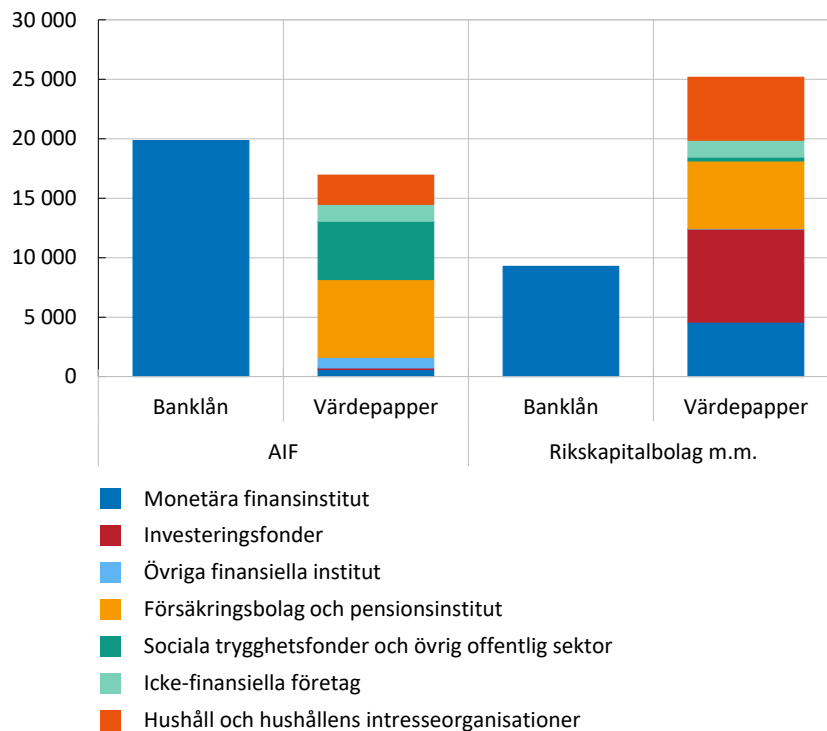
finansierar resterande del. Riskkapitalbolagen är också internationella aktörer i sin tur genom att de investerar i bolag i utlandet (Sveriges riksbank 2024b).

Jämfört med omfattningen av aktörerna som visas i figur 4 och 5 rör sig detta alltså om en liten kategori aktörer. För vissa företag eller sektorer kan det ändå vara viktiga finansieringskällor.<sup>7</sup> Att överblicka dessa aktörer, sammanlänknings mellan dem och andra finansiella och icke-finansiella aktörer i Sverige och utlandet är inte heller helt enkelt.

Utöver ovan nämnda aktörer har sjätte AP-fonden, som är en del av det statliga pensionssystemet, i uppdrag att förvalta medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. I april 2024 uppgick deras förvaltade kapital till 75 mdr SEK.<sup>8</sup>

**Figur 6. Svenska aktörers finansiering av alternativa investeringsfonder och riskkapitalbolag**

Miljoner kronor



Anm. Avser utestående banklån och emitterade värdepapper per 2024-06-30. Marknadsvärderat innehav av värdepapper. Värdepapper inkluderar räntebärande värdepapper, aktier och andelar. Riskkapitalbolag är svåra att identifiera i statistiken, kategorin Riskkapitalbolag mm. är en skattning som gjorts genom att inkludera företag som tillhör delsektorn "Övriga finansförmedlare, utom försäkringsbolag och pensionsinstitut" och/eller har bransch "Investment- och riskkapitalbolagsverksamhet" samt inte ger ut noterade aktier. Investmentbolag och sjätte AP-fonden ingår inte i kategorin Riskkapitalbolag mm. Källor: Riksbanken och Finansinspektionen

<sup>7</sup> Enligt statistik från OECD är andelen riskkapital i förhållande till BNP för nystartade bolag, s.k. venture capital, relativt hög för svenska bolag jämfört med andra OECD-länder. Venture Capital är en underkategori till Private Equity. Se [OECD Data Explorer • Venture capital investments \(market statistics\)](#).

<sup>8</sup> Se [Sjätte AP-fonden](#).

## 2.2 Mer marknadsbaserad och internationell företagsfinansiering

De sätt som företag finansierar sig på skiljer sig i regel åt mellan länder. Sverige och Europa har traditionellt haft större inslag av bankfinansiering medan USA haft mer av marknadsfinansiering (Fohlin 2014). De senaste 30 åren har dock marknadsinslagen ökat i Sverige. Det gäller särskilt "vanliga" företag som varken är banker eller andra finansiella företag. I statistiken kallas dessa icke-finansiella företag. Banklån är fortsatt den vanligaste typen av finansiering för företagen. Samtidigt har finansiering genom utgivning av värdepapper i såväl SEK som utländska valutor ökat. Det har ökat både som andel av företagens totala skuldfinansiering och mätt som andel av BNP.

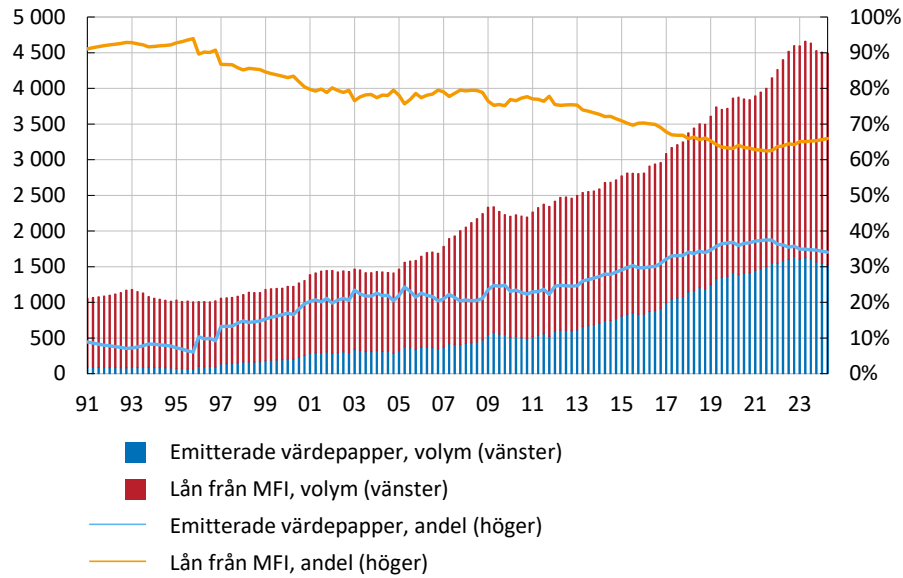
Figur 7 visar att de icke-finansiella företagens emitterade värdepapper uppgick till mellan 5 och 10 procent av total upplåning under första halvan av 1990-talet. De senaste åren har emitterade värdepapper utgjort runt 35 procent av upplåningen. Sett som andel av BNP har de icke-finansiella företagens emitterade värdepapper också stigit sedan 1990-talet, från runt 5 procent av BNP till mellan 25 och 30 procent. Andelen lån från banker och bostadsinstitut, så kallade Monetära Finansinstitut (MFI:er), till icke-finansiella företag minskade först under samma period och har sedan legat rätt stabilt mellan 40 till 50 procent av BNP. Detta framgår i figur C1 i Appendix.

De icke-finansiella företagen är inte en homogen grupp och de aggregerade siffrorna döljer en stor variation. Som figur 8 visar är det framför allt stora företag som emitterar värdepapper och bland dessa står fastighetsbranschen för störst del av den utestående volymen. Industrieföretag och företag i kategorin "Övriga branscher" har ungefär lika mycket finansiering genom emitterade värdepapper.

Vem investerar i de värdepapper som utgör de icke-finansiella företagens marknadsfinansiering? Figur 9 visar att det är utländska ägare som köpt merparten av ökningen av företagens räntebärande värdepapper. Svenska investeringsfonder har också ökat sitt innehav av dessa papper, men äger ändå mindre än en fjärdedel av vad utländska ägare gör.

**Figur 7. Företagens marknadsfinansiering ökar**

Miljarder kronor, andel i procent

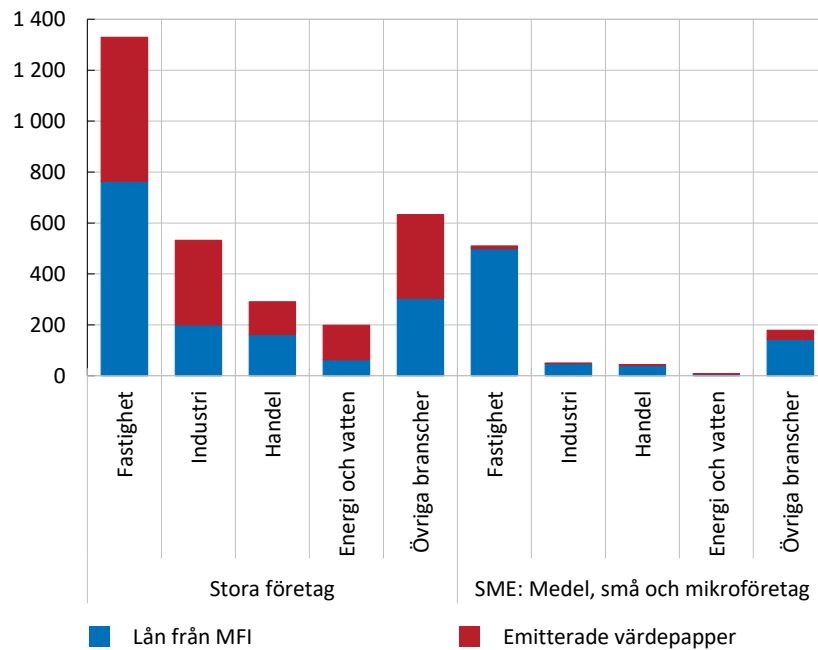


Anm. Nominella belopp.

Källa: SCB

**Figur 8. Icke-finansiella företags upplåning per bransch och företagsstorlek**

Miljarder kronor

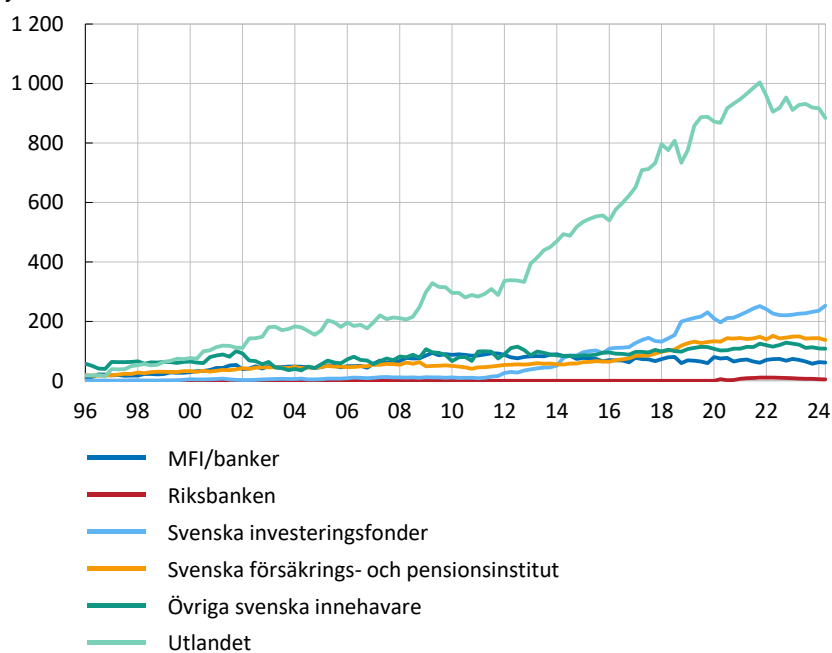


Anm. Nominella belopp. Avser utestående belopp per 2024-05-31. Bostadsrättsföreningar ingår inte.

Källor: Riksbanken och SCB

**Figur 9. Vem äger icke-finansiella företags räntebärande värdepapper?**

Miljarder kronor



Anm. Marknadsvärde.

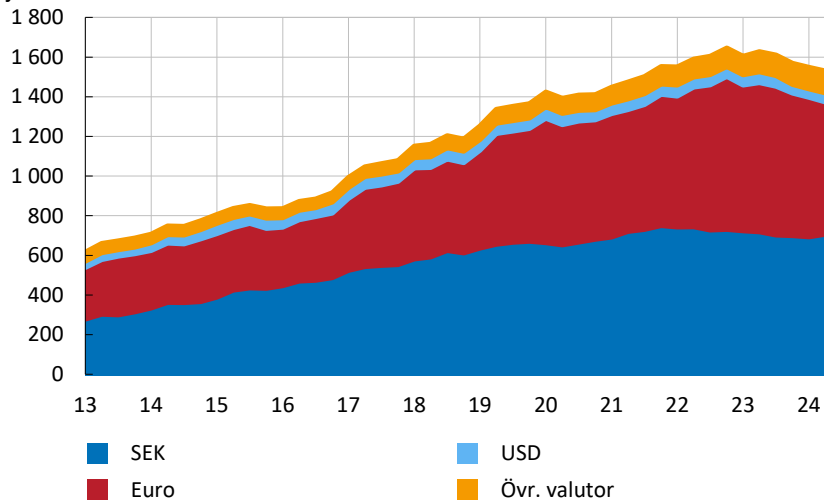
Källor: Riksbanken och SCB

### 2.2.1 Företag finansierar sig även i utländsk valuta

Värdepappersemissionerna sker inte bara i SEK. Tidsserier över utgivning av värdepapper i olika valutor går inte tillbaka till 1990-talet. Men figur 10 visar utvecklingen av värdepappersemissioner från icke-finansiella företag i olika valutor sedan 2013. Där framgår att utgivningen främst sker i SEK och euro, och i båda valutorna i ungefär lika hög grad. Andelen utestående belopp emitterat i SEK har varierat något över tiden men har minskat från 54 procent i mitten av 2016 till 44 procent i september 2023.

**Figur 10. Företagen finansierar sig till ungefär hälften i utländsk valuta**

Miljarder kronor



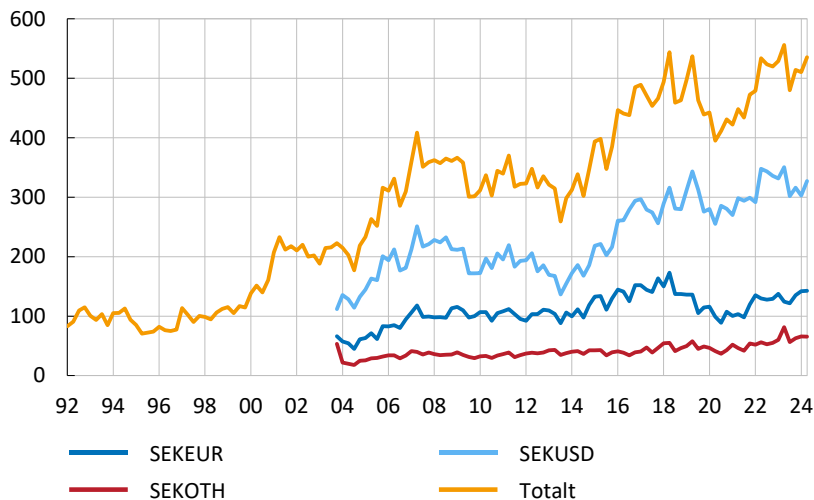
Anm. Nominella belopp.

Källa: SCB

Att svenska företag finansierar sig i andra valutor än svenska kronor och att andelen finansiering i utländsk valuta ökat de senaste åtta åren är tecken på hur den svenska ekonomin integrerats allt mer på internationella finansmarknader. Även den ökade handeln med kronan visar på detta. Figur 11 nedan visar hur omsättningen av kronan på internationella valutamarknader har stigit cirka sex gånger de senaste trettio åren. Sedan mitten av 90-talet har omsättningen gått från 4 till 8 procent av BNP. Det mesta av den omsättningen består av handel mellan SEK och USD. Den näst största handeln sker med EUR och en mindre andel av kronhandeln sker mot andra valutor.

**Figur 11. Omsättning på valutamarknaden**

Miljarder kronor



Anm. Genomsnittlig daglig omsättning per kvartal.

Källa: Riksbanken

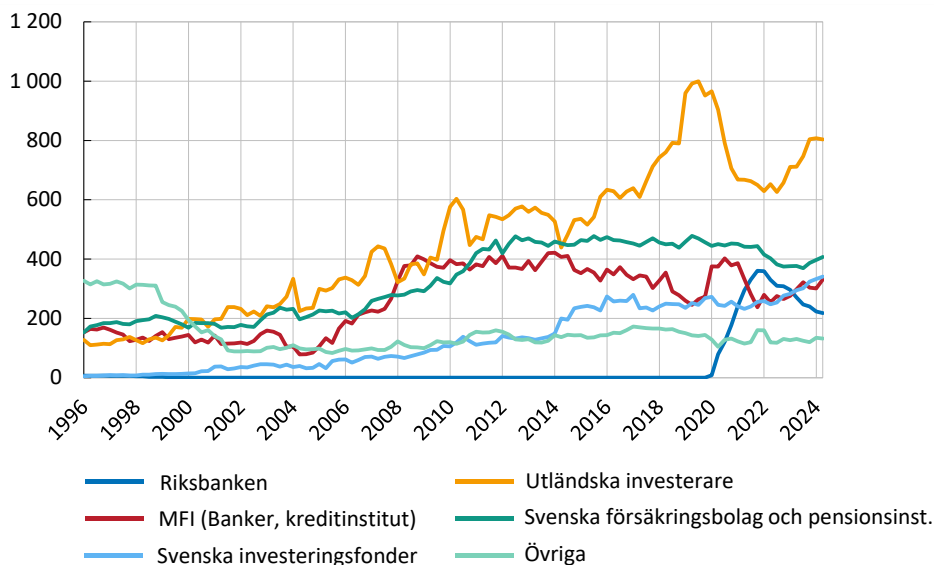
## 2.2.2 Bankernas marknadsfinansiering mer stabil

Medan de icke-finansiella företagen ökat sin marknadsfinansiering, har däremot de svenska bankernas marknadsfinansiering varit relativt oförändrad som andel av bankernas totala skuldfinansiering. Bankernas upplåning i emitterade värdepapper har pendlat mellan 30 och 40 procent av totala skulder och eget kapital mellan 1990 och 2022 (se figur D i Appendix). Resten utgörs till största delen av in- och upplåning. Eftersom bankerna har vuxit under perioden har dock emitterade värdepapper ökat i omfattning i kronor räknat. Svenska banker har också mer marknadsfinansiering än EU-snittet. En viktig del av detta är de säkerställda obligationerna, som ökat i betydelse för bankerna som konsekvens av ökningen av bolånen. För bankers totala utestående obligationer utgör säkerställda obligationer den största kategorin, och är den kategori som bidragit mest till den totala obligationsmarknadens ökning på senare år (Finansiella Stabilitetsrådet 2023).<sup>9</sup> Se obligationsmarknadens utveckling per emittentsektor i figur E i Appendix.

Figur 12 visar hur marknaden för säkerställda obligationer vuxit, fördelad på innehavarna av dessa obligationer. Utländska investerare har varit en växande grupp sedan 1990-talet, liksom andra svenska banker och pensionsfonder. De utländska investerarna minskade snabbt sitt innehav av svenska säkerställda obligationer under pandemin, samtidigt som Riksbanken köpte säkerställda obligationer.

**Figur 12. Vem äger svenska säkerställda obligationer?**

Miljarder kronor



Anm. Avser svenska säkerställda obligationer utgivna i samtliga valutor.

Källa: SCB

<sup>9</sup> Se Sveriges riksbank (2014) för en beskrivning av hur bostadslånens finansiering ändrats sedan 1990-talet och vilken effekt det haft på banksystemets utveckling. En sådan är att det är enkelt för utländska aktörer att lämna den svenska marknaden eller agera på sådant sätt att det får konsekvenser för marknads funktionssätt.

### 3 Hushållens skulder och tillgångar växer och förändras

Hushållens ökade skulder har länge stått i fokus för analyser av såväl finansiell stabilitet som penningpolitik. Hushållens skulder som andel av BNP har fördubblats sedan 1990-talet och det rör sig främst om lån till bostadsfinansiering.

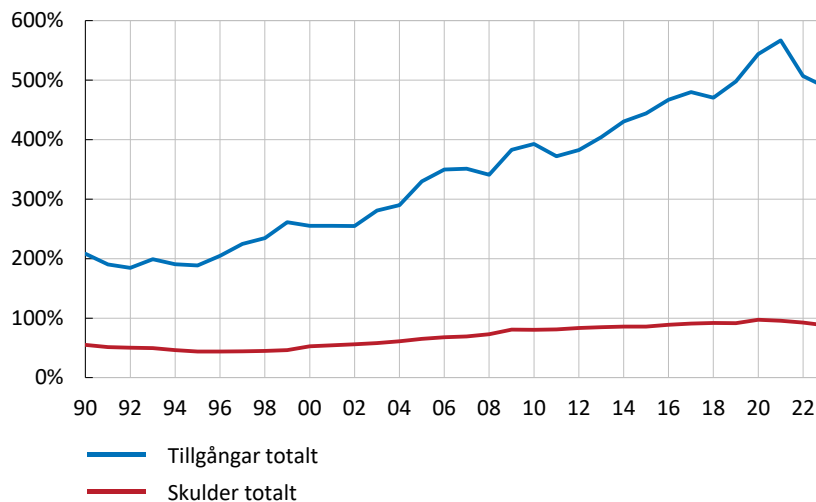
Konsumtionslånen, som andel av BNP, har under perioden legat rätt stabilt (se figur A1 i Appendix). Skuldsättningen är inte jämnt fördelad mellan hushållen.

Uppskattningsvis har 14 procent av hushållen bolån på över två miljoner kronor (SBAB 2024). Förutom att skuldsättningen naturligtvis skiljer sig mellan hushållen beroende på bland annat utbildning, yrke, boendeform och ålder finns även geografiska skillnader (Laséen 2022).

Samtidigt som skulderna stått i centrum för riskanalys och gett upphov till politiska åtgärder, har hushållens samlade tillgångar mer än fördubblats under samma period, se figur 13. Där ingår bostäder och pensionssparande, sparande på bankkonto och i andra finansiella tillgångar som aktier och fonder. På 1980-talet började hushållen spara allt mer i olika typer av fonder och direkt i aktier (Sveriges riksbank 2014, s. 54-58). Särskilt innehavet av direktägda aktier och fondandelar har ökat de senaste decennierna, vilket framgår i figur 14. 1996 uppgick hushållens totala tillgångar i aktier och fondandelar till under 30 procent av BNP. 2023 var det närmare 90 procent av BNP. Även inlåning i bank har stigit, men i mindre omfattning.

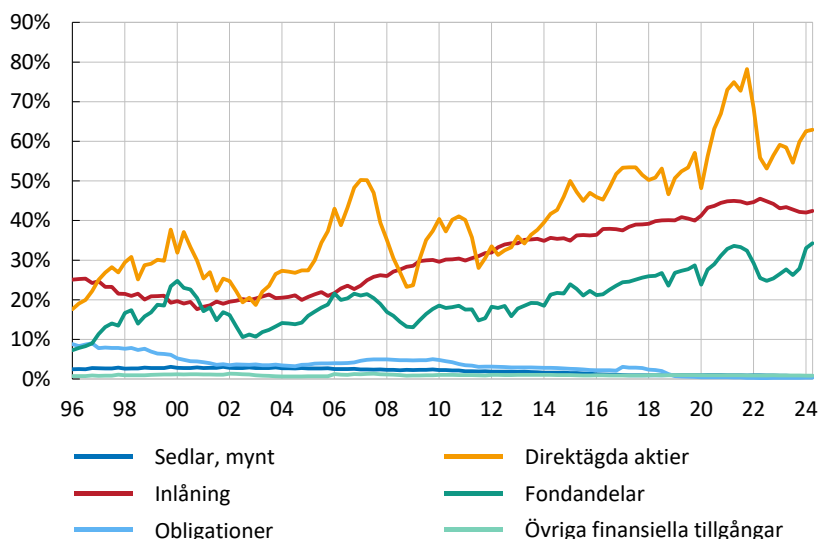
**Figur 13. Hushållens totala tillgångar och skulder**

Procent, andel av BNP



Källa: SCB

**Figur 14. Hushållens likvida finansiella tillgångar som andel av BNP**  
Procent



Anm. Innehaven är marknadsvärderade och speglar därför också stigande finansiella tillgångspriser.

Källa: SCB

Precis som med hushållens skulder så döljer dessa aggregerade data en stor variation mellan hushåll. Sedan 2008 saknas förmögenhetsdata över hushållen, vilket gör att detaljerad kunskap om hur fördelningen ser ut saknas. En analys från Finansinspektionen fann att 2012 hade ungefär 30 procent av hushållen likvida finansiella tillgångar på under 50 000 och 45 procent av hushållen på under 100 000 kronor. Medianen låg på 130 000 kronor medan medelvärdet låg på 580 000 kronor, vilket visar på den ojämna fördelningen (Andersson och Vestman 2021).

## 4 Riksbanken roll i en ekonomi med växande finansiella marknader

Genomgången ovan visar på att storleken på svenska finansiella marknader har vuxit sedan 1990-talet. Trenden går dock inte åt samma håll på alla områden. Ett område som avviker är statens skuldsättning som andel av BNP, som i motsats till företag och hushåll minskat under perioden (se figur B1 i Appendix).<sup>10</sup> Dessutom har strukturen på de finansiella marknaderna förändrats. Med det avses hur aktörer och marknader vuxit och förändrats samt hur finansiella tillgångar och skulder ägs och fördelas.

<sup>10</sup> Koppling mellan offentlig och privat skuldsättning är intressant och i likhet med Bylund m.fl. (2024) anser vi att det är ett viktigt område för vidare forskning och analys. Storleken på statsskulden kan också ha betydelse för det penningpolitiska genomslaget (Walentin 2023), men det är inte något vi diskuterar vidare här.



Låt oss sammanfatta tre viktiga slutsatser från den genomgång av data vi presenterade i förra avsnittet som har betydelse för Riksbankens verksamhet.

För det första är en markant skillnad jämfört med 1990-talet de så kallade icke-bankerna som fungerar som finansiella intermediärer. De har vuxit i storlek från cirka 75 procent av BNP till närmare 350 procent, se figur 4. På engelska brukar denna kategori benämnas *non-bank financial intermediaries*, och har ibland också kallats *shadow banks*. Vi har valt att skriva icke-banker eftersom det rör sig om en bred kategori aktörer. Välkända aktörer som försäkringsbolag och pensionsinstitut är en viktig del av den här gruppen, liksom olika typer av investeringsfonder. Ytterligare en grupp är riskkapitalbolag och alternativa investeringsfonder som är små i jämförelse med hela kategorin icke-banker men likväl kan vara av stor vikt för delar av ekonomin.

För det andra har företag utanför den finansiella sektorn, så kallade icke-finansiella företag, ökat sin skuldsättning. Samtidigt har den andel av skuldsättningen som kommer från marknadsbaserad finansiering ökat. En företagsobligationsmarknad har följaktligen vuxit fram. Dessa värdepapper hålls i stor utsträckning av internationella investerare. Även bankernas säkerställda obligationer har vuxit i omfattning och dessa hålls i stor utsträckning i utlandet.

För det tredje har hushållens balansräkningar vuxit. Hushållens skuldsättning har ökat, men det har även hushållens tillgångar gjort. Skillnader i finansiella skulder och tillgångar är stora mellan hushåll. Det är dock fler hushåll idag som påverkas direkt av utvecklingen på finansiella marknader jämfört med på 1990-talet, genom såväl sina finansiella tillgångar som skulder.

Den här bilden visar på hur finansialiseringen kan ta sig uttryck i den svenska ekonomin. Vad kan detta innebära för Riksbankens uppdrag vad gäller den finansiella stabiliteten och prisstabiliteten?<sup>11</sup>

#### 4.1 Finansialisering och risker för finansiell stabilitet

Till att börja med kan större finansiella marknader ha ökat risken för finansiella kriser. För Sverige har Riksbanken länge bedömt att utvecklingen i det svenska banksystemet sedan 1990-talet har lett till ökad risk för instabilitet (Sveriges riksbank 2014, s. 65-71, 2024c). Samtidigt har mer reglering följt när det finansiella systemet vuxit. Den traditionella mikrotillsynen som fokuserar på risker i enskilda institut kompletterades efter krisen 2008 med makrotillsyn som fokuserar på systemrisk. En koncis översikt av den aktuella finansiella regleringen finns i rapporten Den svenska finansmarknaden (Sveriges riksbank 2024c).

Vårt fokus i denna artikel är inte på de åtgärder som vidtagits för den traditionella banksektorn utan vi vill lyfta att strukturen har ändrats, inte minst tillväxten och framväxten av icke-banker som finansiella intermediärer. Om riskerna har ökat med storleken på det finansiella systemet, så har förändringarna i strukturen av det finansiella systemet ökat osäkerheten om *hur* framtida kriser kan utspela sig. Det

---

<sup>11</sup> Vi lämnar Riksbankens tredje stora ansvarsområde betalningar därhän. Se Ingves (2021) för en diskussion om utvecklingen avseende betalningar.

gäller särskilt tillväxten av nya finansiella aktörer men även ny finansiell teknologi (Rajan 2022, Knot 2023). För Sverige kan detta vara av stor vikt givet tillväxten utanför banksystemet, som särskilt skett i försäkringsbolag, pensionsinstitut och investeringsfonder. Hur riskerna ser ut beror på belåningen inom sektorn icke-banker, brister i likviditetsmatchning och kopplingar till andra aktörer (IMF 2023). Som konstaterats ovan är gruppen icke-banker inte homogen och följaktligen är riskerna med en växande sådan grupp inte heller uniforma. Det finns därför behov av bättre kunskap om sektorn och de olika aktörerna, dess kopplingar inom och utom sektorn och vilka risker som föreligger och eventuellt mer översyn av dessa aktörer. Inom EU har det tagits initiativ till makrotillsynsramverk för icke-banker och ökade krav på likviditetshantering i fonder, vilket Riksbanken har välkomnat (Sveriges riksbank 2024b).<sup>12</sup>

I en nyligen gjord analys av riskkapitalsektorn framkommer att riskerna för den finansiella stabiliteten är svårbedömda. Svenska riskkapitalbolag finansierar sig allt mindre med banklån, och mer med kapital från andra icke-banker eller med marknadsfinansiering. Icke-bankerna lyder under mindre omfattande reglering än bankerna och det finns mindre transparens hos dem. Det förra förklarar också varför dessa utnyttjas av riskkapitalbolagen i växande utsträckning. Däremot kan det finnas mindre problem med likviditetsmatchning hos icke-banker jämfört med banker, och riskerna blir spridda på fler aktörer istället för koncentrerade hos bankerna. Det gäller dock inte alla aktörer och beror på hur de arbetar med sina likviditetsrisker. Riksbanken har bland annat lyft behovet av bättre hantering av likviditetsrisker i vissa svenska fonder (Sveriges riksbank 2024d). Analysen av sektorn präglas av brist på data och för fortsatt översikt över vilka riskerna med sektorn är krävs ökad tillgång på data. Särskilt viktigt är detta eftersom tidigare studier och analyser främst är gjorda i lågräntemiljö och riskerna kan förändras när räntorna stiger (Sveriges riksbank 2024b). Även de icke-finansiella företagens skuldsättning och typ av skuldsättning får konsekvenser för den finansiella stabiliteten (Aranki m.fl. 2021).

Det krävs mer analys och data över vilka risker som förändringar av finansiella marknader medför. Men det väcker dock också mer principiella frågor, som vad Riksbankens roll i kris innebär givet dessa förändringar.

#### 4.1.1 Riksbankens roll i kris

När finansiella marknader och finansiella aktiviteter vuxit i betydelse för företag och hushåll så följer det att de potentiella konsekvenserna av en kris på finansiella marknader kan ha blivit allt allvarigare. Detta kan också påverka centralbankens roll i en kris.

Vi har visat hur finansiella marknader ökat i betydelse för BNP-måttet och de icke-finansiella företagens vinster samt hur strukturella förändringar skett avseende

<sup>12</sup> Riksbanken har under åren gjort flera analyser av detta, senast av investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader (Andersson 2024). Tidigare exempel är studier av marknadsfinansieringen av icke-finansiella företag (Gunnarsdottir och Lind 2011), marknaden för säkerställda obligationer och dess betydelse för finansiell stabilitet (Fager Wettergren m.fl. 2013), och en översikt av svenska så kallade skuggbanker (Hansson m.fl. 2014).

finansiella aktörer utanför banksektorn, den ökade skuldsättningen och marknadsfinansieringen av icke-finansiella företag samt hushållens ökade finansiella tillgångar. I mars 2020 ledde företagsobligationsmarknadens försämrade funktionssätt till att Riksbanken intervenerade med köp av företagsobligationer på andrahandsmarknaden. Riksbanken erbjöd också lån mot säkerhet till banker för att stödja bankernas företagsutlåning.<sup>13</sup>

Ett annat exempel är att råvarumarknaderna fått en stark koppling till den finansiella stabiliteten vilket kan påkalla åtgärder från centralbanker om stora prisfluktuationer uppstår. Exempelvis uppmärksammade Timothy Lane vid Bank of Canada råvarumarknadernas systemiska roll för den finansiella stabiliteten i ett tal 2012 och ekonomisk-historikern Adam Tooze har lyft centralbankernas roll som garant för råvaruderivatmarknader (Lane 2012, Tooze 2022).

Många centralbanker har sitt ursprung som krishanterare och tillhandahållare av nödlikviditet till finansiella aktörer, alltså som *Lender of Last Resort*. Det är viktigt att centralbanker agerar i krissituationer för att undvika att det utvecklas till onödigt djupa kriser. Samtidigt ska inte krishanteringen bidra till att större risker byggs upp längre fram. Det förknippas med *moral hazard*, eftersom centralbankens nödlikviditet eller andra krisåtgärder fungerar som en försäkring. Men även på andra sätt kan centralbankers agerande bidra till ökade risker eller leda till oförutsedda problem.

## 4.2 Penningpolitikens genomslag

Den penningpolitiska transmissionsmekanismen kan beskrivas på olika sätt, men handlar i grund och botten om i) länken mellan de penningpolitiska instrumenten och finansiella förutsättningar, ii) länken mellan finansiella förutsättningar och ekonomisk aktivitet, och iii) länken mellan ekonomisk aktivitet och inflationen. De främsta kanaler som de penningpolitiska instrumenten verkar genom är räntan, växelkursen, tillgångspriser och förväntningar (Sveriges riksbank 2024a).

Utifrån de förändringar av finansiella marknader som beskrivs ovan kan penningpolitikens genomslag genom transmissionsmekanismen förväntas påverkas på flera olika sätt. Både den ökade andelen icke-banker och den större andelen marknadsfinansiering bidrar till potentiellt större penningpolitiskt genomslag. Dessutom kan den ändrade fördelningen av hushållens finansiella tillgångar som diskuterades ovan, förväntas påverka hur hushållen påverkas av penningpolitiken. Utvecklingen kan sammanfattningsvis ha medfört att ekonomin är mer beroende av centralbankernas beslut idag jämfört med tidigare (Rajan 2022).

### 4.2.1 Icke-banker och ökad marknadsfinansiering

Konsekvensen av en växande sektor av icke-banker för det penningpolitiska genomslaget kan tänkas gå åt olika håll. Bankernas räntor är viktiga kanaler för de penningpolitiska instrumenten och icke-banker erbjuder ett alternativ till bankfinansiering. Därför kan en större sektor med icke-banker betyda att genomslaget för instrumenten minskar. Men icke-bankerna kan också vara *mer*

<sup>13</sup> Läs mer på [Lån till banker för att stödja företagsutlåning | Sveriges Riksbank](#).

känsliga för penningpolitiska förändringar än vad bankerna är, och snabbt dra tillbaka eller fördyra den finansiering som de erbjuder sina kunder när penningpolitiken förändras. Då innebär en stor sektor med icke-banker att penningpolitikens genomslag i ekonomin istället förstärks.

Empiriska studier visar att länder med större sektor med icke-banker har större genomslag för penningpolitiken i snitt. Det tillskrivs framförallt att icke-bankernas riskaptit snabbt påverkas av penningpolitiska signaler. I Sverige utgörs en stor del av icke-banksektorn av försäkringsbolag, pensionsinstitut och investeringsfonder. Sverige är också ett av de länder där effekten av penningpolitiska förändringar på real BNP bedöms ha ökat mest mellan 2000 och 2015 (IMF 2016). Det verkar också som att ökad förekomst av icke-banker i eurozonen lett till att det penningpolitiska genomslaget stärkts. Det skiljer sig dock mycket mellan de olika euroländerna och kompositionen av finansiella aktörer påverkar utfallet (Schnabel 2021).

Den högre andelen marknadsfinansiering av icke-finansiella företag påverkar också det penningpolitiska genomslaget. Marknadsräntor anpassar sig i regel snabbare och i högre grad till ett nytt ränteläge än vad bankräntor gör (Lane 2022). Men som konstaterades ovan kan icke-finansiella företag inte betraktas som en homogen grupp. Det är också tydligt att olika företag påverkats på olika sätt av den ränteuppgång som påbörjades 2022. Under den penningpolitiska åtstramningen fick vissa svenska företag, främst i fastighetssektorn, svårare att finna marknadsfinansiering. De har därför dels behövt vända sig till bankfinansiering istället, dels minska sin skuldfinansiering. Det berodde både på minskad vilja på marknaden att finansiera dessa företag och på att erbjuda räntenivåer var för låga. Bland större företag inom tjänstesektorn och handeln har möjligheterna att behålla eller öka sin marknadsfinansiering varit goda under samma period (Sveriges riksbank 2023).

Till detta kan tilläggas att olika innehavare av företagsobligationer betar sig på olika sätt. Under pandemin minskade utländska innehavare av svenska företagsobligationer sina innehav snabbt. Även detta kan tänkas påverka penningpolitikens effekter på olika marknader. Både sammansättningen av företagssektorn och dess finansiering, liksom typen av finansiär av deras marknadsfinansiering spelar alltså roll.

#### **4.2.2 Hushållen**

Hushållens skuldsättning har varit central för Riksbankens analys under många år. Först kan man konstatera att högre skuldsättning verkar öka genomslaget för penningpolitiska förändringar generellt, genom att hushållens ränteutgifter förändras. Hushåll med högre lån och rörlig ränta anpassar sin konsumtion mer till följd av räntehöjningar jämfört med hushåll med liten skuld eller fast ränta (Di Casola och Iversen 2019, Flodén m.fl. 2021, Kilström och Nilavongse 2023). Hushållen kan använda sina likvida finansiella tillgångar för att upprätthålla sin konsumtion men det gottgör inte fullt ut för ökade räntekostnader. Dock är skillnaderna mellan hushåll stora och sammansättningen av hushållens finansiella villkor påverkar penningpolitikens genomslag. Det saknas tillräckliga data för att dra några slutsatser om detta (Gustafsson m.fl. 2017).

Det finns däremot färre studier som undersöker hur sammansättningen och storleken på hushållens tillgångar påverkar penningpolitiken. Räntekanalerna för den penningpolitiska transmissionen ska fungera så att en högre ränta uppmuntrar hushållen att i högre grad prioritera sparande framför konsumtion. Men som vi sett så kan högre räntekostnader också innebära att vissa hushåll istället använder sina finansiella tillgångar för konsumtion. För sparande som sker i finansiella tillgångar som aktiefonder kan det också finnas anledning att misstänka att nysparandet minskar när räntor stiger. Eftersom tillgångspriser vanligtvis faller när räntor stiger eller väntas stiga, kan hushållen uppleva att tillgångarna riskerar att minska i värde och därför väljer att avstå från nysparande. Det innebär att ett högre ränteläge skulle motivera till *mindre* sparande totalt sett eftersom hushållen inte vill spara lika mycket i aktiefonder och aktier när räntor stiger och tillgångspriser faller samtidigt som befintliga sparmedel används för att upprätthålla konsumtion. Det kräver en mer djupgående analys för att belägga om så verkligen är fallet och vad konsekvenserna blir, men sådan analys är svår att genomföra i Sverige då nödvändig disaggregerad statistik saknas.

#### 4.3 Finansiell stabilitet och penningpolitik allt svårare att skilja åt?

Prisstabilitet och finansiell stabilitet har alltid varit sammanlänkade och ibland finns en målkonflikt mellan de två. Det medför risk för så kallad *finansiell dominans*. Det innebär att penningpolitiska överväganden undermineras av hänsyn till den finansiella stabiliteten (Smets 2013). I och med att finansiella marknader och ekonomin blir mer känslig för centralbankens agerande ökar risken för finansiell dominans (Rajan 2022). Detta är inte en ny diskussion. Under åren efter den globala finansiella krisen diskuterades huruvida penningpolitiken skulle minska sitt fokus på inflationen och istället ta skuldsättning, tillgångspriser eller andra finansiella variabler i beaktande (se exempelvis Leijonhufvud 2008, Woodford 2012, Svensson 2012).

Här finns olika uppfattningar av vad detta egentligen innebär för centralbanker och hur det bör hanteras. Ett synsätt är att finansialiseringen har medfört begränsningar på vilken penningpolitik som kan föras. Det innebär att penningpolitiska beslut ska ta hänsyn till eventuella kostnader som den penningpolitiska inriktningen kan medföra, till hur finansmarknaderna svarar och anpassar sig till förändringar i policy. En sådan kostnad kan vara en ökad risk för att finansiell instabilitet uppstår. Därmed ska de penningpolitiska målsättningarna inte få företräde, utan beslutsfattande ska ske genom vägande av olika mål och konsekvenser mot varandra (Rajan 2006, 2022). Vissa har till och med menat att finansiell stabilitet och penningpolitik är så nära sammankopplade att stabilitet borde vara en penningpolitisk målsättning (Woodford 2012, Billi och Vredin 2014).

Ett annat synsätt är att centralbanken inte alls bör anpassa penningpolitikens utformning eller verksamhetens målsättningar. Istället behöver centralbankerna undkomma finansiell dominans. Så sker genom att alltid prioritera inflationsmålet högst och att hantera riskerna för den finansiella stabiliteten på annat vis. Precis som att finanspolitiken och penningpolitiken är skilda områden med olika målsättningar och verktyg, bör då den finansiella stabiliteten betraktas som ett eget område med övervakning, reglering och makrotillsynsåtgärder som främsta verktyg.

En konsekvens av den globala finansiella krisen var just inrättandet av politikområdet makrotillsyn med ett antal verktyg för att sträva efter finansiell stabilitet. Risken för finansiell dominans över penningpolitiken beror därmed på med vilken effektivitet som övervakning, mikro- och makrotillsynen bedrivs. Det frigör inte penningpolitiska beslut från att ta den finansiella stabiliteten i beaktande, precis som man behöver ta hänsyn till finanspolitiken (se Jonsson och Moran 2014 för en diskussion). Men penningpolitikens målsättning ska inte nedprioriteras till förmån för frågor rörande finansiell stabilitet (Goodhart 2005, Svensson 2012, Smets 2013, Rajan 2022).

## 5 Avslutning

Under 1990-talet förändrades Riksbankens roll på flera sätt. Inflationsmålet etablerades, kronan fick flyta och Riksbanken fick politiskt oberoende. Efter 90-talskrisen blev det nya penningpolitiska ramverket en del av ett bredare ekonomisk-politisk reformarbete där även det finanspolitiska ramverket och lönebildningen reformerades. Med många aspekter av ekonomin har förändrats sedan dess, inte minst finansiella marknader som vi sett i den här artikeln. Historien visar att centralbankspolitiken alltid anpassats till både förändrade ekonomiska och institutionella förutsättningar. Hur den anpassningen gått till har dock sett olika ut, och följsamheten till förändringar i omvärlden har inte alltid varit snabb eller smidig. Det är därför viktigt att systematiskt följa hur ekonomin förändras över tid och hur det påverkar Riksbankens uppdrag och verktyg.

Det mesta som diskuterats här är frågor som Riksbanken och andra centralbanker, liksom andra relevanta myndigheter, ständigt ägnar sig åt. Inget av detta är därför nya eller överraskande frågor och flera åtgärder har redan vidtagits för att hantera dem. Vi gör inte en genomgång av Riksbankens kontinuerliga arbete avseende detta här, men hänvisar till Bylund m.fl. (2024) för en redogörelse av Riksbankens penningpolitik 1999-2022, och till Rajan (2022) för en översikt av penningpolitiskt tänkande och beslutsfattande på Federal Reserve sedan 1990-talet.

Vi konstaterar att finansiella marknaders växande omfattning och förändrade struktur skapar nya utmaningar för Riksbanken och behov av att kontinuerligt ta in förändringar i analysen av penningpolitik och finansiell stabilitet. Det vi främst vill lyfta fram är tillväxten och framväxten av icke-banker som finansiella intermediärer. Det pågår viktigt internationellt analysarbete kring denna grupp, liksom hur förändringar av finansiella marknader påverkar centralbanker och kopplingen mellan penningpolitik och den finansiella stabiliteten.<sup>14</sup> Riksbanken kan och bör fortsätta ta fram mer data och analys på hur vi påverkas av en växande sektor med icke-banker, hur kopplingar från omvärlden till Sverige ser ut inom denna sektor och hur icke-banker är länkade till det traditionella banksystemet. Det är områden som behöver belysas, studeras och analyseras.

---

<sup>14</sup> Se exempelvis [ChaMP Research Network](#).

## Referenser

Andersson, Mathias (2024), "Investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader", Staff memo, Sveriges riksbank.

Andersson, Michael K. och Roine Vestman (2021), "Svenska hushålls likvida tillgångar", FI-analys, nr 28, januari.

Aranki, Ted, Niclas Olsén Ingefäldt och Magnus Thor (2021), "Icke-finansiella företag och finansiell stabilitet: En beskrivning av sårbarheter", FI-analys, nr 27, januari.

Billi, Roberto M. och Anders Vredin (2014), "Peningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia", *Pening- och valutapolitik*, nr 2, s. 7-22, Sveriges riksbank.

Bylund, Emma, Jens Iversen och Anders Vredin (2024), "Monetary policy in Sweden after the end of Bretton Woods", *Comparative Economic Studies*, vol. 66, s. 535-590.

Epstein, Gerald A. (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing.

Fager Wettergren, Johanna, David Forsman, Maria Sandström och Johanna Stenkula von Rosen (2013), "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten", *Pening- och valutapolitik*, nr 2, s. 22-49, Sveriges riksbank.

Finansiella Stabilitetsrådet (2023), *Obligationmarknaderna – en kartläggning*, juli.

Flodén, Martin, Matilda Kilström, Josef Sigurdsson och Roine Vestman (2021), "Household debt and monetary policy: revealing the cash-flow channel", *The Economic Journal*, vol. 131, utgåva 636, s. 1742-1771.

Fohlin, Caroline (2011), *Mobilizing money: How the World's Richest Nations Financed Industrial Growth*, Cambridge University Press.

Gunnarsdottir, Gudrun och Sofia Lind (2011), "Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering", *Pening- och valutapolitik*, nr 2, s. 27-48, Sveriges riksbank.

Hansson, Daniel, Louise Oscarius och Jonas Söderberg (2014), "Skuggbanker ur ett svenskt perspektiv", *Pening- och valutapolitik*, nr 3, s. 23-59, Sveriges riksbank.

IMF (2016), "Monetary policy and the rise of nonbank finance", kap. 2 i *Global Financial Stability Report: Fostering stability in a low-growth, low-rate era*, oktober.

IMF (2023), "Nonbank financial intermediaries: vulnerabilities amid tighter financial conditions", kap. 2 i *Global Financial Stability Report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks*, april.

Ingves, Stefan (2021), "Ny finansiell miljö – hur möter Riksbanken de nya utmaningarna?", tal vid Nationalekonomiska föreningen den 31 maj, Sveriges riksbank.

Jonsson, Magnus och Kevin Moran (2014), "Kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 6-26, Sveriges riksbank.

Jordá, Óscar, Moritz Schularick och Alan M. Taylor (2017), "Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts", *NBER Macroeconomics Annual 2016*, vol. 31, s. 213-263, University of Chicago Press.

Kilström, Matilda och Rachatar Nilavongse (2023), "Monetary policy transmission and the cash-flow channel via nominal and real interest rates", Staff memo, Sveriges riksbank.

Knot, Klaas (2023), "To improve is to change", tal vid International Banking Summit den 1 Juni, Bank for International Settlements.

Krippner, Greta (2005), "The financialization of the American economy", *Socio-Economic Review*, vol. 3, nr 2, s. 173–208.

Krippner, Greta (2011), *Capitalizing on crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press.

Lane, Philip (2022), "The Transmission of Monetary Policy", tal vid SUERF, CGEG|COLUMBIA|SIPA, EIB, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE konferens "EU and US Perspectives: New Directions for Economic Policy" den 11 oktober, Europeiska centralbanken.

Lane, Timothy (2012), "Financing Commodities Markets", tal vid CFA Society of Calgary den 25 september, Bank of Canada.

Laséen, Stefan (2022), "Hushållens skulder och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", Staff Memo, Sveriges riksbank.

Leijonhufvud, Axel (2008), "Central Banking Doctrine in Light of the Crisis", blogginslag, 13 maj, VoxEU. Tillgänglig på [länk](#).

Nilsson, Christian, Jonas Söderberg och Anders Vredin (2014), "Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet", *Ekonomiska kommentarer* nr 3, Sveriges riksbank.

Rajan, Raghuram (2006), "Has Finance Made the World Riskier?", *European Financial Management*, vol. 12, nr 4, s. 499–533.

Rajan, Raghuram (2022), "Central banking and political pressure", *Journal of policy modeling*, vol. 44, utgåva 4, s. 790-803.

SBAB (2024), "Hushållens bolån: Makroriskerna med dem är inte så stora som ofta hävdas", *Insiktsrapport*, nr 6, maj.

Schnabel, Isabel (2021), "The rise of non-bank finance and its implications for monetary policy transmission", tal vid Annual Congress of the European Economic Association (EEA) den 24 augusti, Europeiska centralbanken.



Smets, Frank (2013), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 121–59, Sveriges Riksbank.

Svensson, Lars E.O (2012), "Comment on Michael Woodford, 'Inflation Targeting and Financial Stability'", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 33-39, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2014), *Från ax till limpa: den svenska bolånemarknaden och dess roll i det finansiella systemet*, Riksbanksstudier, april.

Sveriges riksbank (2018), *Finansiell Stabilitetsrapport 2018:2*, november.

Sveriges riksbank (2022), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2021*.

Sveriges riksbank (2023), *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022*.

Sveriges riksbank (2024a), "Så påverkar penningpolitiken inflationen", webbsida, 4 mars. Tillgänglig på [länk](#).

Sveriges riksbank (2024b), "Private equity: en växande marknad i förändring", fördjupning i *Finansiell Stabilitetsrapport*, maj.

Sveriges riksbank (2024c), *Den svenska finansmarknaden*, juni.

Sveriges riksbank (2024d), *Finansiell stabilitetsrapport 2024:2*, november.

Tooze, Adam (2022), "Chartbook #100: Must central banks become lenders of last resort for commodity markets?", blogginlägg, 16 mars, Chartbook. Tillgänglig på [länk](#).

Walentin, Karl (2023), "Ogenomtänkt att ytterligare minska statsskulden", blogginlägg, 20 februari, Ekonomistas. Tillgänglig på [länk](#).

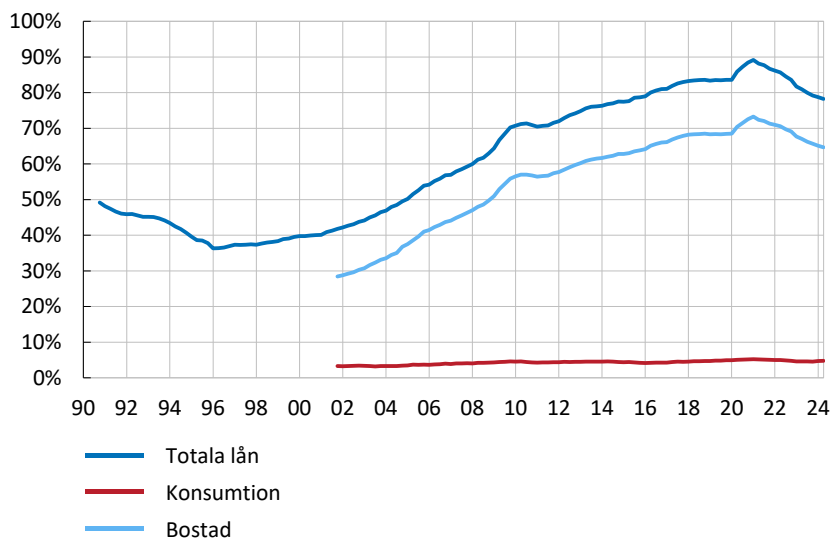
Woodford, Michael (2012), "Inflation targeting and financial stability", NBER Working Paper Series, nr 17967, National Bureau of Economic Research.

## APPENDIX – Ytterligare figurer

### Hushållens balansräkningar

**Figur A. De svenska hushållens lån som andel av BNP**

Procent



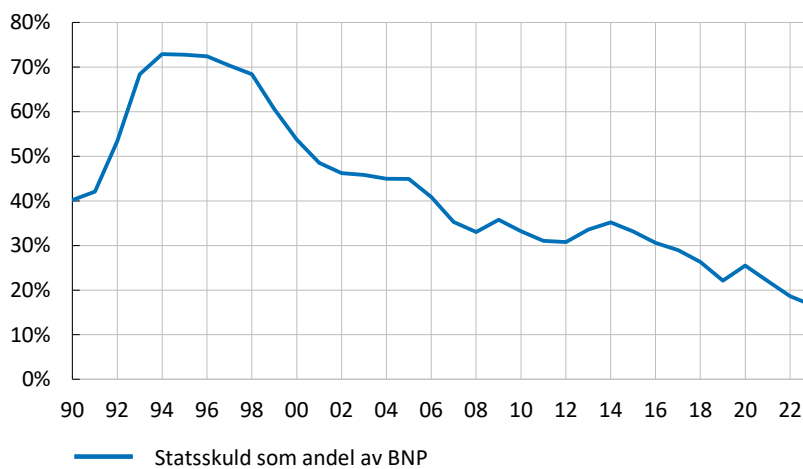
Anm. Avser lån från monetära finansinstitut verksamma i Sverige.

Källa: SCB

### Staten

**Figur B. Statskuld som andel av BNP**

Procent

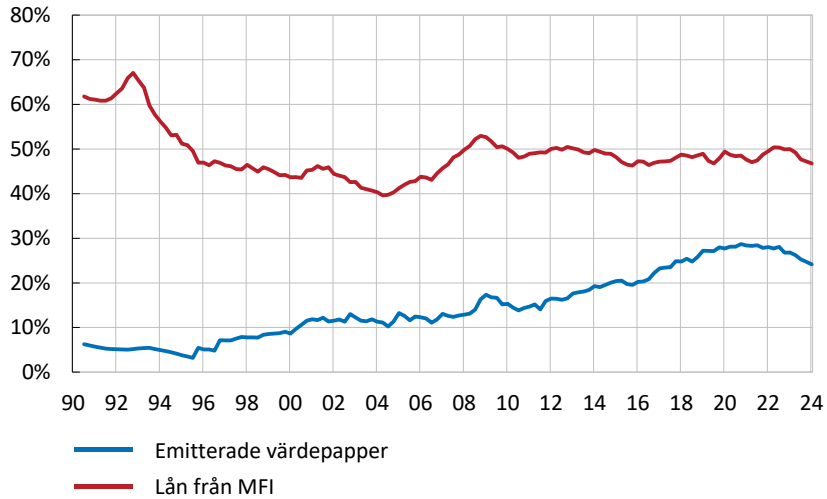


Källa: Riksgälden

## Icke finansiella företags finansiering

**Figur C. Icke-finansiella företags upplåning via lån från svenska MFI och värdepapper som andel av BNP**

Procent

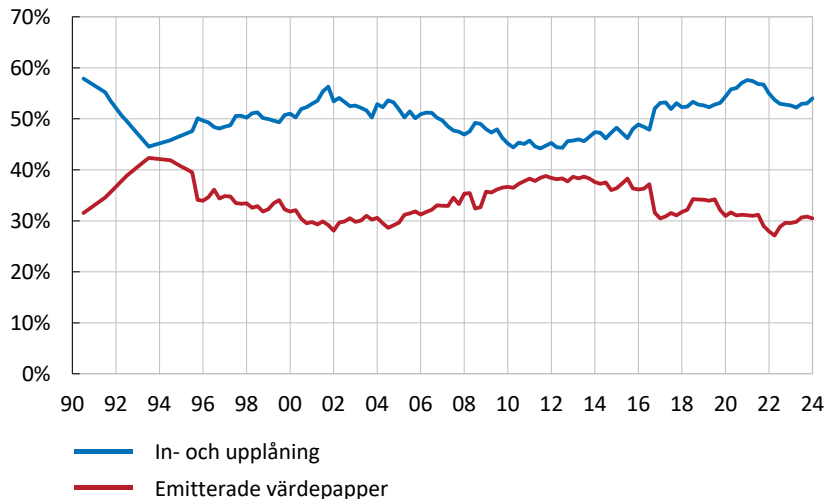


Källa: SCB

## Bankernas finansiering

**Figur D. Svenska banker finansierar sig i stor utsträckning via marknaden**

Procent



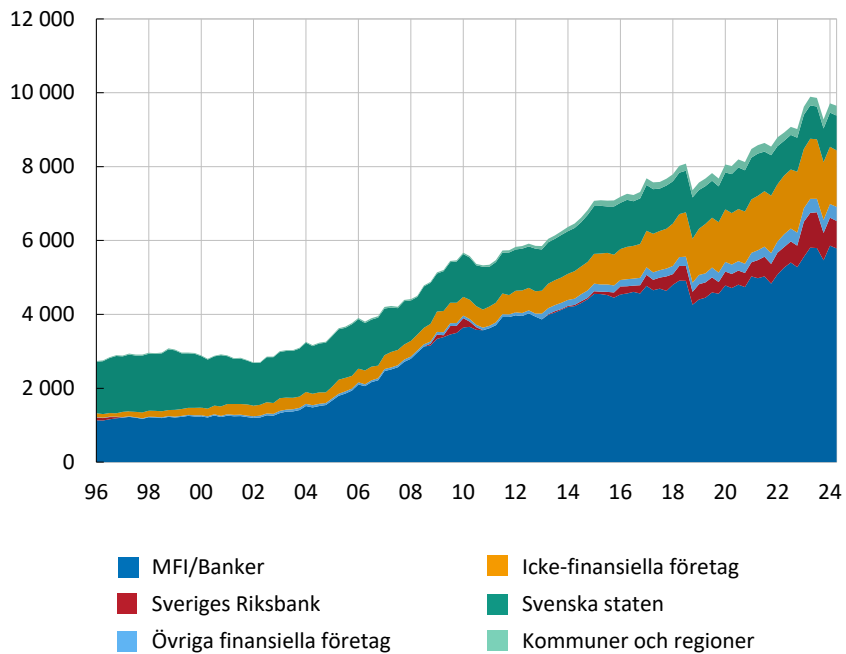
Anm. Monetära finansinstituts upplåning som andel av totala skulder och eget kapital. In- och upplåning avser medel som hålls på konto hos bankerna.

Källa: SCB

## Räntebärande värdepapper

**Figur E. Utestående räntebärande värdepapper per emittentsektor**

Miljarder kronor



Anm. Nominella belopp.

Källa: SCB