



**Kommittén för finansiell stabilitet**  
Fi 2013:09

## Protokoll från Finansiella stabilitetsrådets möte den 17 december 2021

### Sammanfattning

Stabilitetsrådet<sup>1</sup> hade årets andra möte och diskuterade stabilitetsläget.

Pandemin har inneburit ett kraftigt hack i den svenska och globala ekonomiska utvecklingen. Den ekonomiska återhämtningen har dock varit stark, vilket gjort att svensk ekonomi är tillbaka på den tillväxtbana som gällde innan pandemin. Sedan stabilitetsrådets möte i somras har inflationen ökat kraftigt men en stor del består av tillfälliga faktorer. Den ökade smittspridning som nu sker och åtgärderna mot det har hittills inte satt något betydande avtryck i den ekonomiska utvecklingen, men en tillfällig konjunkturdämpning kan inte uteslutas.

Det svenska finansiella systemet fungerar väl i dagsläget, men samtidigt byggs risker upp. Den starka återhämtningen har följts av en större vilja att ta risk och riskerna för den finansiella stabiliteten är förhöjda. Bostadspriser och aktiepriser har stigit kraftigt. Den höga riskaptiten innebär att framför allt kommersiella fastighetsföretag och hushåll är beredda att ta på sig högre skulder i ljuset av förväntningar om fortsatt låga räntor och finansieringskostnader.

Myndigheterna diskuterade stödåtgärderna och utvecklingen av pandemin.

---

<sup>1</sup> Närvarande: *Finansdepartementet*: Max Elger, mötesordförande, Therese Pelow, Anna Jegnell; *Finansinspektionen*: Erik Thedéen, Karin Lundberg, Henrik Braconier; *Riksgälden*: Hans Lindblad, Karolina Holmberg, Märten Bjellerup; *Riksbanken*: Stefan Ingves, Cecilia Skingsley, Olof Sandstedt; och *Finansiella stabilitetsrådets kansli*: Niclas Alsén.

Därutöver diskuterade myndigheterna FN:s klimatkonferens 2021, och risker kopplade till cybersäkerhet och cyberattacker, samt den krisövning av en cyberattack som de genomförde under hösten.

## § 1 Stabilitetsbedömning

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

Pandemin har inneburit ett kraftigt hack i den svenska och globala ekonomiska utvecklingen. Den ekonomiska återhämtningen har dock varit stark, och i Sverige är ekonomin tillbaka på den tillväxtbana som gällde innan pandemin. Återhämtningen förklaras delvis av massiva stödåtgärder framför allt via finanspolitiken men också via penningpolitiken och andra politikområden. Minskade restriktioner som har ökat rörligheten och således gynnat kontaktintensiva branscher har också bidragit till återhämtningen på senare tid. Återhämtningen i ekonomin har lett till att flertalet stödåtgärder har kunnat avslutas eller minskas. Sedan stabilitetsrådets möte i juni har inflationen ökat kraftigt i Sverige och i omvärlden men med begränsade effekter på långa räntor. I dagsläget finns oro inte minst p.g.a. stigande energipriser samt ökad smittspridning och nedstängningar, vilket utgör nedåtrisker för ekonomin, men genomslaget är hittills begränsat.

Sammantaget har den starka återhämtningen åtföljts av en större vilja att ta risk. Riskpremierna var historiskt låga innan pandemin, och steg kraftigt under inledningen av pandemin 2020 men stödåtgärder pressade snabbt ned dem. Den högre riskaptiten har sannolikt påverkats av de stödköp och andra stödåtgärder som vidtagits under krisen.

Tillgångspriser som bostäder och aktier har stigit kraftigt, och särskilt flera fastighetsaktier. Det var en kort sättning i tillgångspriserna i början av pandemin men sedan 1 april 2020 har bostadspriserna stigit med mer än 20 procent och börsen med mer än 60 procent.

Den höga riskaptiten innebär också att företag och hushåll är beredda att ta på sig högre skulder i relation till inkomsterna. Även den offentliga skuldsättningen i omvärlden har ökat under pandemin. Den ökade räntekänsligheten ger skäl för oro.

Bostadspriserna har fortsatt att växa snabbare än inkomsterna och högre bostadspriser driver på hushållens skuldsättning, och skulderna bedöms fortsätta accelerera. Andelen bolånetagare som tar på sig höga skulder i relation till både inkomst och värde på bostaden ökar. Det har dock skett en viss inbromsning i priserna under hösten. Drivkrafterna bakom prisuppgången på bostäder är en del av pandemins ovanliga ekonomiska effekter som en ökande efterfrågan på bostadsyta till följd av mer hemarbete, och att hushållen har minskat sin konsumtion och ökat sitt sparande, vilket har frigjort utrymme för inköp av bostäder. Något lägre räntor och stigande inkomster har också bidragit till prisuppgången.

Det råder en förhöjd risk för prisfall i flera tillgångsslag så som bostäder och aktier, särskilt om räntorna stiger. Något som, i kombination med höga bostads- och aktiepriser, innebär att en ekonomisk störning som påverkar båda tillgångsslagen negativt skulle få en kraftigt negativ effekt på hushållens balansräkningar. Finansinspektionens analys visar till exempel att cirka 30 procent av alla nya bolånetagare skulle få negativ nettoförmögenhet vid en negativ störning av ungefär samma storleksordning som den uppgång vi sett i tillgångspriser under pandemin. Konsekvenserna av så stora fall i förmögenhet skulle drabba hushållens vilja att konsumera. För de med negativ nettoförmögenhet innebär det att de i praktiken får mycket svårt att flytta.

För företagen har återhämtningen varit delvis ojämn där t.ex. tillverkningsindustrin återhämtade sig snabbt från nedgången under pandemins inledning. Företag inom hotell och restaurang har upplevt en viss återhämtning medan företag inom persontransport så som flyg fortsatt har det svårt. Konkurserna har överlag varit låga i Sverige och omvärlden. Det är delvis en följd av de stödåtgärder som riktats till företagen. Det går dock inte att utesluta att konkurserna ökar något framöver, om än från låga nivåer. Företagen har i dagsläget goda möjligheter att låna i bank och på kapitalmarknaden. Ökningen i upplåningen på kapitalmarknaden det senaste året har primärt kommit från fastighetsföretag.

Banksektorn har klarat pandemin relativt väl och har kunnat upprätthålla kreditförsörjningen. Kreditförlusterna ökade något under 2020, men under 2021 så har kreditförlusterna minskat och lönsamheten ökat. Höga tillgångspriser och skulder för bankernas kunder innebär dock risker framåt. Finansinspektionen har därför börjat höja den kontracykliska

kapitalbufferten och ser framför sig fortsatta höjningar för att hålla motståndskraft i bankerna inför nästa kris. Gällande kraven på nedskrivningsbara skulder (MREL-krav) är bankernas marginaler goda.

Statens finanser har utvecklats överraskande starkt och den offentliga skuldsättningen fortsätter att sjunka. På statspappersmarknaden är det hög aktivitet på primärmarknaden med emissioner som är övertecknade flera gånger om. På andrahandsmarknaden minskar den volym som går att handla. Effekten av den minskade volymen är att likviditeten försämras. Det har pågått under några år men läget är nu sämre än tidigare. Riksgälden nämnde att både marknadsaktörerna och forskning pekar på att det verkar finnas en tröskeleffekt som innebär att likviditeten påverkas mer negativt när stödköpen av en statsobligation övergår en viss andel av dess utestående stock. Konsekvenserna av en försämrad likviditet är att upplåningen blir dyrare på både kortare och längre sikt och att risken för ökad volatilitet stiger. Statspappersmarknaden är en central del av de finansiella marknaderna och funktionaliteten är mycket viktig, framför allt i ett krisläge.

Finansinspektionen bedömer att många företag och hushåll kommit ur pandemin mer sårbara på grund av deras ökade skuldsättning. Detta gör dem mer sårbara för framtida störningar, till exempel i termer av stigande räntor. Utvecklingen under de senaste två åren visar också att världen är osäker. Ingen kunde förutse pandemin eller höstens remarkabla uppgång i inflationen för två år sedan. Ju mer långvarig inflationsuppgången blir desto större är risken för stigande räntor som följd, vilket skulle kunna påverka den finansiella stabiliteten. Det blir särskilt besvärligt om räntorna stiger samtidigt som tillväxten dämpas.

Riksgälden delar synen att det är svårt att förutse inflationen. Det behövs beredskap för att den inte faller tillbaka som förväntat. Det är inte löneutvecklingen som driver inflationen denna gång utan andra faktorer och det kan vara svårare att hantera en utbudsdriven inflationsprishock jämfört med en efterfrågedriven.

Riksbanken konstaterar att uppgången i inflationen i Sverige i hög grad drivs av snabbt stigande energipriser. De noterar också att Sverige har något lägre inflation än många andra länder och tydligt lägre underliggande inflation än exempelvis USA, men att det är svårt att veta hur det blir på sikt. Enligt Riksbankens prognos väntas energipriserna inte stiga lika snabbt nästa år och

då faller inflationen tillbaka. Riksbanken konstaterar också att den finansiella sektorn i Sverige i huvudsak är exponerad mot fastighetsmarknaden, dvs. bostäder och kommersiella fastigheter. Riksbanken noterar att den höga skuldsättningen bland hushåll och vissa företag innebär en hög räntekänslighet. Det innebär att den finansiella stabiliteten kan påverkas om räntorna skulle stiga kraftigt.

Ordföranden tackade för myndigheternas stabilitetsbedömningar och konstaterade att läget är stabilt men att det finns osäkerhetsfaktorer, som hur inflationen utvecklas, skuldutvecklingen och hur utvecklingen i omvärlden påverkar.

## § 2 Pandemin: Uppdatering av krishanteringsarbetet

Myndigheterna diskuterade stödåtgärderna och utvecklingen av pandemin.

Riksgälden konstaterade att smittspridningen har tagit fart igen och att det sannolikt kommer att påverka både utbuds- och efterfrågesidan i ekonomin. På kort sikt är det ingen oro för den finansiella stabiliteten mot bakgrund av låga räntor och gott om likvida medel. Finanspolitiken är å andra sidan för stram och statens finanser mycket starka. Det finns ett underliggande reformutrymme som bör utnyttjas. Riksgälden är redo att öka upplåningen vid behov och har beredskap för reservrutiner som t.ex. företags- och flygakuter om behov uppstår.

Riksgälden tog upp två faktorer att förhålla sig till. Den första är att förbereda för att pandemin pågår, och kan göra så i flera år. Därför är det viktigt att undvika tvära kast och istället så långt det går att bidra till att dämpa osäkerheten, inte minst i utsatta branscher. Det är nödvändigt att hitta ett sätt att förhålla sig till en böljande pandemi, för såväl hushåll och företag som för beslutsfattare.

Den andra är att det behövs en exitstrategi som säkrar stabiliteten även på sikt. De centrala ramverken för ekonomisk politik måste värnas, och även de skyddsvallar som byggts. Vinsterna är dessutom flera, till exempel gynnar kapitalkraven inte bara stabiliteten utan även bankerna själva genom billigare finansiering.

Utvecklingen så som den har sett ut – med skulder och priser som stiger snabbt och riskpremier som sjunker från redan mycket låga nivåer – är inte

hållbar. En viktig del framöver är att skuldsättning måste göras mindre attraktivt, till exempel genom att trappa ned eller slopa ränteavdragen, vilket till skillnad från högre räntor har en positiv effekt på statsfinanserna. Kreditgivningen till fastigheter, inklusive kommersiella fastigheter, bör dämpas. Inte minst då instabilitet sannolikt i första hand skulle komma från den kommersiella sektorn, snarare än hushållen.

Riksbankens åtgärder för att hantera effekterna av pandemin har börjat trappas ner. Vid årsskiftet är Riksbanken klar med det program för tillgångsköp som föranleddes av coronapandemin. Prognosen är att innehavet sedan kommer hållas ungefär oförändrat under 2022, för att sedan minskas, men den exakta takten är avhängigt den ekonomiska utvecklingen. För att inflationen varaktigt ska ligga nära målet krävs en fortsatt expansiv penningpolitik, även om det är viktigt att beakta sårbarheter som uppstår till följd av det.

Högre skulder har gjort att hushållen blivit alltmer känsliga för konjunkturförändringar och störningar i deras privatekonomi. Även om hushållen i nuläget har en god betalningsförmåga, så kan de behöva lägga en betydande del av sin inkomst på räntebetalningar om räntorna stiger. Det gäller i synnerhet högt skuldsatta hushåll.

Finansinspektionen betonade att systemet för att bygga motståndskraft har tjänat oss väl, och krishanteringen under pandemin har fungerat bra. Men samtidigt är utmaningarna om man blickar framåt betydande. Finansinspektionen har därför avslutat pausen i amorteringskraven och höjt den kontracykliska kapitalbufferten för att bygga motståndskraft. Men den kraftiga skulduppbyggnaden hos företag och hushåll kräver att även andra verktyg används, som till exempel förändringar i ränteavdragen och fastighetsskatter. Det är en viktig diskussion att ha i stabilitetsrådet.

Utvecklingen under pandemin visade att den svenska företagsobligationsmarknaden fungerar dåligt i stress. Finansinspektionen arbetar därför för att obligationsemissioner ska bli mer standardiserade så att marknaden kan fungera bättre i ett stressat läge. Finansinspektionen ser också att det kan finnas ett behov att till exempel begränsa fonders ägande av obligationer. Riksbanken bör också trappa ner sina obligationsköp snabbare.

Den ökade smittspridningen innebär en viss ökad risk för den ekonomiska återhämtningen. Samtidigt ska tröskeln vara väldigt hög innan generella stödåtgärder som vidtogs våren 2020 åter ska återinföras, även om riktade stödåtgärder kan behöva finnas kvar ett tag.

Ordföranden nämnde att regeringen samma dag har kommunicerat att vissa stödåtgärder riktade mot företag återinförs. Regeringen följer utvecklingen noga och är redo om nya åtgärder krävs.

### § 3 Diskussion av analyser och eventuella åtgärder

#### Krisövning

Stabilitetsrådets kansli informerade om den krisövning som genomförts med stabilitetsrådets myndigheter under hösten och som handlade om effekterna av en cyberattack mot den finansiella sektorn. Övningen var lärrik och resulterade i ett antal lärdomar som myndigheterna i stabilitetsrådet bör arbeta med framöver för att stärka motståndskraften.

Myndigheterna underströk betydelsen av att genomföra krisövningar. Övningar bidrar till kunskapsuppbyggnad och är ett tillfälle att testa verktyg, samarbete och informationsdelning.

Ordföranden uppskattade att övningen genomförts med tanke på det hot cyberattacker utgör.

#### Cybersäkerhet, riskbild, samarbete och strategi

Finansinspektionen redogjorde för riskbilden, arbetet med en cyberstrategi för finanssektorn, samt för Finansinspektionens arbete på området.

Generellt är riskbilden bekymmersam och Finansinspektionen håller med ordföranden om att det finns skäl för oro. Den bedömningen delar även tillsynsmyndigheter internationellt. DORA-förordningen som förhandlas i EU blir betydelsefull framöver.

Finansinspektionens bedömning är att den aktuella externa hotbilden inom cyberområdet ligger kvar på hög nivå. Supply chain-attacker, dvs. attacker som riktas mot sårbara delar i en leverantörskedja, ökar i omfattning. Eftersom de finansiella företagen i allt högre grad väljer att använda externa leverantörer ökar exponeringen för sådana attacker. Avancerade aktörer har

kapacitet att snabbt utnyttja sårbarheter i produkter och tjänster som används i företaget eller hos leverantörer i bedrägliga syften, t.ex. ransomware där skadlig kod används i utpressningssyfte. DDOS attacker (en typ av överbelastningsattacker) är fortsatt vanligt förekommande. Dessa har blivit mer sofistikerade och pågår ofta under en längre tid än tidigare. Finansinspektionen har också fått rapporter om en ökning av antalet så kallade phishing attacker, där det inte är ovanligt att covid19-situationen utnyttjas som en komponent i metoden för att utföra bedrägerier.

Finansinspektionen och Riksbanken arbetar tillsammans med en strategi för den finansiella sektorn som ska utgöra en plattform för det fortsatta arbetet i myndigheterna och i sektorn gällande cybersäkerhet. En viktig del i detta arbete är samarbetet med cybersäkerhetscentret. Strategin ska vara på plats till sommaren 2022 och kommer att diskuteras i stabilitetsrådet.

Finansinspektionen arbetar även med att stärka tillsynen av IT-risker, inklusive cybersäkerhet, i den finansiella sektorn och har fått mer medel från regeringen för det. IT-risktillsynen för hela finanssektorn har samlats på en grupp i myndigheten. Finansinspektionen är numera också tillsynsmyndighet enligt den nya säkerhetsskyddslagen, som i praktiken till stor del kommer att handla om IT-skydd. Genom att samla IT-risktillsynen och säkerhetsskyddstillsynen till en grupp finns möjlighet att bygga en kritisk massa av kompetens inom området.

Myndigheterna är överens om att cybersäkerhet ska prioriteras. Cybersäkerhetscentret förväntas få en viktig roll och i centret bör även finanssektorn finnas representerad. Riksgälden underströk vikten av att snabbt få på plats den strategi för den finansiella sektorn som Finansinspektionen och Riksbanken arbetar med.

Ordföranden delade myndigheternas syn om att cybersäkerhet är en prioriterad fråga och stödde inriktningen på arbetet. Såg fram emot en avrapportering på rådets nästa möte.

#### FN:s klimatkonferens 2021 (COP 26)

Finansinspektionen informerade om mötet, där man deltog eftersom myndighetschefen leder en arbetsgrupp inom IOSCO som arbetar med värdepapperstillsyn. Finansinspektionen initierade skapandet av denna grupp 2018 och uppdraget är att delta i arbetet med att ta fram en global



redovisningsstandard för klimatrisker. Arbetet går ut på att olika standarder har gått ihop och ska på sikt läggas till i IFRS, vilket kommunicerades på klimattmötet i Glasgow. Standarden ska utvecklas och sedan stödjas av tillsynsmyndigheterna för att i nästa steg utgöra grund för lagstiftning. Ytterst handlar det om att prissätta klimatrisker på ett bra sätt så att kapital kan allokeras på rätt sätt.

Ordföranden tackade för avrapporteringen och underströk att arbetet med hållbar finansiering är en viktig fråga.

### Uppdatering av läget i den kommersiella fastighetssektorn

Finansinspektionen redogjorde för riskerna i den kommersiella fastighetssektorn. Det finns en stark koppling till finansiell stabilitet vilket beror på att sektorn är cyklisk, högt skuldsatt och därmed räntekänslig. Och vidare p.g.a. en stark koppling till banksektorn till följd av att finansiering till fastighetssektorn utgör 40 procent av bankernas företagsutlåning. Företagen i sektorn har också till allt större del finansierat sig på företagsobligationsmarknaden och har därför fått stor betydelse även för fonderna. Den ökande andelen marknadsfinansiering är positiv i mening att det i högre grad skulle gå att undvika stora kreditförluster i bankerna som skulle kunna hota hela det finansiella systemet. Samtidigt innebär en växande och instabil ägarbas av obligationer risk för panikförsäljningar, illikviditet och återflöde till bankerna i kris.

Framtidsutsikterna för sektorn efter pandemin är osäkra. Sektorn är väldigt räntekänslig och det finns osäkerhet om vart räntorna tar vägen. Efterfrågan framförallt på kontor och detaljhandel är osäker och där har vakanserna nu stigit betydligt. Det är också ett snabbt ökande utbud av nya hyreslägenheter med höga hyror och i mer perifera lägen.

Trots dessa sårbarheter har skuldsättningen i sektorn fortsatt växa mer än 10 procent per år genom pandemin. När pandemin slog till försvann obligationsutlåning temporärt och bankutlåningen blev viktigare. Nu växer framförallt marknadsfinansieringen snabbt igen.

De snabbt ökande skulderna har inneburit att skulderna har vuxit snabbare än intäkterna, trots att intäkterna har vuxit starkt under flera år. Skulder i förhållande till rörelseresultat är nu på rekordnivåer i sektorn. Utifrån att skulderna ökat och intäkterna stagnerat ökar fastighetsföretagens sårbarhet.

Finansinspektionens analyser visar att andelen sårbara fastighetsföretag i bankernas utlåning, givet nuvarande ränteläge, ökat från fem till tio procent mellan 2019 och 2020. I ett stresstest där intjäningen faller med 25 procent och räntorna stiger med 3 procentenheter blir konsekvensen att närmare 30 procent av fastighetsföretagen blir sårbara.

För att undvika instabilitet är det därför viktigt att dämpa panikförsäljningar via en mer stabil obligationsfinansiering och mindre procykliska fondmarknader. Det är dock ett svårt område att reglera via finansieringskanaler då marknadsbaserad, och ofta internationell, finansiering är så pass viktiga komponenter. Ett alternativ kan vara att sätta upp nyckeltal som om de passerar innebär begränsningar för företagen dvs. tänka och kommunicera som i hushållssektorn. En grund till riskerna i sektorn är att räntorna är etablerade på en låg nivå och det gör att man kan bära mer skuld. Det gör dock det finansiella systemet väldigt känsligt. Fastighetsobligationer ökar kraftigt och utgör nu cirka 50 procent av den svenska obligationsmarknaden, och bedöms öka till 70 procent på sikt. Utöver att hantera risker kopplade till marknadsfinansieringen bedömer Finansinspektionen att aviserade höjningar av den kontracykliska kapitalbufferten behövs för att upprätthålla tillräcklig motståndskraft i bankerna.

Riksbanken och Riksgälden håller med om bilden av riskerna. Riksbanken nämnde erfarenheterna från 90-talskrisen i Sverige som i stora delar var en fastighetskris. De konstaterade att kassaflödet för fastighetsföretagen är avgörande för hur de klarar av förändrade ekonomiska förutsättningar såsom högre ränta, och att det vid misstanke om att kassaflödet kan upphöra snabbt blir problem för företagen. Problem i den kommersiella fastighetssektorn kan i sin tur sprida sig till finanssektorn.

Myndigheterna diskuterade potentiella åtgärder såsom skatter. Nu finns starka incitament för företagen att ta på sig för mycket skuld.

Ordföranden sammanfattade att detta är en fråga som kommer att återkomma på dagordningen och att det är bra att Finansinspektionen följer utvecklingen.

#### § 4 Internationella frågor

Finansdepartementet gav en kort uppdatering om några av de förhandlingar i EU som pågår på finansmarknadsområdet. Bland annat nämndes det nya bankpaketet, förändringar i Solvens 2 på försäkringsområdet, penningtvättspaketet, förordningen om marknader för finansiella instrument, samt direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Riksbanken konstaterade att det ligger i Sveriges intresse att implementeringen av Basel III genomförs fullt ut, i tid och på ett konsekvent sätt. Riksbanken noterade i relation till det att det är oroväckande att EU-kommissionens förslag på implementering av Basel III, dvs. det nya bankpaketet, innebär en betydande urvattning. Sverige bör inte medverka till att implementeringen urvattnas.

Finansinspektionen delar Riksbankens syn att det är viktigt att Baselöverenskommelsen inte urvattnas i den lagstiftningsprocess som nu pågår inom EU.

#### § 5 Kommande arbete

Inför stabilitetsrådets nästa möte den 3 juni 2022, kommer rådets medlemmar att arbeta gemensamt med de stabilitetsfrågor som diskuterades på mötet. Det gäller bland annat frågor kopplade till stabilitetsrisker på sikt som en följd av pandemin samt att stärka motståndskraften mot cyberhot. Stabilitetsrådet kommer också fortsätta arbeta med frågor som rör bland annat kommersiella fastighetssektorn, hushållens skuldsättning och nya riskbilder.