

Svenska finansiella institut och låga räntor

Nathalie Gibas, Reimo Juks och Jonas Söderberg¹

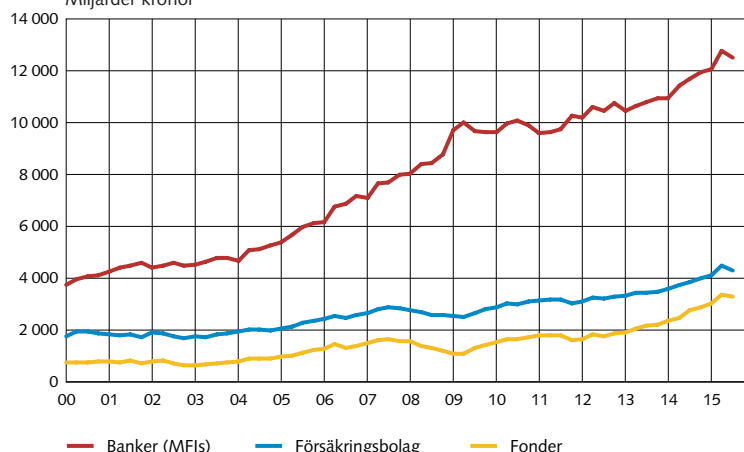
Författarna är verksamma vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet

Många länder – särskilt i Europa – har haft låg inflation och dämpad ekonomisk tillväxt på senare år. Räntorna har också nått historiskt låga nivåer jämfört med föregående årtionden, när centralbanker har agerat för att öka tillväxten och bekämpa den låga inflationen. Riksbanken har sänkt reporäntan och lanserat ett program för köp av statspapper för att inflationen ska öka mot målet. Tidigt under 2015 blev därför räntorna i Sverige i vissa fall negativa. BIS konstaterade i sin senaste årsrapport att "centralbankerna i de största utvecklade ekonomierna har följt vitt skilda policybanor, men samtliga är fortsatt oroad över farorna med en inflation som ligger långt under inflationsmålen".²

De historiskt låga räntorna väcker nya frågor och leder till potentiella risker, särskilt om de kommer att fortsätta vara så låga.³ Syftet med den här kommentaren är att undersöka hur låga räntor påverkar tre viktiga typer av svenska finansiella institut: banker, försäkringsbolag och fonder. De låga räntorna kan innebära att dessa institut blir mer sårbara. De kan också förändra sitt beteende på ett sätt som gör dem mer sårbara för chocker. Även den finansiella stabiliteten kan då påverkas.

I den här kommentaren kommer vi först att analysera effekterna på svenska banker, sedan på försäkringsbolag och slutligen på fonder. Banker är den klart största kategorin av finansiella institut i Sverige (se Figur A1). Men försäkringssektorn och fonderna är också av intresse. Ett skäl till det är att de innehåller en stor del av de obligationer som har emitterats av svenska emittenter, inklusive banker och icke-finansiella bolag.

Figur A1. Storleken på svenska finansiella instituts tillgångar
Miljarder kronor



Anm. Inkluderar inte de svenska bankernas utländska verksamheter. Försäkringsbolagen inkluderar också pensionsfonderna exklusive premiepensioner.
Källa: SCB

1. Vi vill tacka våra kollegor på Riksbanken för värdefulla synpunkter och förslag på tidigare utkast.

2. *BIS 85th Annual Report* (2015), Bank for International Settlements.

3. Riksbanken har diskuterat konsekvenserna av låga och negativa räntor i tidigare publikationer. Se exempelvis *Finansiell Stabilitetsrapport 2015:1*, Sveriges riksbank.

De låga räntorna och de svenska bankerna

I det här avsnittet undersöker vi hur de fallande och låga räntorna har påverkat de svenska bankerna och därmed Sveriges finansiella stabilitet. Vi inleder med att förklara hur de fallande och låga räntorna påverkar bankerna. Vårt tillvägagångssätt här är att identifiera genom vilka olika kanaler bankerna exponeras för fallande och låga räntor. Därefter fortsätter vi med att granska befintliga belägg för hur de svenska bankerna faktiskt har hanterat nuvarande period med fallande och låga räntor. Slutligen diskuterar vi vilka konsekvenser som de svenska bankernas nuvarande och framtida åtgärder kan få för den finansiella stabiliteten.

Fallande och låga räntor påverkar bankerna genom lönsamheten

En av de främsta kanalerna för de fallande och låga räntornas påverkan på bankerna är lönsamheten⁴ (se Figur B1).⁵ I det här avsnittet inleder vi med att förklara vilka effekter som fallande och låga räntor får på lönsamheten. Vi identifierar olika faktorer som avgör hur de påverkar lönsamheten. Vi visar också kvantitativt hur viktiga dessa faktorer är för att fastställa de låga och fallande räntornas effekter på lönsamheten. Vi avslutar avsnittet med att diskutera olika åtgärder som bankerna kan vidta för att kompensera för sitt nya lönsamhetsläge samt hur dessa åtgärder kan påverka stabiliteten inom banksektorn.

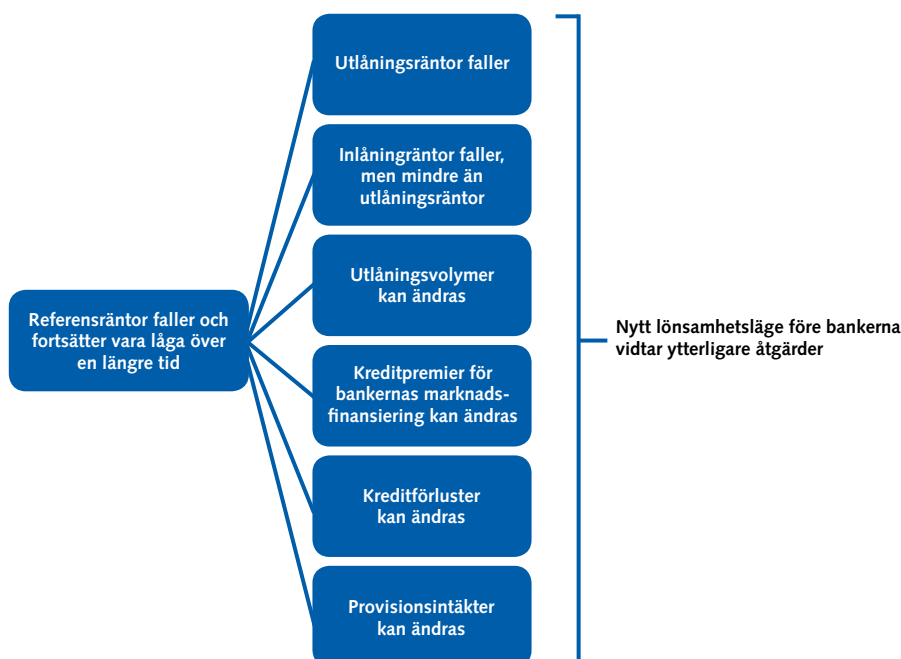
Hur de låga och fallande räntorna påverkar lönsamheten genom inlåning och eget kapital

Låga räntor påverkar både tillgångs- och skuldsidan på bankernas balansräkningar. På tillgångssidan så sjunker vanligtvis utlåningsräntor när marknadsräntor faller. På skuldsidan så faller kostnaden för inlåningsfinansiering också men typiskt sett i mindre utsträckning. Om utlåningsräntorna faller samtidigt som bankernas finansieringskostnad faller mindre så kommer lönsamheten att minska.

4. Enkelt beskrivet visar lönsamheten hur mycket vinst som en bank gör per utlånad enhet eller per enhet kapital som har investerats av aktieägarna. Lönsamheten mäts ofta på två olika sätt: genom räntenettomarginal och genom avkastning på eget kapital. Räntenettomarginalen visar hur mycket en bank tjänar på att låna ut 1 krona efter att ha betalat sina egna skuldfinansieringskostnader. Avkastningen på eget kapital visar hur mycket en bank tjänar per enhet av aktieägarnas satsade kapital.

5. Det finns två anledningar till att vi utöver att titta på vinster i absoluta tal också fokuserar på lönsamhet. För det första maximerar bankerna aktieägarvärdet endast om de får en avkastning på eget kapital som överstiger den avkastningsgrad som krävs, det vill säga den avkastning som aktieägarna skulle få genom alternativa investeringar med samma risknivå som bankverksamhet. För det andra kan en optimal bankrespons på de ökade utlåningsmöjligheterna vara att lönsamheten förbättras i stället för att kvantiteterna ökar. Skälet till detta är att bankerna har begränsade tillväxtmöjligheter eftersom deras förmåga att öka sitt eget kapital utan kostnad är begränsad.

Figur B1. Hur fallande räntor påverkar banker



Anm. I denna figur har vi utgått från att bankerna inte vidtar några kompenserande åtgärder genom att exempelvis höja sina utlåningsmarginaler. Utlåningsräntan kan liknas med den avkastning som en bank kan få på andra tillgångar än utlåning, exempelvis genom räntebärande värdepapper.

Bankerna erbjuder lån till både rörlig och fast ränta. Utlåningsräntorna för lån till rörlig ränta ligger normalt ganska nära referensräntor som 3-månaders Stibor.⁶ Av den anledningen kommer ett fall i räntor i princip omedelbart att medföra lägre rörliga utlåningsräntor.⁷

Utlåningsräntor för lån till fast ränta har emellertid en långsammare genomslagskraft som sker över tid. Under en kort period kommer stocken av lån till fast ränta att hämma de fallande räntornas genomslagskraft på utlåningsräntorna. Men det gäller endast under en begränsad period. Vid en viss tidpunkt förfaller lånen till fast ränta och måste då prissättas på nytt enligt gällande ränta. I ett fallande ränteläge med långvarigt låga räntor leder därför de fallande räntenivåerna i förlängningen till fallande räntor för alla typer av lån.

När det gäller bankens finansieringssida kommer ofta en stor andel av bankens finansiering från hushållsinlåning.⁸ Ett särdrag för hushållsinlåning är att kostnaden för den betalda räntan ofta är relativt låg, inte minst jämfört med olika referensräntor. Samtidigt som den låga kostnaden för hushållsinlåning gör det till en attraktiv finansieringskälla för bankerna kan den låga kostnaden också leda till att det finns begränsade möjligheter för att bankernas finansieringskostnad ska kunna minska i ett fallande ränteläge. Om den initiala inlåningskostnaden är låg finns det begränsat utrymme att minska kostnaden ytterligare, om inte bankerna inför negativa inlåningsräntor.

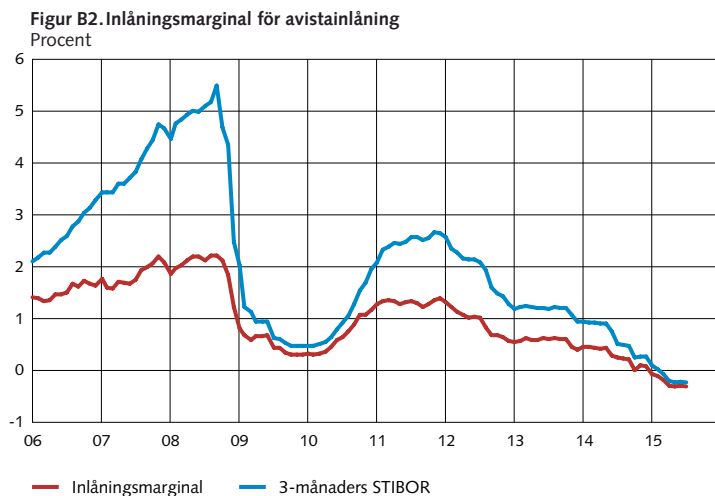
Fallande räntor har alltså inte alltid samma genomslagskraft på inlåningsräntan och varierar beroende på vilken typ av inlåning det handlar om. Lägst ränta betalas normalt för avistainlåning till transaktionskonton, eftersom de ofta inte väljs för sin avkastning i första hand. För den typen av inlåning försvinner ofta genomslagskraften först. Annan inlåning, exempelvis till sparkonton, ger ofta högre ränta än avistainlåningen till transaktionskonton. Om räntorna till att börja med ligger högre ökar det sannolikheten för att inlåningsräntorna inledningsvis kommer att falla på samma sätt som räntorna. Men efterhand som räntorna fortsätter att falla börjar inlåningsräntan att närma sig noll, vilket begränsar de fallande räntornas ytterligare genomslagskraft.

6. I Sverige är utlåningsräntorna till icke-finansiella bolag direkt knutna till 3-månaders Stibor. Utlåningsräntorna till bolån är indirekt knutna till 3-månaders Stibor genom bankernas finansieringskostnader.

7. Bankerna kan se över prissättningen på sina lån och därigenom begränsa räntornas genomslagskraft på utlåningsräntorna. Möjligheten att ändra priserna på lån behandlas längre fram i texten när vi går in på bankernas kompenserande åtgärder.

8. Med hushållsinlåning avser vi inlåning från hushåll samt små och medelstora icke-finansiella bolag.

Det faktum att banker normalt inte låter hela räntefallet slå igenom i inlåningsräntan kan illustreras genom den så kallade inlåningsmarginalen, det vill säga skillnaden mellan referensräntor som 3-månaders Stibor och inlåningsräntorna. Figur B2 visar hur inlåningsmarginalen har utvecklats för Sveriges del. Om genomslagskraften var fullständig skulle det innebära att inlåningsmarginalen var konstant. Men här kan vi konstatera att när räntorna stiger ökar även inlåningsmarginalen och när räntorna sjunker minskar inlåningsmarginalen.



Anm. Inlåningsmarginalen för avistainlåning beräknas som differensen mellan 3-månaders Stibor och kostnaden för avistainlåning.
Källa: SCB

Ett läge där banker inte kan minska kostnaden för sin inlåningsfinansiering i samband med ett räntefall kan mer generellt benämnas som ett "räntegolvsproblem". Ett sådant räntegolvsproblem kan bero på flera olika saker, men ofta handlar det mer om bankernas ovilja än om deras oförmåga att låta negativa räntor slå igenom på deras investerare. Det gäller i synnerhet för hushållsinlåning eftersom negativa inlåningsräntor medför en risk för inlånings- eller kontantuttag. Att i dag behöva förlora hushållsinlåning skulle kunna bli kostsamt för bankerna, eftersom de i så fall skulle behöva locka hushållen till sig igen när räntorna stiger. Trots det låga ränteläget kan dessutom hushållsinlåningen fortfarande utgöra en billigare finansieringskälla än alternativa skuldfinansieringskällor.

Utöver inlåning och marknadsfinansiering behöver bankerna även ha eget kapital. Till skillnad från skuld eller inlåning behöver det inte finnas någon räntekostnad som har en uttalad koppling till det egna kapitalet. Men den avkastning som en bank kan uppnå på eget kapital är ändå direkt avhängig av den aktuella räntenivån. Det beror på att det finansieringsbelopp som bankens egna kapital ger måste investeras i vissa tillgångar. Eftersom avkastningen på de tillgångarna beror på räntorna, är även den avkastning som en bank kan erbjuda sina aktieägare direkt avhängig av räntorna. Fallande räntor kommer därför att leda till minskad lönsamhet för bankerna, även om banken inte har någon inlåningsfinansiering som begränsar räntornas genomslagskraft på bankernas finansieringskostnader.

Sammanfattningsvis påverkas bankernas lönsamhet av låga och fallande räntor främst genom att bankernas utlåningsräntor typiskt sett faller mer än deras finansieringskostnader.

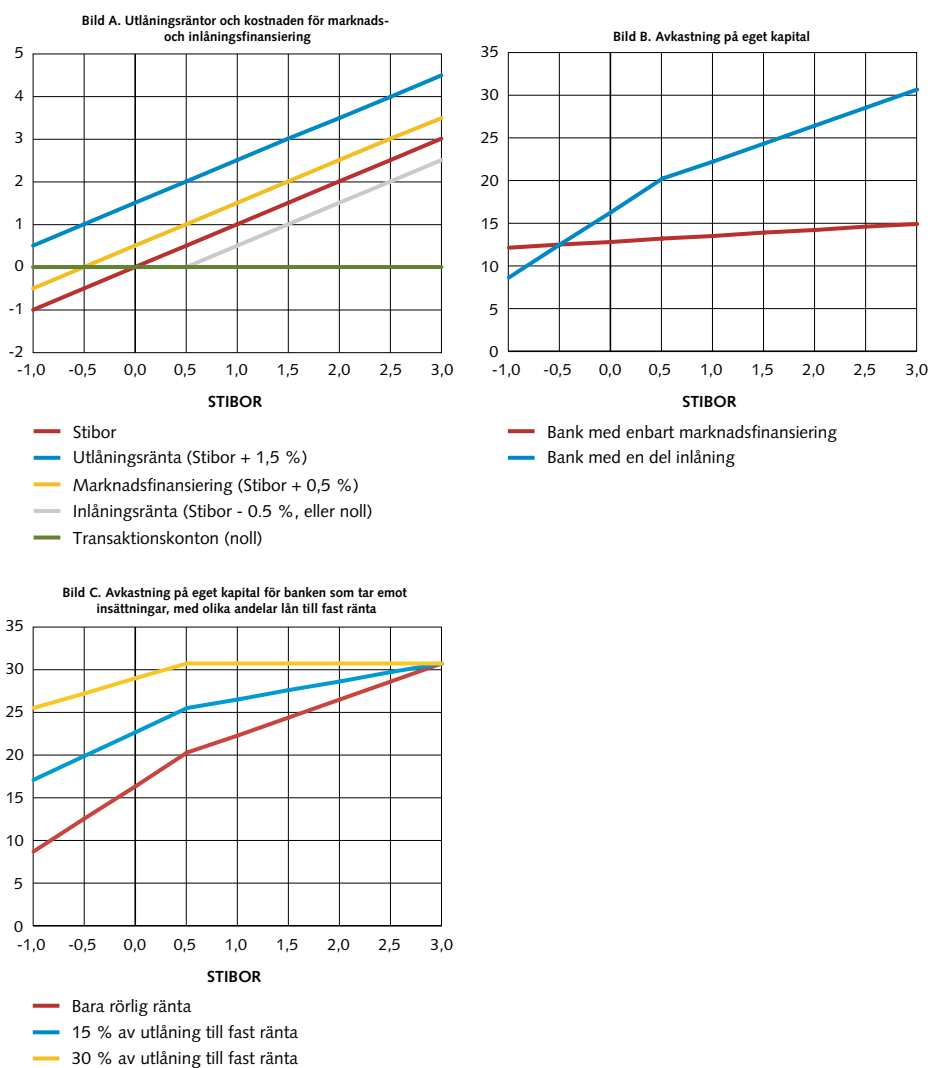
Kvantifiering av de fallande räntornas effekter på lönsamheten till följd av inlåning och eget kapital

Vi ska nu använda oss av en enkel modell för att illustrera och kvantifiera vilken betydelse som inlåning, eget kapital och potentiella räntegolvsproblem har för att fastställa hur de fallande räntorna påverkar bankens lönsamhet. Vi antar att Stibor faller från 3 till -1 procent, det vill säga ett fall som är något större än vad 3-månaders Stibor fak-

tiskt har fallit sedan 2012 (se Figur B2). Vi beräknar lönsamheten, mätt som avkastning på eget kapital⁹, för två hypotetiska banker. Bankerna har samma tillgångssida, men använder sig av olika finansieringskällor. En bank är helt marknadsfinansierad medan den andra banken även har 50 procent inlåning utöver marknadsfinansieringen. Båda bankerna har också 5 procent eget kapital på sin finansieringssida. För att få en bild av vilka effekter det får att räntegolvet ändras undersöker vi två olika typer av inlåning som är av samma omfattning: avistainlåning till sparkonton samt avistainlåning till transaktionskonton.¹⁰

I bild A i Figur B3 kan vi se att utlåningsräntan är densamma för båda bankerna, och sätts som ett fast påslag på STIBOR. Kostnaden för marknadsfinansiering och inlåning till sparkonton är också knuten till Stibor, medan kostnaden för inlåning till transaktionskonton konstant ligger på noll. Vi antar också att inlåningsräntorna inte kan bli negativa, men kostnaden för marknadsfinansiering kan sjunka under noll.

Figur B3. En illustration av hur ränteeffekterna på bankens lönsamhet är beroende av inlåning, eget kapital och räntegolvsproblem
Procent



Anm. Kostnaden för inlåning till sparkonton är Stibor minus en spread på 0,5 procent eller noll, beroende på vad som är störst. Andelen eget kapital är 5 procent och skattesatsen 30 procent. Den icke-ränterelaterade kostnad som utgör en bråkdel av utlåningen antas vara 0,1 procent.

9. Avkastningen på eget kapital definieras som bankens vinst i förhållande till det egna kapitalet.

10. Sammantaget innebär dessa antaganden att den marknadsfinansierade bankens andel av marknadsskuld och eget kapital på den totala skuldsidan uppgår till 95 respektive 5 procent. För banken som tar emot insättningar utgör andelen av marknadsskuld, eget kapital och två olika typer av inlåning 45, 5, 25 respektive 25 procent av bankens totala skuldsida.

Vi börjar med den enbart marknadsfinansierade banken och kan då konstatera att bankens lönsamhet påverkas av ränteändringar (se den röda linjen i bild B). Om man bortser från skatter så skulle ett räntefall på en procentenhet minska bankens avkastning på eget kapital med en procentenhet. Om man i stället antar en skattesats på 30 procent så skulle avkastningen på eget kapital falla till 0,7 procentenheter, givet samma räntefall på en procentenhet. Dessa effekter beror på att det finns eget kapital i bankens finansieringsstruktur. Vi kan även konstatera att banken inte har några räntegolvsproblem ens när räntorna blir negativa.

När vi går vidare med banken som har inlåning i sin finansieringsstruktur kan vi först konstatera att inlåningsbanken normalt sett har en högre lönsamhet än banken som enbart har marknadsfinansiering. Det beror på att kostnaden för inlåning understiger kostnaden för marknadsfinansiering, förutsatt att räntorna inte blir signifikant negativa. Utöver det kan vi konstatera att de fallande räntorna påverkar lönsamheten för inlåningsbanken i högre grad än för banken med enbart marknadsfinansiering (lutningen på den blå linjen är brantare än lutningen på den röda linjen). Detta beror på att inlåningsbanken har två finansieringskällor som inte är känsliga för ränteförändringar, eget kapital och inlåning till transaktionskonton. När utlåningsräntan faller kommer kostnaden för inlåning till transaktionskonton att ligga konstant på noll vilket pressar bankens lönsamhet.

Vi kan även konstatera att inlåningsbanken drabbas av ett räntegolvsproblem när Stibor-räntan understiger 0,5 procent. Det är ett resultat av inlåningen till sparkonton, som prissätts 0,5 procent under Stibor. Denna kostnad är begränsad till som lägst noll procent när Stibor går under 0,5 procent. Observera slutligen att om Stibor faller signifikant under noll kommer marknadsfinansiering att bli billigare än inlåningsfinansiering. När det händer kommer lönsamheten för inlåningsbanken att understiga lönsamheten för den bank som enbart har marknadsfinansiering.

Vi avslutar det här avsnittet med att visa hur de fallande räntornas effekt på lönsamheten även påverkas av bankernas inledande exponering för ränteändringar. Bankerna kan på ett aktivt sätt hantera sin exponering mot fallande räntor. Ett sätt att göra det är att matcha ränteokänslig finansiering med ränteokänsliga tillgångar, till exempel utlåning till fast ränta med inlåning till fast ränta. Som vi har förklarat tidigare kan en sådan matchning inte isolera bankerna från de negativa effekterna av fallande räntor på lång sikt, men i ett kort perspektiv kan den i alla fall fördröja de negativa effekterna.

Bild C i Figur B3 illustrerar vilken effekt fallande räntor får på bankens lönsamhet, beroende på hur stor andel av de totala lånen som utgörs av lån till fast ränta. Banken utan lån med fast ränta (den röda linjen) är vårt basscenario. Denna banks lönsamhet påverkas mest eftersom utlåningsräntorna faller tillsammans med Stibor samtidigt som fallet i inlåningsräntor är begränsat. Lönsamheten för banken med den största andelen lån med fast ränta (den gula linjen) påverkas inte initialt eftersom de genomsnittliga utlåningsräntorna och finansieringskostnaderna faller i samma utsträckning som Stibor. Det är bara nära Stibor närmar sig noll som bankernas lönsamhet påverkas. Det eftersom kostnaden för en ytterligare finansieringskälla, som insättningar i form av sparande, kommer att bli noll och kan inte falla lägre.

Andra faktorer som bidrar till hur fallande och låga priser påverkar lönsamheten

Fallande räntor kan också påverka bankens lönsamhet på andra sätt än genom eget kapital och in- och utlåningsräntor (se Figur B1). I dessa andra kanaler ingår exempelvis ökade utlåningsvolym, ökade intäkter från andra verksamheter än utlåning, lägre kreditförluster samt lägre kreditspreadar för bankens marknadsfinansiering. När räntorna faller och förbli låga under en längre tid, kan efterfrågan på banklån öka, allt annat lika. Detta skulle kunna förbättra bankernas lönsamhet på två sätt. För det första kan bankerna möta ökad efterfrågan med högre utlåningsvolym. Detta förutsätter att banksektorn har tillräckligt med kapital i förhållande till de kapitalkrav som följer av den ökade efterfrågan av lån. I ett sådant fall skulle lönsamheten öka om utlåningen är mer lönsam än den alternativa användningen av bankernas egna kapital. För det andra, kan ökad efterfrågan också leda till högre utlåningsmarginaler om bankerna inte ökar volymen av banklån utan istället väljer att ändra priset på sina

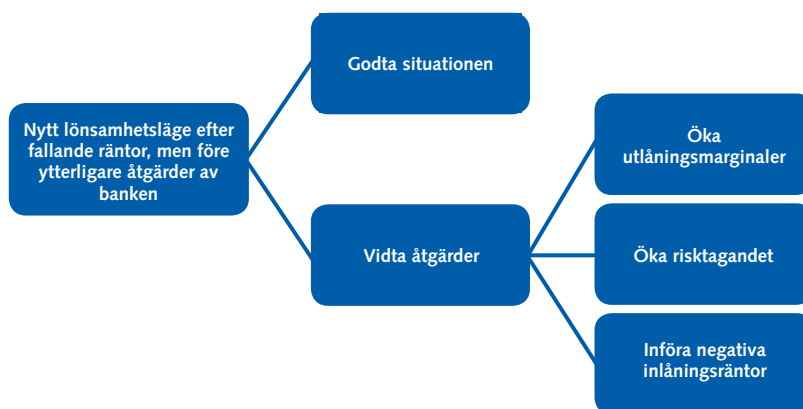
lån (se även nästa avsnitt). Detta skulle kunna bero på att bankerna inte har tillräckligt med eget kapital för att möta hela den ökade efterfrågan på lån.

Bankerna kan också ha annan verksamhet än utlåning, som kan tendera att växa kraftigt när räntorna faller och förblir låga över en längre tid. Ett exempel på en sådan verksamhet är kapitalförvaltning. När räntorna faller, ökar värdet på tillgångarna. Ökningen i förvaltad kapital innebär ökade intäkter till kapitalförvaltarna eftersom dessa avgifter vanligtvis beräknas som en procent av förvaltad kapital. Därutöver kan låga räntor också innebära att bankernas kreditförluster blir lägre än de annars skulle varit, eftersom det är lättare för bankernas kunder att hantera låga räntebetalningar än höga. I den mån låga räntor bidrar till ökade tendenser till jakt på avkastning, kan låga räntor också minska kreditpremierna som bankerna betalar för sin marknadsfinansiering. Detta har en positiv effekt på lönsamheten på grund av att kostnaden för bankens marknadsfinansiering minskar, men också på grund av att räntebärande värdepapper i bankernas likviditets- och tradingportföljer värderas högre.

Åtgärder som bankerna kan vidta för att hantera lönsamhet och potentiella risker inom banksektorn

Banker kan vidta olika åtgärder för att minska effekterna som låga och fallande räntor kan ha på deras lönsamhet (se Figur B4).

Figur B4. Åtgärder som bankerna kan vidta om deras lönsamhet minskar till följd av fallande räntor



Ett sätt för bankerna att motverka de negativa effekterna av fallande räntor är att öka sina utlåningsmarginaler.¹¹ För att öka utlåningsmarginalen behöver bankerna öka skillnaden mellan deras rörliga utlåningsräntor och Stibor. Eftersom utlåningsmarginalen skulle öka när Stibor minskar, så minskar Stibors genomslagskraft på utlåningsräntorna.

Att införa negativa inlåningsräntor för hushållskunderna skulle kunna vara ett annat sätt för bankerna att hantera det lönsamhetsstryck som uppstår till följd av fallande räntor. Negativa inlåningsräntor innebär att risken för kontantuttag eller inlåningsutflöden ökar. Bankerna kan hantera ökade kontantuttag genom att begära mer likvida medel i förhållande till sina befintliga tillgångar i centralbanken eller mot lämpliga säkerheter. Bankerna kan också hantera inlåningsutflöden via interbankmarknaden, som normalt används för att hantera likviditetschocker mellan bankerna. Men det finns fortfarande en risk för störningar i systemet, särskilt om kontantuttag och inlåningsutflöden blir omfattande, om de koncentreras till ett fåtal banker och om de sker fort.

Låga räntor kan även leda till att bankerna tar större risker än de annars skulle ha gjort, särskilt om de inte kan klara sina lönsamhetsmål annars. Ett ökat risktagande kan anta olika former. Bankerna kan till exempel släppa på sina utlåningsregler och

11. Huruvida banker kan öka sin utlåningsmarginal när räntor faller beror på ett antal faktorer så som hur effekten av låga räntor varierar mellan banker, hur efterfrågan på banklån förändras när räntor faller, hur mycket överskottskapital enligt regelverk som banksektorn har, hur bankernas kunder reagerar på ökade marginaler och så vidare.

börja låna ut till nya, mer riskfyllda kunder. Utöver kreditriskerna kan bankerna också komma att öka likviditets-, ränte- eller valutariskerna.

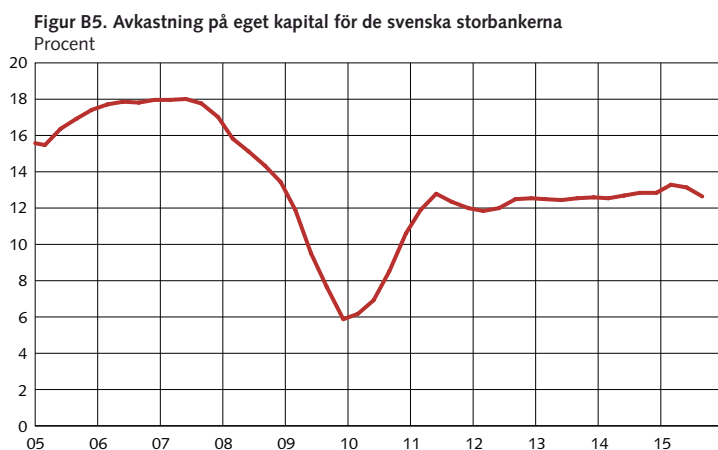
Låga räntor kan även leda till ökade risker inom banksektorn, även om bankerna inte vidtar några aktiva åtgärder för att bibehålla lönsamheten. Det kan bland annat hända om det låga ränteläget bidrar till att stimulera efterfrågan på en viss typ av banklån mer än andra. Om till exempel bolånen ökar mer än företagsutlåningen leder det till ökade koncentrationsrisker för bankerna.

Slutligen ska vi också påpeka att de ökade riskerna ska bedömas i förhållande till bankens förmåga att absorbera dessa risker. Principiellt sett kan bankerna hantera de ökade riskerna genom att vidta kompenserande åtgärder, som att öka bankernas kapital- och likviditetsbuffertar. Om bankernas aktiva eller passiva åtgärder leder till att riskerna faktiskt ökar inom banksektorn behöver det därför utvärderas om de säkerhetsmekanismer och regler som finns i dag i är tillräckliga för att hantera dessa risker.

Hur har de svenska bankerna hanterat det fallande ränteläget?

I den här delen av artikeln analyserar vi vad effekterna blir på svenska bankers lönsamhet, mätt som avkastning på eget kapital, och vinster i absoluta tal när räntorna faller.

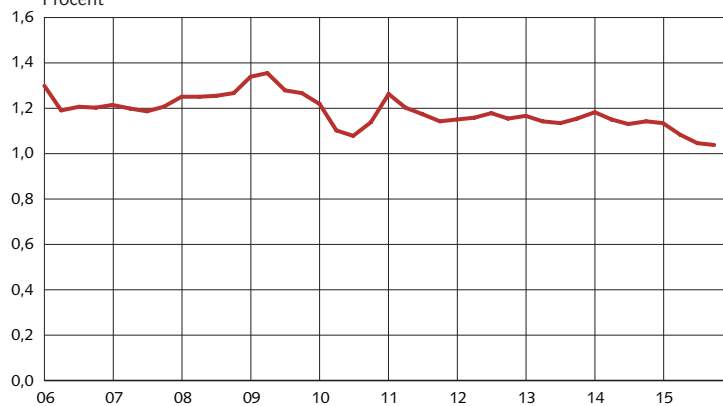
De svenska storbankernas lönsamhet har varit relativt oförändrad sedan början av 2012 (se Figur B5) trots låga och fallande räntor. Det tyder på att de negativa effekterna av fallande räntor på bankers lönsamhet, från eget kapital och inlåning, måste ha kompenserats av andra faktorer eller av åtgärder som bankerna har vidtagit. Nedan går vi igenom hur olika faktorer har påverkat avkastningen på eget kapital.



Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken

Räntan som banker får på sin utlåning har fallit mer än vad de betalar för sin finansiering. Uttryckt annorlunda så har därmed lönsamheten per utlånad enhet minskat något under de senaste åren. Det avspeglas i den så kallade räntenettomarginalen (se Figur B6). Men tappet i räntenettomarginal är ganska begränsat. Det finns flera orsaker till varför räntenettomarginalen har kunnat stå emot de låga och fallande räntorna.

Figur B6. Räntenettomarginaler för de svenska storbankerna
Procent

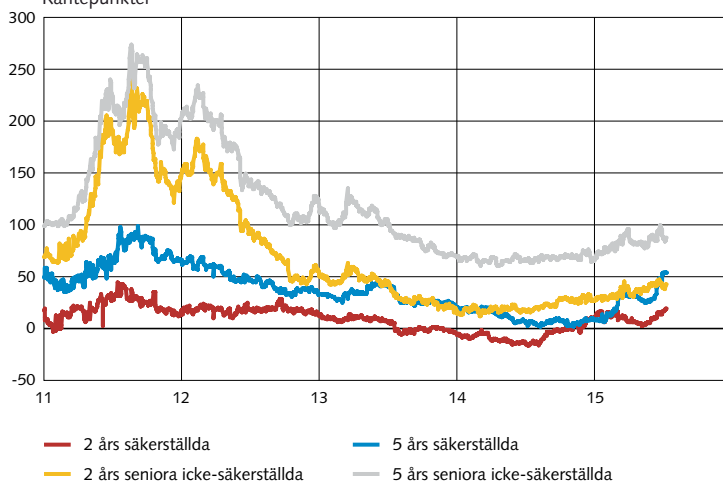


Anm. Räntenettomarginalen utgörs av räntenettet i förhållande till genomsnittliga räntebärande tillgångar. Räntebärande tillgångar omfattar utlåning till allmänheten och kreditinstitut samt räntebärande värdepapper. Tillgodohavanden hos centralbanken har också inkluderats.

Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken

En viktig faktor är att kostnaden för bankers marknadsfinansiering har uppvisat en starkt nedåtgående trend sedan 2012 (se Figur B7). Kostnaden för icke-säkerställda bankobligationer har fallit särskilt markant med cirka 100 räntepunkter i två- respektive femårssegmentet. Den initiala ökningen och det efterföljande fallet i kostnaden för marknadsfinansiering har huvudsakligen drivits av globala faktorer som den europeiska skuldskrisen. Oavsett så har de minskade kostnaderna för marknadsfinansiering hjälpt till att kompensera en del av den lönsamhetspress som svenska banker haft till följd av fallande inlåningsmarginaler sedan 2012 (se Figur B2). Vi kan också konstatera att finansieringsspreadarna har börjat öka på sistone vilket kan öka pressen på bankernas lönsamhet ytterligare.

Figur B7. Kostnaden för marknadsfinansiering som spread över Stibor
Räntepunkter

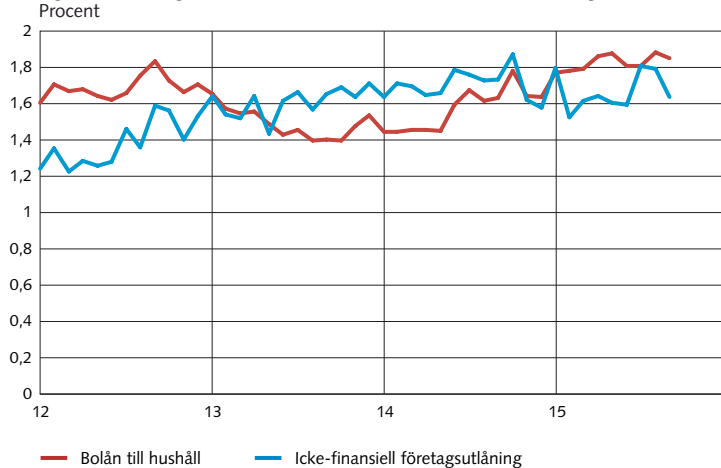


Anm. De angivna kostnaderna är indikativa.

Källor: Reuters och Riksbanken

En annan faktor är att stark efterfrågan på banklån också har hjälpt till att bibehålla lönsamheten, det eftersom bankerna har kunnat ändra priset på de nya lånen i förhållande till 3-månaders Stibor (se Figur B8 samt Figur B13). Sedan 2012 har bolåneräntorna gått upp cirka 25 räntepunkter, medan utlåningsräntorna till icke-finansiella bolag har ökat med cirka 40 räntepunkter i förhållande till 3-månaders Stibor.

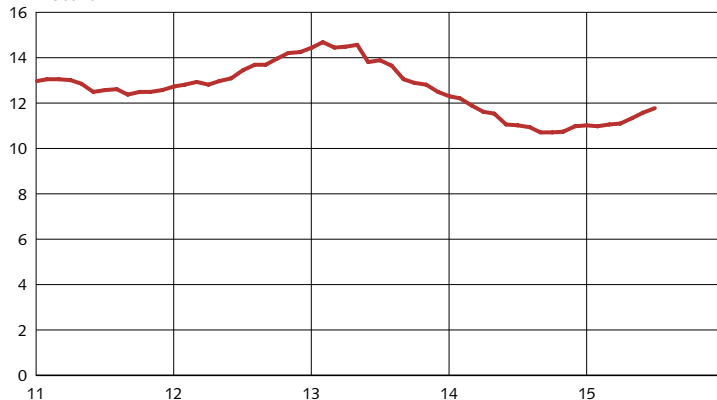
Figur B8. Utlåningsräntor i förhållande till 3-månaders Stibor i Sverige



Anm. Utlåningsräntorna avser nya lån med en räntebindningstid på tre månader eller mindre.
Källa: SCB

Bankernas initiala positionering mot fallande räntor erbjuder ytterligare en förklaring till varför lönsamheten i bankernas utlåningsverksamhet har varit relativt stabil trots fallande räntor. Som vi har förklarat tidigare kan de göra det genom att matcha räntekänslig finansiering, så som marknadsfinansiering med fast ränta, insättningar till transaktionskonton och eget kapital, med utlåning till fast ränta. Andelen lån med en fast räntebindningstid på två eller fler år uppgick till cirka 12 procent under 2012 och ökade något under perioden 2012–2013. Den här stocken av lån till fast ränta kan ha bidragit till att fördröja och utjämna de fallande räntornas negativa effekt på bankernas lönsamhet.

Figur B9. Andelen lån med fast räntebindningstid på minst två år i Sverige



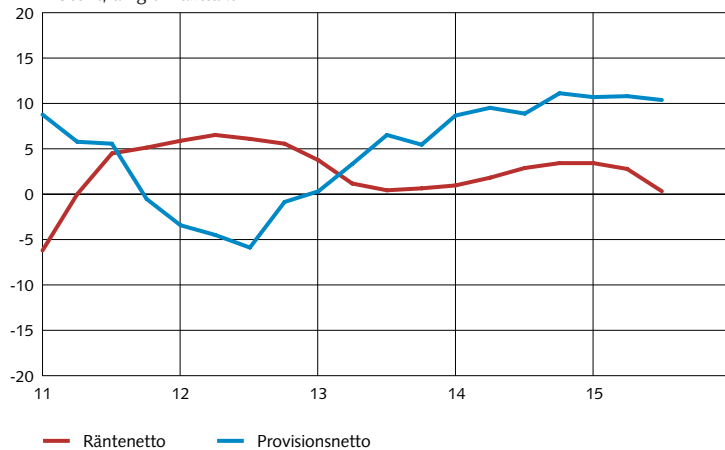
Anm. Utgångspunkt här är den faktiska och inte den ursprungliga löptiden.
Källa: SCB

Sammanfattningsvis så har ett antal motverkande effekter resulterat i endast en mindre justering nedåt av räntenettomarginalen trots låga och fallande räntor. Men svenska banker tjänar lite mindre per utlånad enhet än vad som var fallet för några år sedan. Samtidigt har avkastningen på eget kapital varit ganska stabil vilket antyder att det måste finnas andra faktorer som har hjälpt bankerna att bibehålla sin övergripande lönsamhet.

Nettointäkterna från annan verksamhet än utlåning har också bidragit till att kompensera för en del av det lönsamhetstryck som uppstått till följd av de låga räntorna. Det är i första hand avgifts- och provisionsintäkterna netto som har ökat alltmer sedan 2013 (se Figur B10). Den stigande ökningen av bankernas avgifts- och provisionsintäkter netto kan förklaras med bankernas kapitalförvaltningsverksamhet och investmentbanktjänster. De ökade tillgångsvärderingarna, som till viss del beror på de fallande och låga räntorna, har direkt gynnat de svenska storbankerna eftersom de

äger stora kapitalförvaltningsbolag i Sverige.¹² Nettoinflödena från hushåll till värdepappersfonder har också ökat signifikant, vilket leder till en ytterligare uppgång för de kapitalförvaltningsbolag som bankerna äger (se kapitlet om svenska fonder). Låga räntor och högre tillgångsvärderingar har också haft en positiv effekt på marknaden för svenska företagsobligationer, vilket medför höjda avgiftsintäkter från de svenska storbankerna som har en betydande emissions- och rådgivningsverksamhet.¹³

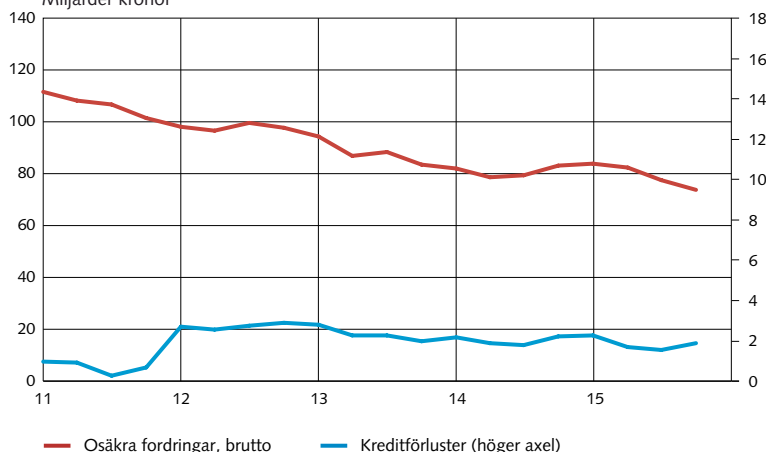
Figur B10. Räntenetto och avgifts- och provisionsintäkter netto för de svenska storbankerna
Procent, årlig tillväxttakt



Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken

Låga räntor har också hjälpt att bibehålla hög kvalitet på de svenska storbankernas tillgångar. De svenska bankernas portfölj av osäkra lån har minskat sedan 2012. Samtidigt har kreditförlusterna oförändrat legat kvar på låga nivåer eftersom utlåningen till allmänheten har ökat i Sverige (se Figur B11 och B13). Den minskade portföljen av osäkra lån kan inte direkt förklaras med det fallande ränteläget i Sverige, eftersom en stor andel av de osäkra lånen och kreditförlusterna i själva verket kommer från bankernas utlåning i andra nordiska länder liksom i Baltikum. Men de fallande och låga räntorna kommer ändå sannolikt att ha en starkt positiv effekt på kreditförlusterna, eftersom räntorna har gått ned inte bara i Sverige, utan även i övriga Norden samt i Baltikum.

Figur B11. Osäkra lån och kvartalsvisa kreditförluster för de svenska storbankerna
Miljarder kronor



Anm. Osäkra lån redovisas på bruttobasis.

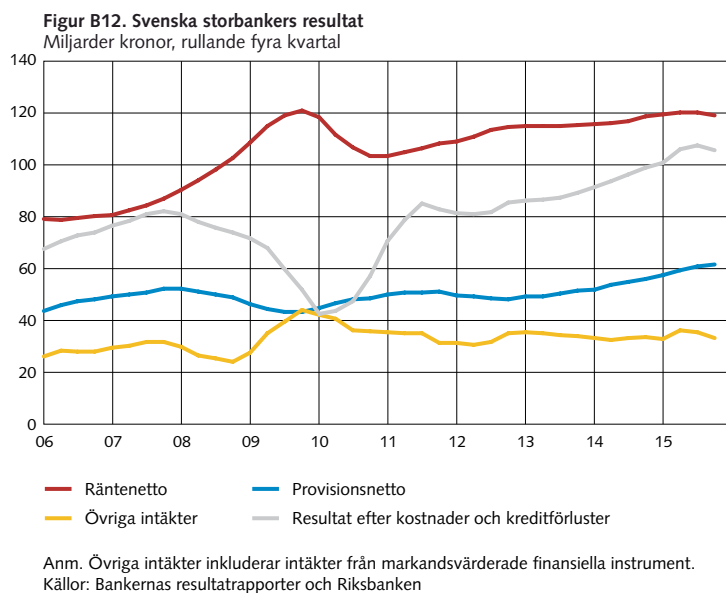
Källor: Bankernas årsredovisningar och Riksbanken

12. Se Reimo Juks (2015), *Strukturumvandling i det svenska finansiella systemet, Riksbanksstudier*.

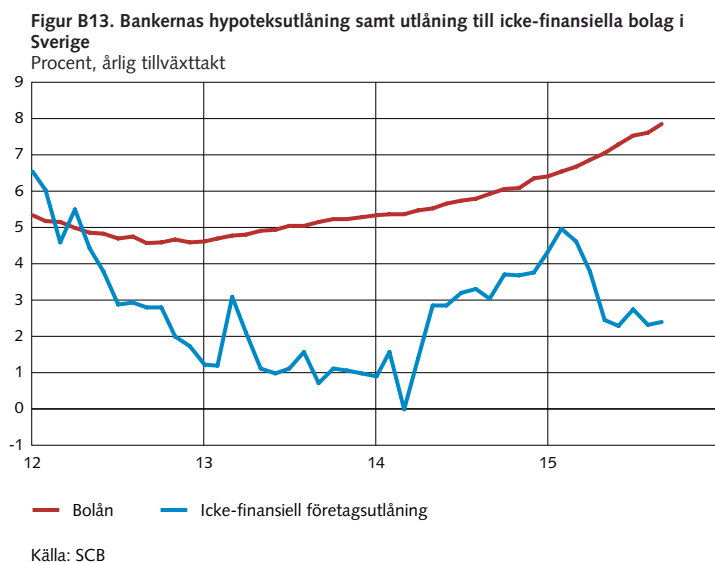
13. För mer information om de svenska bankernas verksamhet på marknaden för företagsobligationer, se Fredrik Bonthron (2014), *Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer, Ekonomiska kommentarer nr 7, 2014*.

Sammanfattningsvis har bankers lönsamhet, mätt som avkastning på eget kapital, varit relativt stabil trots låga och fallande räntor. Även om låga och fallande räntor har påverkat bankernas inlåningsmarginal negativt så har andra faktorer bidragit positivt. Kanske främst av allt så har kostnaden för marknadsfinansiering sjunkit och avgiftsintäkter ökat vilket kompenserat för lönsamhetstrycket från pressen på inlåningsmarginalen.

Även om lönsamheten har varit stabil så har vinsterna i absoluta tal för de svenska storbankerna ökat stadigt sedan 2012 (se Figur B12). Ökningar i vinst har åstadkommit genom högre räntenetto, alltså bankernas utlåningsverksamhet, men också via högre avgiftsintäkter vilket avspeglar intäkter från bankens övriga verksamhet. Ökade vinster har dessutom gynnats av stabila kostnader och låga kreditförluster.



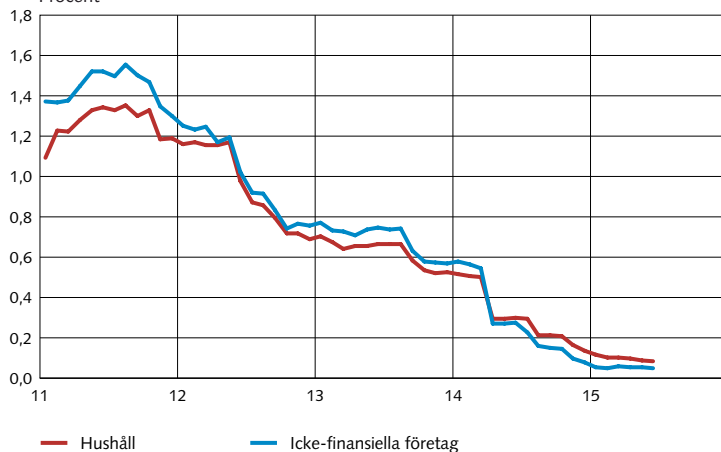
Räntenettet har ökat eftersom efterfrågan på banklån i Sverige har varit hög och utlåningsvolymerna har ökat. (se Figur B13). Detta är särskilt sant för bostadsutlåning som har visat en ökande tillväxttakt sedan 2013. Utlåningstillväxt till icke-finansiella företag har varit positiv men lägre än tillväxten för bostadsutlåning.



Bankerna har inte infört negativa inlåningsräntor för hushåll, men koncentrationsriskerna i banksektorn har ökat

Låga räntor kan sätta press på bankers lönsamhet vilket kan få dem att vidta kompenserande åtgärder som kan få konsekvenser för finansiell stabilitet. En sådan åtgärd kan vara att införa negativa räntor för hushållskunder. Men tillgängliga uppgifter visar att de svenska bankerna inte har infört negativa inlåningsräntor för hushållskunderna (se Figur B14). Som vi har förklarat tidigare kan ett skäl till det vara att bankerna har funnit andra sätt att bibehålla lönsamheten. Ett annat skäl är att om de införde negativa inlåningsräntorna så skulle det medföra en ökad risk för att hushållskunderna tar ut sin inlåning. Risken för inlåningsuttag är särskilt hög om vissa men inte alla banker beslutar att införa negativa inlåningsräntor.

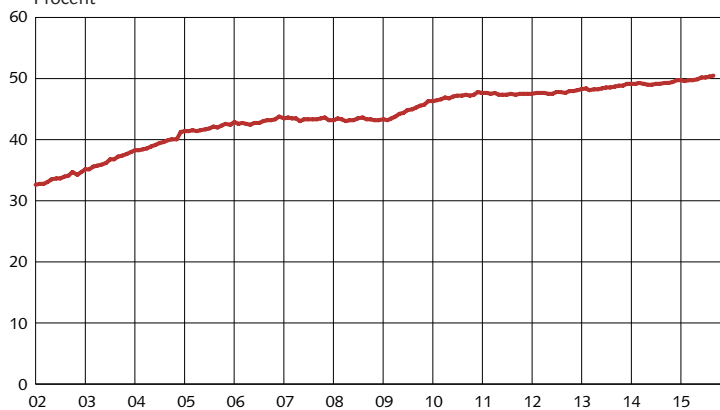
Figur B14. Inlåningsräntor för hushåll och icke-finansiella bolag
Procent



Anm. Inlåningsränta för nyinlåning
Källa: SCB

Ökat risktagande är ännu en åtgärd som banker skulle kunna vidta när deras lönsamhet sätts under press. Regulatoriska mått indikerar dock inte att de svenska storbankerna som grupp har tagit aktiva steg för att öka sina risker i relation sina kapital- och likviditetssituationer. Det kan dock observeras att låga räntor har ökat riskerna för den svenska banksektorn genom ytterligare exponering mot bostadsmarknaden via bolånekrediter. En kraftig ökning i tillväxttakten av bostadslån betyder högre koncentrationsrisker för de svenska bankerna då de redan har stora exponeringar mot den sektorn (se Figur B15).

Figur B15. Hypoteksutlåning i förhållande till total utlåning till allmänheten i Sverige
Procent



Anm. Den totala utlåningen till allmänheten omfattar bankernas utlåning till hushållen samt till de icke-finansiella bolagen.
Källa: SCB

Konsekvenser för den finansiella stabiliteten framöver

Om de låga och eventuellt negativa räntorna fortsätter under en längre period kommer det sannolikt att medföra en nedåtpress på de svenska bankernas lönsamhet. Efterhand som räntebärande tillgångar förfaller kommer lönsamhetstrycket på de svenska bankerna att öka. Lönsamhetstrycket kan också öka eftersom vissa av de faktorer som hittills har bidragit till de svenska bankernas lönsamhet, som sjunkande kreditspreadar och stigande avgiftsintäkter, kan få en omvänd utveckling. Det finns därför två generella framtidsscenario. Ett scenario är att de svenska bankernas lönsamhet faller till en nivå som avspeglar de lägre räntorna. Det alternativa scenariot är att bankerna kan komma att vidta ytterligare åtgärder för att kompensera för de låga räntornas negativa effekter på deras lönsamhet.

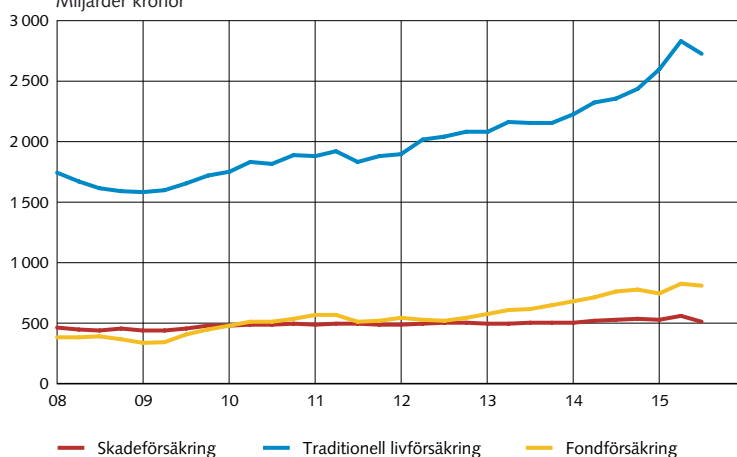
Sett till den finansiella stabiliteten är det framför allt det andra scenariot som är av intresse. Hur bankerna väljer att bibehålla sin lönsamhet kommer att få avgörande konsekvenser på den finansiella stabiliteten. Bankerna kan till exempel försöka att öka sina marginaler ytterligare, men möjligheten att öka marginalerna kan vara begränsad. Anledningen till det är att försöket att öka marginalerna kan intensifiera konkurrensen inom banksektorn samt göra det mer attraktivt för vissa kunder att genomföra sina banktjänster utanför banksektorn.

Ett annat tänkbart alternativ är att bankerna ökar sitt risktagande för att stärka sin lönsamhet framöver. Därför är det viktigt att noggrant följa den framtida utvecklingen inom banksektorn samt att säkerställa att befintliga regler och åtgärder gör det möjligt att på ett snabbt och lämpligt sätt identifiera och kvantifiera framväxande risker.

Den låga räntan och svenska försäkringsbolag

Låga räntor kan också innebära svårigheter för försäkringsbolagen. Traditionella livförsäkringsbolag ger finansiella garantier för framtida utbetalningar till försäkringstagarna. På grund av att de traditionella livförsäkringsbolagen har dessa långsiktiga åtaganden påverkas de mest bland försäkringsbolagen av låga räntor.¹⁴ IMF har uttryckt oro för hur väl svenska livförsäkringsbolag kan hantera en lång period med låga räntor.¹⁵ Förutom att de är mest påverkade av dem finns en annan särskild risk med låga räntor för traditionella livförsäkringsbolag, nämligen att de också har en majoritet av de svenska försäkringsbolagens totala tillgångar – ungefär 70 procent (se Figur C1). I det här avsnittet ska vi därför titta närmare på hur låga räntor påverkar dessa bolag. Med livförsäkringsbolag avser vi i fortsättningen traditionella livförsäkringsbolag.

Figur C1. Storleken på olika typer av svenska försäkringsbolag
Miljarder kronor



Källa: SCB

14. Vid fondförsäkringar bestämmer försäkringstagaren vilka fonder som premierna ska investeras i. Till skillnad från traditionell livförsäkring, så brukar inte försäkringsbolagen ge någon finansiell garanti vid fondförsäkringar för storleken på utbetalningarna. För en mer utförlig beskrivning av olika typer av försäkring, se Finansinspektionen 2015, *Tillsynen av försäkringsföretagen*.

15. Se IMF *Global Financial Stability Report 2015:1*, Internationella valutafonden.

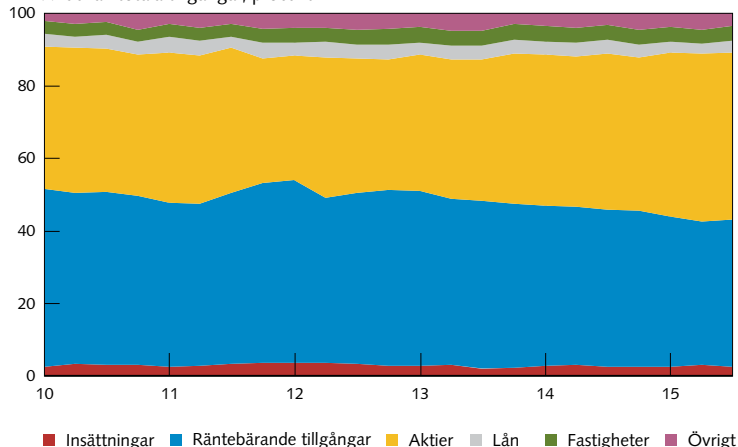
Livförsäkringsbolagen påverkas av låga räntor på grund av att de har utlovat garanterade avkastningar

Livförsäkringsbolagen erbjuder försäkringstagarna garantier, det vill säga ett löfte om framtida utbetalning.¹⁶ De garanterar med andra ord att ett visst belopp ska betalas ut till försäkringstagaren, antingen på ett bestämt datum eller under resten av försäkringstagarens liv. För att få den här garantin måste försäkringstagaren betala premier eller avgifter. Livförsäkringsbolagen investerar sedan premierna i olika finansiella tillgångar och blir på så sätt exponerade för finansiella risker.

En av de typerna av tillgångar som livförsäkringsbolagen huvudsakligen investerar i är räntebärande tillgångar, i första hand statsobligationer och säkerställda obligationer (se Figur C2). Lägre ränta leder därmed till lägre avkastning på bolagens tillgångar. Hur mycket lägre beror på hur stor del av tillgångarna som är räntebärande tillgångar och vilken avkastning bolagen får från andra tillgångar som aktier och fastigheter.

Figur C2. Svenska livförsäkringsbolagens innehav av tillgångar

Andel av totala tillgångar, procent



Anm. Räntebärande tillgångar innefattar både obligationer och certifikat. I aktier ingår också fonder, dock inte de som tillhör fondförsäkring. Fastigheter avser byggnader och mark samt aktier i helägda fastighetsbolag. Övrigt avser repor, derivat och upplupna ränteintäkter.

Källa: SCB

Om livförsäkringsbolagen enbart har obligationer som förfaller samtidigt som de garanterade utbetalningarna till försäkringstagarna ska göras, så skulle inte bolagen påverkas av förändringar i räntorna. Livförsäkringsbolagen i Sverige och många andra länder innehar dock obligationer som förfaller innan de måste göra utbetalningar till försäkringstagarna. Om räntorna fortfarande är låga när obligationerna förfaller, behöver livförsäkringsbolagen göra återinvesteringar till en lägre avkastning. Det gör att det framtida värdet på deras tillgångar minskar. Följden kan bli att livförsäkringsbolagens tillgångar inte räcker för att finansiera framtida åtaganden gentemot försäkringstagare.

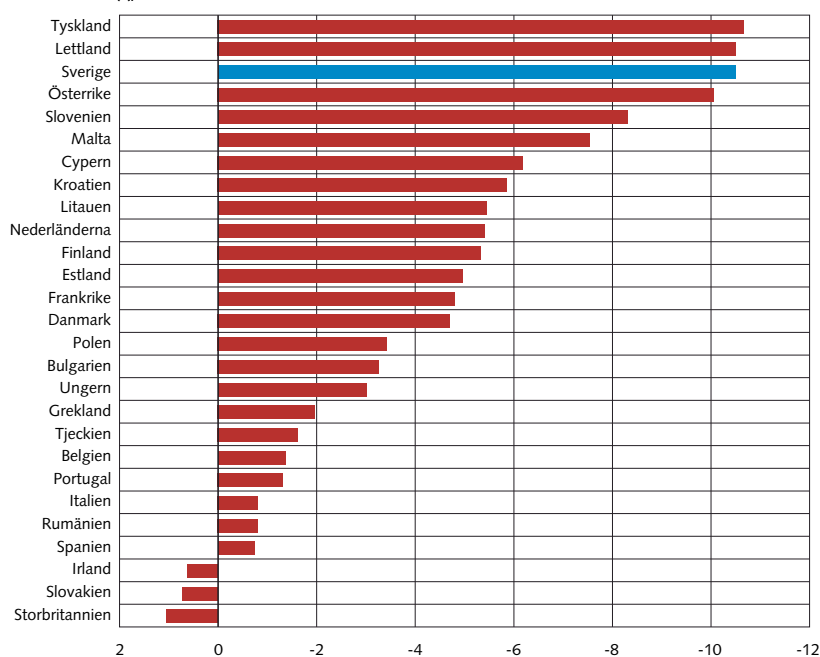
Problemen med låga räntor skulle minskas om livförsäkringsbolagen kunde anpassa sina utställda garantier till räntenivån. I dag kan bolagen anpassa villkoren för nya kontrakt till ändrade omständigheter, men inte kontrakt som man redan tecknat. Därför kan de inte justera ner tidigare ingångna åtaganden om avkastningen på tillgångarna skulle visa sig vara lägre än väntat.

Svenska livförsäkringsbolag, och deras tyska och österrikiska motsvarigheter, har störst skillnad mellan löptiden på sina tillgångar och skulder, det vill säga löptidsobalans, av alla försäkringsbolag i EU (se Figur C3).¹⁷ Svenska försäkringsbolag är därför exponerade för en längre period med låga räntor än många av deras motsvarigheter i EU.

16. Livförsäkringsbolag betalar ut ersättning när en försäkrad person är oförmögen att arbeta, avlider eller uppnår pensionsålder.

17. Eiopa (European Insurance and Occupational Pensions Authority) är den europeiska tillsynsmyndigheten för försäkringsbolag.

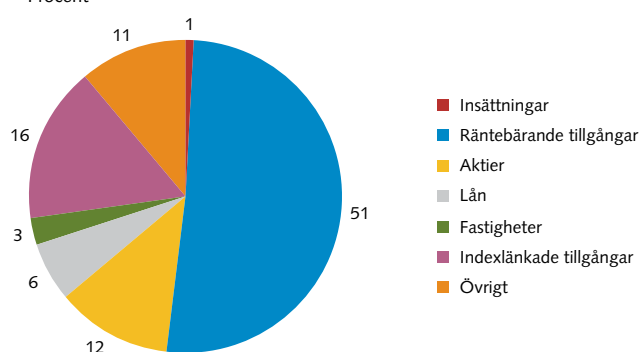
Figur C3. Skillnad i löptid mellan tillgångar och skulder för livförsäkringsbolag i EU
År



Anm. Bygger på Eiopas stresstest 2014 för försäkringsbolag i EU. I diagrammet avses durationen på tillgångarna och skulderna. Försäkringsbolagens innehav av aktier och fastigheter är inte inkluderat.
Källa: IMF Global Financial Stability Report 2015:2, Internationella valutafonden

En möjlig förklaring till den förhållandevis stora löptidsobalansen hos svenska livförsäkringsbolag är att de har en stark finansiell ställning. Därför kan de ta större risker såsom de som upp kommer på grund av deras löptidsobalans och genom att investera i mer riskfyllda tillgångar. Den förklaringen tycks också stämma om man tittar på vilken typ av tillgångar de svenska livförsäkringsbolagens innehå. Nästan 50 procent av dem består av aktier (se Figur C2), medan EU-bolagen endast har drygt 10 procent i aktier (se Figur C4), det vill säga svenska livförsäkringsbolag investerar mer i riskfyllda tillgångar. Men för att kunna bestämma den finansiella styrkan hos ett bolag måste man sätta dess tillgångar i relation till dess skulder, som i det här fallet består främst av åtaganden till försäkringstagare. Ett av de mest använda måtten för finansiell styrka hos ett försäkringsbolag är solvenskvoten.

Figur C4. Livförsäkringsbolag i EU innehav av tillgångar
Procent



Anm. Bygger på Eiopas stresstest 2014 för försäkringsbolag i EU. Den har dock justerats något genom att aktier här även inkluderar investeringsfonder och andra ingår också återförsäkringar och deltagandeandelar.
Källor: Eiopa och Sveriges riksbank

Solvenskvoten faller när räntorna är låga

Solvenskvoten är ett mått på försäkringsbolagens finansiella styrka. Hög solvens visar att bolaget med stor sannolikhet kan uppfylla sina åtaganden gentemot sina försäkringstagare, medan låg solvens är ett tecken på motsatsen.

Solvenskvoten räknas ut genom att dividera försäkringsbolagets kapitalbas med solvensmarginalen.¹⁸ Kapitalbasen är skillnaden i värde mellan bolagets tillgångar och skulder, där skulderna i huvudsak är nuvärdet av de garanterade åtagandena i de försäkringsavtal som bolaget har ingått.¹⁹ Solvensmarginalen beräknas utifrån bolagets storlek och vilken typ av försäkring som bolaget tillhandahåller. Solvenskvoten för ett bolag måste vara större än 1, vilket innebär att kapitalbasen måste vara större än bolagets solvensmarginal.

Svenska försäkringsbolags tillgångar och skulder värderas till aktuellt marknadsvärde. Det innebär att räntorna påverkar både tillgångar och skulder. Räntorna påverkar skuldsidan eftersom en diskonteringsränta används för att beräkna nuvärdet i bolagets framtida åtaganden.²⁰ Diskonteringsräntan kan betraktas som den riskfria avkastning som krävs för att livförsäkringsbolag ska kunna uppfylla sina åtaganden. Om diskonteringsräntan sjunker behöver bolagen mer tillgångar i dag för att med säkerhet kunna uppfylla åtagandena i framtiden.

Diskonteringsräntan brukar baseras på en marknadsränta för någon typ av finansiell tillgång eller instrument med låg risk, till exempel avkastningen på statsobligationer eller räntan för ränteswapar. Allt annat lika ökar därför värdet på skulderna när marknadsräntan sjunker eftersom diskonteringsräntan sjunker med den.

Den låga räntan är därför oroväckande för livförsäkringsbolagen eftersom den innebär att deras solvens kommer att försämrast. De kan dock minska de här effekterna genom att investera i obligationer som följer diskonteringsräntan.²¹ När räntan går ner går värdet på dessa obligationer upp, och bolagens tillgångar ökar i värde. När diskonteringsräntan faller och skulderna ökar kommer då således även värdet på bolagens tillgångar att öka. Det är anledningen till att svenska livförsäkringsbolag investerar i obligationer, särskilt sådana som har emitterats av svenska emittenter. Men eftersom löptiden på bolagens obligationer fortfarande är kortare än löptiden på deras skulder kommer solvensen ändå att försämrast när diskonteringsräntan sjunker. I nästa avsnitt ger vi ett exempel som visar just detta.

Ett exempel på hur låga räntor påverkar solvenskvoten

Med ett förenklat exempel med ett hypotetiskt livförsäkringsbolag som har tillgångar på 140 miljarder SEK och skulder på 100 miljarder SEK kan vi visa konsekvenserna av ett fall i diskonteringsräntan (se Figur C5, Utgångsläge).²² Kapitalbasen i det här fallet är 40 miljarder SEK och solvensmarginalen 4 miljarder SEK, vilket innebär att bolagets solvenskvot är $40/4 = 10$ (se Tabell C1, Utgångsläge).²³

18. I januari 2016 träder det nya EU-regelverket för försäkringsbolag Solvens 2 i kraft, vilket bland annat kommer att innebära en stor förändring av solvenskravet. Här utgår vi dock från nuvarande regelverk. Den del av de svenska försäkringsbolagens verksamhet som är kopplad till tjänstepension kan undantas från Solvens 2 under 4 år. Då en majoritet av livbolagens tillgångar är kopplade till tjänstepension, så är det relevant att utgå ifrån det nuvarande regelverket. Diskonteringsräntan kommer dock i stort sett att vara densamma i Solvens 2 som den som diskuteras här.

19. Svenska livförsäkringsbolags kapitalbas utgörs till stor del av överskottsmedel. Dessa medel består av ackumulerade vinster utöver den garanterade avkastning som försäkringstagare har utlovats.

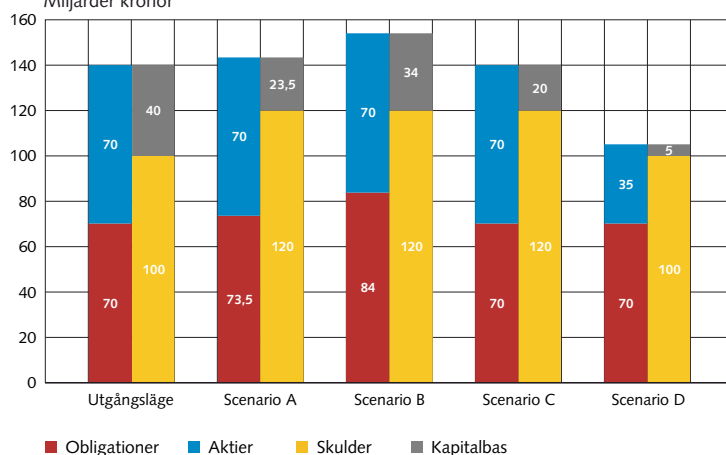
20. Skulderna består främst av så kallade försäkringstekniska avsättningar. Dessa avsättningar bör vara likvärdiga med det belopp som bolaget måste ha för att kunna garantera att det kan uppfylla alla åtaganden som kan uppstå till följd av bolagets befintliga försäkringsavtal.

21. En annan möjlig strategi är att använda räntederivat för att hantera dessa risker.

22. För att se den faktiska påverkan på de svenska livförsäkringsbolagen av dessa scenarier skulle det krävas detaljerad information om deras balansräkning, till exempel deras användning av derivat och andra strategier för riskhantering.

23. Solvensmarginalen antas här vara 4 procent av skulderna (de försäkringstekniska avsättningarna), vilket är i linje med nuvarande reglering för svenska livförsäkringsbolag.

Figur C5. Olika scenariers påverkan på ett hypotetiskt livförsäkringsbolag
Miljarder kronor



Anm. Alla scenarierna baseras på utgångsläget. Obligationer och aktier utgör bolagens tillgångar. Skulderna har en antagen duration på 20 år. I scenario A och B sker en minskning med 1 procentenhet både på räntan på obligationerna och diskonteringsräntan. I scenario A antas att duration på obligationerna är 5 år, medan B är det 20 år. I scenario C sker det endast en ökning av diskonteringsräntan med 1 procentenhet. Scenario D är en nedgång i aktiekurser med 50 procent.
Källa: Egna beräkningar

Tabell C1. Kapitalbas, solvensmarginal och solvenskvot för de olika scenarierna i Figur C5

	UTGÅNGSLÄGE	SCENARIO A	SCENARIO B	SCENARIO C	SCENARIO D
Kapitalbas (miljarder kronor)	40	23,5	34	20	5
Solvensmarginal (miljarder kronor)	4	4,8	4,8	4,8	4
Solvenskvot	10,0	4,9	7,1	4,2	1,3

Anm. Solvensmarginalen antas vara 4 procent av skulderna. Solvenskvoten är kapitalbasen dividerad med solvensmarginalen.

Om räntan på obligationerna och diskonteringsräntan sjunker med 1 procentenhet ökar både skulderna och obligationernas värde på tillgångssidan (scenario A i Figur C5). Om durationen²⁴ på skulderna är 20 år och durationen på obligationerna på tillgångssidan är 5 år faller solvenskvoten från 10 till 4,9 (scenario A i Tabell C1).²⁵ Det här fallet skulle ha varit mindre om livförsäkringsbolaget hade haft en mindre löptidsobalans. Om obligationernas duration till exempel är 20 år istället för 5 år så skulle solvenskvoten endast sjunka till 7,1 (se scenario B i Figur C5 och Tabell C1). Uttryckt annorlunda blir de svenska livförsäkringsbolagen mer känsliga för ändringar av räntan till följd av deras löptidsobalans.

Solvenskvoten för svenska livförsäkringsbolag och förändringar av diskonteringsräntan

Den genomsnittliga solvenskvoten för de stora svenska livförsäkringsbolagen ligger för närvarande över den lagstadgade miniminivån på 1 (se Figur C6).²⁶ Men det finns stora skillnader mellan bolagen (se Tabell C2).²⁷

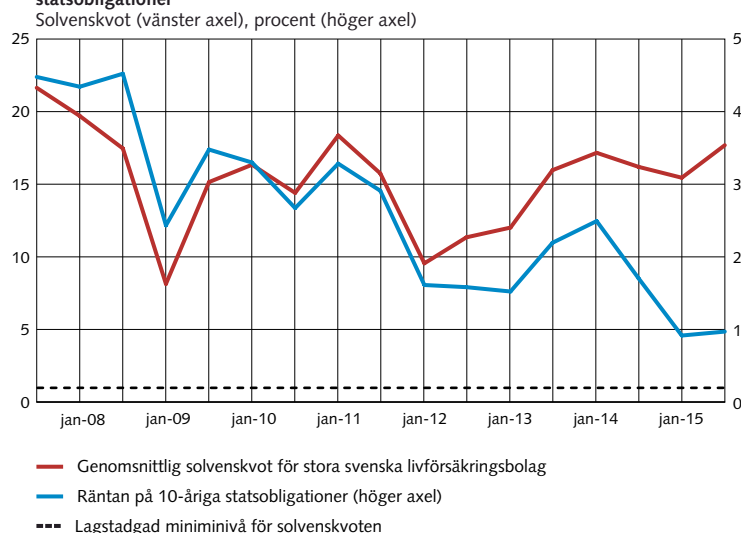
24. Duration är ett mått som mäter hur känsliga skulder och tillgångar är för ränteförändringar. En längre löptid innebär att durationen blir högre.

25. I Eiopas stresstest för försäkringsbolag i EU, rapporterades det att den genomsnittliga durationen för svenska livbolag är cirka 18 år för skulderna och cirka 6 år för tillgångarna.

26. Solvenskvoten i Figur C5 gäller svenska ömsesidiga livförsäkringsbolag. Här fokuserar vi på ömsesidiga livförsäkringsbolag eftersom de, sett till tillgångar, är den absolut största gruppen försäkringsbolag som Finansinspektionen rapporterar solvenskvoten för.

27. Av företagen i Tabell C2 så är endast SPP vinstutdelande, medan de andra är ömsesidiga försäkringsbolag. För en förklaring för skillnaden mellan vinstutdelande och ömsesidiga försäkringsbolag, se Sveriges riksbank (2015), *Den svenska finansmarknaden 2015*.

Figur C6. Solvenskvoten för stora svenska livförsäkringsbolag och räntan på statsobligationer



Anm. Solvenskvoten avser de bolag som Finansinspektionen klassificerar som ömsesidiga livförsäkringsbolag. Solvenskvoten rapporteras halvårsvis för sista dagen under perioden.
Källor: Finansinspektionen och Sveriges riksbank

Tabell C2. Solvenskvot och sammansättningen av tillgångar för svenska livförsäkringsbolag med övervägande traditionell livförsäkring vid slutet av 2014

BOLAG	SOLVENSKVOT	TILLGÅNGAR				
		TOTALT (MILJARDER KRONOR)	PROCENT AV TOTALA TILLGÅNGAR			
			RÄNTEBÄRANDE TILLGÅNGAR	AKTIER	FASTIGHETER	ÖVRIGT
Alecta	14,1	679	54	43	4	-1
AMF Pension	24,7	445	45	46	9	0
Folksam Liv	11,9	159	58	39	2	0
KPA	15,8	131	52	44	3	1
Länsförsäkringar Liv	4,2	121	85	15	0	0
SEB Trygg Liv Gamla	25,0	170	35	54	13	-3
Skandia Livförsäkring	13,2	356	49	45	2	4
SPP Liv	1,7	100	89	11	0	0
Totalt		2161				

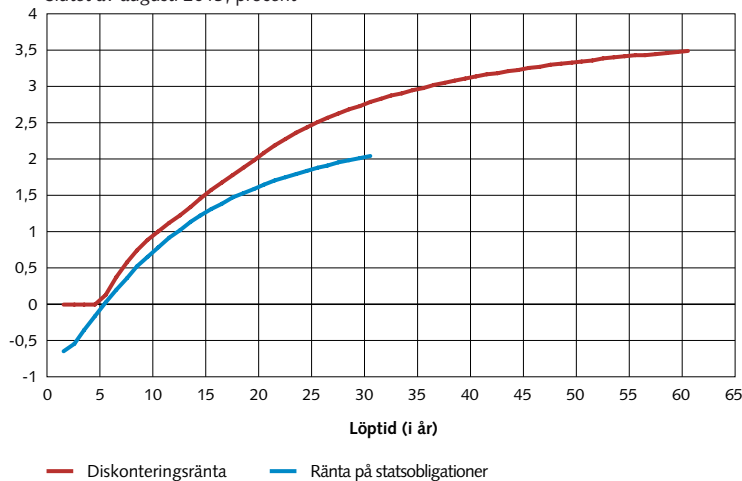
Källa: Svensk Försäkring

Solvenskvoten var förhållandevis hög hos svenska livförsäkringsbolag vid utgången av 2014 jämfört med åren innan, trots att räntan på statsobligationer var låg (se Figur C6). Före 2014 fanns det ett starkare samband mellan solvenskvoten och räntan på statsobligationer. Att sambandet minskat sedan 2014 beror till viss del på de senaste årens starka börsutveckling, eftersom en stor andel av bolagens tillgångar utgörs av aktier.

Det minskade sambandet kan dessutom till viss del bero på att Finansinspektionen ändrade diskonteringsräntan i början av 2014. Den nya diskonteringsräntan baseras på räntan för ränteswapar med löptider på upp till 10 år. För löptider som är längre än 10 år antas att den ettåriga räntan om 20 år alltid är 4,2 procent.²⁸ Med den här metoden blir diskonteringsräntan mindre volatil, särskilt för längre löptider. Men det här nya sättet att beräkna diskonteringsräntan tillsammans med den nuvarande låga räntan innebär att skillnaden mellan diskonteringsräntan och räntan på svenska statsobligationer är större nu, särskilt för längre löptider (se Figur C7). Skillnaden ökar dessutom när räntorna faller (se Figur C8). I slutet av mars 2015 skilde det till exempel 1 procentenhet mellan räntan på statsobligationer och diskonteringsräntan. Jämfört med den gamla metoden för att beräkna diskonteringsräntan där man använde genomsnittet av räntan på statsobligationer och ränteswapar har den nuvarande diskonteringsräntan varit upp till 0,7 procentenheter lägre under 2015.

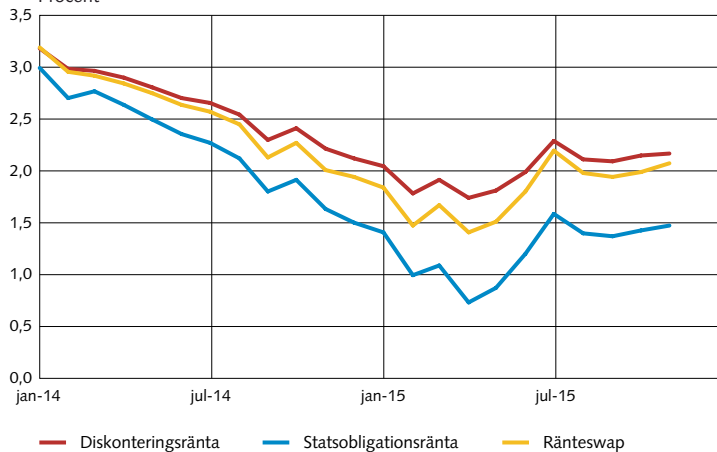
28. Denna nya diskonteringsränta liknar den diskonteringsränta som kommer att tillämpas i Solvens 2, de nya reglerna för försäkringsbolag i EU som gäller från och med 2016.

Figur C7. Diskonteringsränta för svenska livförsäkringsbolag och räntan på svenska statsobligationer med olika löptider
Slutet av augusti 2015, procent



Källor: Finansinspektionen och Sveriges riksbank

Figur 8. Olika räntor i Sverige med 20 års löptid
Procent



Källor: Finansinspektionen och Bloomberg

Om diskonteringsräntan var 1 procentenhet lägre i vårt förenklade exempel i Figur C5 och Tabell 1 skulle solvenskvoten minska från 10 till 4,2 (scenari A). Observera att den förändringen sker oberoende av vilka tillgångar bolaget har. Solvenskvoten skulle med andra ord förändras likadant även om bolaget inte hade någon löptidsobalans. Trots att det här exemplet inte direkt kan tillämpas på svenska livförsäkringsbolag visar det att diskonteringsräntans utformning kan få stor inverkan på solvenskvoten och därmed påverka bedömningen av bolagens finansiella styrka. Om man överskattar livförsäkringsbolagens finansiella styrka kan det betyda att man samtidigt underskattar risken för att de inte ska kunna fullgöra sina garanterade åtaganden gentemot försäkringstagarna. Det är alltså viktigt för konsumentskyddet för försäkringstagarna att diskonteringsräntan är korrekt utformad.

En lägre räntenivå gör livförsäkringsbolagen mer känsliga för ett börsfall

Som vi har diskuterat ovan sjunker livförsäkringsbolagens skulder och deras solvenskvot när räntorna är låga, allt annat lika. En lägre solvenskvot gör dem mer sårbara för om deras tillgångar skulle minska i värde. Svenska livförsäkringsbolag är särskilt sårbara för sjunkande aktiepriser, eftersom nästan hälften av deras tillgångar utgörs av aktier (se Figur C2). Dessutom är värderingen av svenska aktier på historiskt höga

nivåer.²⁹ Om aktiemarknaden föll kraftigt skulle vissa bolag därför ha svårigheter att uppfylla den lagstadgade solvenskvoten.

Vårt förenklade exempel i tidigare avsnitt illustrerar hur livförsäkringsbolagen skulle påverkas om priserna på aktier föll kraftigt (scenario D i Figur C5 och Tabell C1). Om aktiepriserna sjunker med 50 procent skulle solvenskvoten falla från 10 till knappt 1.

Men de svenska bolagens olika sammansättning av tillgångar skiljer sig åt. Det betyder att de är exponerade för börsen i olika grad (se Tabell C2). AMF och SEB Trygg Liv Gamla har den största andelen aktier bland livförsäkringsbolagen, medan Länsförsäkringar och SPP har den minsta börsexponeringen. Samma bolag som har högst respektive lägst solvenskvoten i Tabell C2 har alltså också den största respektive minsta börsexponeringen.

Dessutom uppfyller svenska livförsäkringsbolag kraven i trafikljussystemet³⁰. Det indikerar att de kan klara ett 40-procentigt aktieprisfall utan några allvarliga problem. Det ska alltså till ännu större aktieprisfall innan bolagen får allvarliga solvensproblem. Ett så stort prisfall är dock inte osannolikt – exempelvis så föll Stockholmsbörsen med cirka 70 procent i samband med den så kallade it-bubblan i början av 2000-talet.

Begränsade konsekvenser för det finansiella systemet om ett livförsäkringsbolag hamnar i svårigheter

Det finns alltså en risk att ett kraftigt aktieprisfall kan leda till solvensproblem för de svenska livförsäkringsbolagen. Om solvenskvoten hos ett försäkringsbolag faller under den lagstadgade nivån kommer Finansinspektionen att ingripa.³¹ Om solvensproblemen är allvarliga kan Finansinspektionen som en sista utväg upphäva bolagets tillstånd att bedriva försäkringsrörelse, vilket i praktiken innebär att bolaget måste gå i konkurs. Om bolaget går i konkurs bör skulderna i form av försäkringsavtalen och tillgångarna om möjligt överföras till en annan försäkringsgivare. På så sätt säkerställer man att livförsäkringen finns kvar och att försäkringstagarna får alla eller delar av sina utlovade utbetalningar.

Ett annat alternativ är att inte låta livförsäkringsbolaget teckna avtal med nya försäkringstagare utan istället avveckla bolaget, en så kallad "run-off". Syftet med det är att garantera att de befintliga försäkringstagarna får sina utlovade utbetalningar. Hur framgångsrikt det blir beror på om bolagets tillgångar räcker för att betala försäkringstagarnas fordringar. Det vet man i allmänhet inte förrän många år senare. För att öka möjligheten att lyckas skulle bolaget då enbart investera i mindre riskfyllda tillgångar, som statsobligationer.

Om ett svenskt livförsäkringsbolag skulle få allvarliga problem skulle processen med största sannolikhet hanteras på ett sätt utan några större konsekvenser för det finansiella systemet. Det beror till viss del på att livförsäkringstagarna brukar vara inlåsta. Med andra ord, försäkringstagarna kan inte ta ut sina pengar på samma sätt som de kan ta ut pengar från banken. Men under vissa omständigheter kan det vara svårt att hantera ett livförsäkringsbolag i konkurs. Detta kan hända när värdet på bolagets tillgångar och skulder är osäkert, till exempel om diskonteringsräntan anses vara för hög. Det är därför viktigt att ha en korrekt diskonteringsränta när man hanterar livförsäkringsbolag som har solvensproblem.

De svenska livförsäkringsbolagen kan förstärka ett aktieprisfall

Vid ett aktieprisfall kan livförsäkringsbolagens solvenskvot sjunka ner mot den nivå på 1 som reglerna kräver. För att minska risken för att solvenskvoten minskar ytterligare skulle de kunna sälja sina mer riskfyllda tillgångar, till exempel aktier, för att istället köpa räntebärande tillgångar, till exempel statsobligationer och säkerställda obligatio-

29. Se Giordani m.fl. (2015), Tillgångsvärdering och finansiell stabilitet, *Ekonomisk kommentarer nr 15 2015*, Sveriges riksbank.

30. Det nuvarande svenska regelverket fångar inte upp risken i försäkringsbolagens tillgångar och skulder fullt ut. Därför har Finansinspektionen infört trafikljussystemet. Trafikljussystemet testar hur väl svenska försäkringsbolag kan hantera ett antal negativa händelser, däribland ett börsfall på 40 procent och en minskning med 100 räntepunkter av den swapränta som används när diskonteringsräntan beräknas. Trafikljussystemet är inte bindande på samma sätt som solvenskravet. Om ett försäkringsbolag inte uppfyller trafikljussystemet inleder Finansinspektionen en diskussion med bolaget om hur den finansiella situationen kan förbättras.

31. Bland annat kan bolaget uppmanas att upprätta en plan för att återställa kapitalnivåerna (kapitalbasen) upp till en solvenskvot på mer än 1. För att återställa kapitalnivåerna kan man till exempel göra kapitaltillskott från ägarna eller försäkringstagarna (beroende på bolagets struktur).

ner. Då de svenska livförsäkringsbolagen är stora investerare på den svenska aktie- marknaden, så skulle detta kunna få aktiepriserna att falla ytterligare. Därmed skulle solvenskvoterna försämrans ännu mer, vilket i sin tur skulle kunna förstärka aktieprisfal- let ytterligare. Det skulle kunna utlösa en negativ spiral med fallande aktiepriser och solvenskvoter.

Om priserna föll kraftigt på börsen kan det i sin tur leda till minskat risktagande bland andra aktörer på de finansiella marknaderna. Det skulle också kunna tvinga andra finansiella institut att omfördela sina innehav av finansiella tillgångar, bland annat för att uppfylla lagstadgade krav. Den negativa spiralen skulle därmed utvidgas till andra finansiella marknader och leda till fallande priser och minskad likviditet på marknader- na, till exempel för tillgångar som är viktiga för bankernas finansiering. Risken för en sådan negativ spiral är större när räntorna är låga eftersom solvenskvoterna normalt sett är lägre.

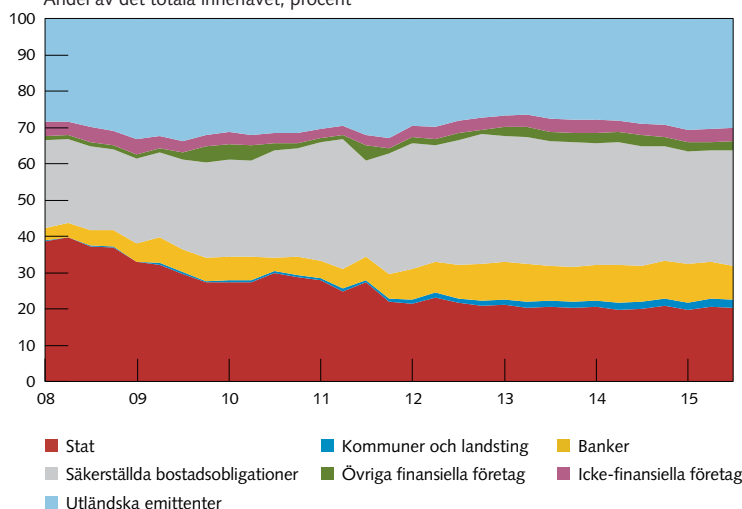
Låga räntor kan leda till ökat risktagande bland livförsäkringsbolagen

Sammanfattningsvis – från ett finansiellt stabilitetsperspektiv – är den huvudsakliga effekten för svenska livförsäkringsbolag av det nuvarande låga ränteläget att de blir mer sårbara för ett fall i aktiepriser. Det beror på att solvenskvoterna blir lägre vid låga räntor, allt annat lika. Det är därför oroväckande om livförsäkringsbolagen skulle överdriva sitt risktagande i jakt på avkastning för att försöka få den avkastningsnivå som de utlovade sina försäkringstagare när räntorna var högre.

Det finns inga tydliga tecken på att livförsäkringsbolagens risktagande har ökat i deras sammanlagda innehav av olika finansiella tillgångar (Figur C2) respektive räntebä- rande tillgångar (Figur C9). Att andelen aktier i relation till räntebärande värdepapper ökat något under de senaste åren i Figur C2 bedöms i huvudsak bero på värdeökning- ar av deras aktieinnehav snarare än på ökat risktagande. Men det kan inte uteslutas att några av dessa bolag har ökat sitt risktagande genom att investera i mer riskfyllda tillgångar. Som vi har diskuterat tidigare kan dessutom en alltför hög diskonterings- ränta ge en falsk bild av ett bolags finansiella ställning och överskatta dess solvens- kvot. I Tabell C2 kan vi dessutom se att bolag med hög solvenskvot investerar mer i riskfyllda tillgångar, som till exempel aktier. En för hög diskonteringsränta kan alltså skapa incitament till alltför högt risktagande. Om svenska livförsäkringsbolag ökar sitt risktagande skulle de kunna bli mer känsliga för fallande tillgångspriser. Och blir de mer sårbara så ökar risken att de hamnar i en negativ spiral och därigenom förstärker fallet i tillgångspriser. Av den anledningen är det viktigt att bevaka svenska livförsäk- ringsbolag för att kunna upptäcka tecken på alltför högt risktagande.

Figur C9. Svenska livförsäkringsbolags innehav av räntebärande tillgångar, uppdelat på emittent

Andel av det totala innehavet, procent

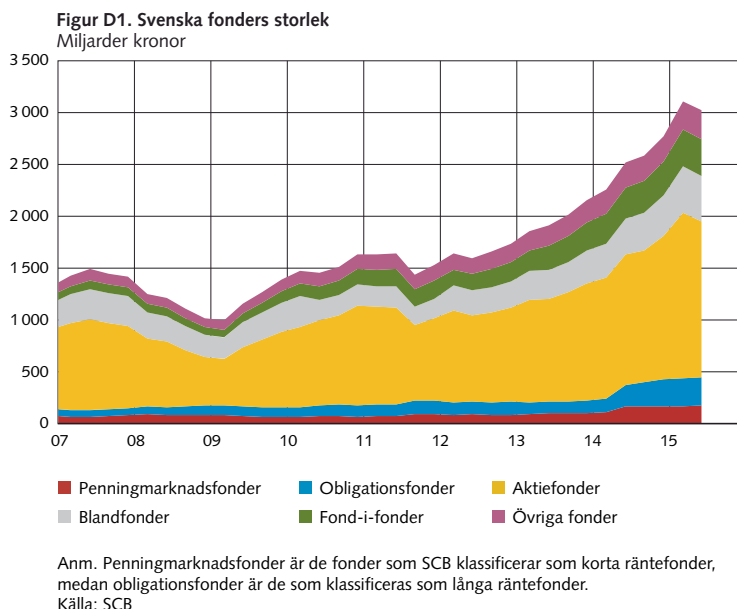


Anm. Räntebärande tillgångar innefattar både obligationer och certifikat. Emittenterna är svenska förutom i kategorin Utländska emittenter.

Källa: SCB

Den låga räntan och de svenska fonderna

Fonder – exempelvis aktiefonder, obligationsfonder och penningmarknadsfonder – har, liksom bankerna och livförsäkringsbolagen påverkats av de låga räntorna. De låga räntorna har framför allt resulterat i ett stort inflöde till fonderna och att de blivit större.³² I absoluta tal är de svenska fonderna tre gånger större i dag än vad de var 2009 (se Figur D1). De har även ökat i förhållande till de svenska bankerna, vilket är ett tecken på att deras betydelse för det svenska finansiella systemet har ökat (se Figur A1).



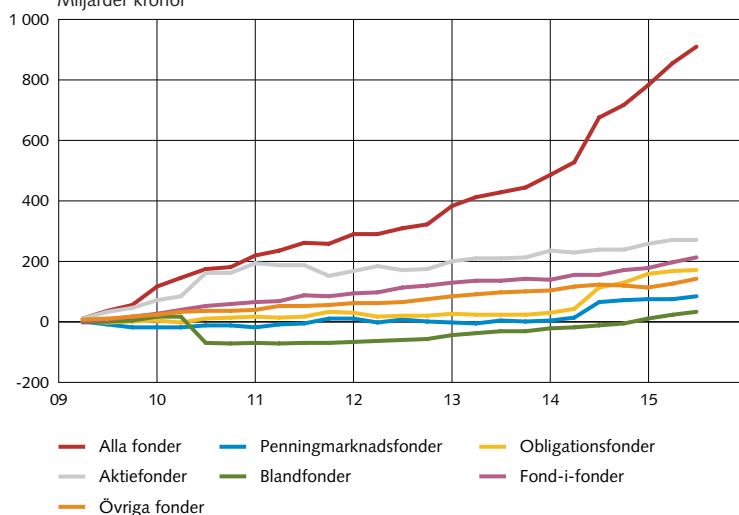
Fondernas tillväxt avspeglar några av de mer generella trender som har påverkat de finansiella marknaderna under senare år, bland annat den låga inflationen och som följd historiskt låga räntor. Vid ett lågt ränteläge försöker hushåll och företag ofta att öka avkastningen på sina besparingar genom att investera i mer riskfyllda tillgångar, däribland fonder. Det finns vissa indikationer på att ett sådant beteende förekommer i Sverige. Svenska investerare, framför allt hushållen, har i viss utsträckning rört sig mot högriskfonder, i synnerhet aktiefonder. Räntefonder, det vill säga penningmarknadsfonder och obligationsfonder, har också ökat i storlek sedan 2009. De investerare i exempelvis räntebärande tillgångar som har emitterats av svenska banker och icke-finansiella företag. Knappt hälften av ökningen sedan 2009 i de svenska fondernas storlek beror på inflöden (se Figur D2).³³ Den resterande delen av ökningen kan förklaras av att värdet på fondernas tillgångar ökat. Dessutom är inflödet till fonderna till viss del en följd av pensionssystemet, främst premiepensioner.³⁴

32. När de svenska räntorna blev negativa kunde det följaktligen noteras ett utflöde från penningmarknadsfonderna. Utflödet från dessa fonder vände emellertid under sommaren 2015. För mer information, se *Finansiell stabilitet 2015:1*, Sveriges riksbank.

33. Sedan 2009 har storleken på fonderna vuxit från ca 1 000 miljarder kronor till 3 000 miljarder kronor i Figur D1. Sedan 2009 har de ackumulerade flödena till fonderna varit något mindre än 1 000 miljarder kronor i Figur D2.

34. För en fördjupad diskussion, se exempelvis Christian Nilsson, Jonas Söderberg och Anders Vredin (2014), *Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet*, *Ekonomisk kommentarer nr 3*, 2014, Sveriges riksbank.

Figur D2. Ackumulerade nettoflöden till svenska fonder sedan 2009
Miljarder kronor



Anm. Under 2014 blev några utlandsregistrerade räntefonder svenskregistrerade, totalt flyttades omkring 130 miljarder. Två blandfonder stängdes under 2010 och innehaven flyttades till en aktiefond och en räntefond. Se också anmärkning till Figur D1.
Källa: SCB

När fonderna ökar i storlek så här är det viktigt att förstå vilka konsekvenser det får för det finansiella systemet. Eftersom fonderna är en betydelsefull aktör på de svenska finansiella marknaderna, exempelvis eftersom de äger svenska säkerställda obligationer och företagsobligationer, kan de påverka den finansiella stabiliteten. I resten av det här kapitlet kommer vi därför att fokusera på vilka dessa konsekvenser blir.

Konsekvenser för det finansiella systemet när fonderna växer

Fonder kan ha en allmänt positiv effekt på det finansiella systemet. Exempelvis investerar penningmarknadsfonder och obligationsfonder i räntebärande tillgångar som har emitterats av icke-finansiella bolag och kan på så sätt erbjuda dem en alternativ finansieringskälla till banklån. Fonder utökar dessutom antalet tillgångar som hushållen kan investera i, vilka därmed kan få en mer diversifierad portfölj av tillgångar.

Men bland andra IMF och BIS är oroade över att de stora inflödena till fonder har lett till att det finansiella systemet blivit mer sårbart.³⁵ Denna sårbarhet beror på att fondsparare när som helst kan lösa in sälja sina fondandelar i de flesta fonderna och fonderna behöver vid ett utflöde sälja en motsvarande mängd av sina tillgångar. Ett omfattande fondutflöde under kort tid skulle sannolikt kunna utlösa ett prisfall för de tillgångar som fonderna behöver sälja. Vid ett sådant prisfall skulle värdet på de investeringar som fonderna har kvar minska och fondspararna skulle förlora en del av sina investeringar. Stigande volatilitet och fallande tillgångspriser på de finansiella marknaderna kan också få konsekvenser för andra marknadsaktörer.

Ett sådant utflöde kan också få negativa effekter för banker och icke-finansiella företag som är beroende av finansiering från de här marknaderna. Banker och icke-finansiella företag lånar från fonder genom att emittera räntebärande tillgångar, och vid utflöden kan fonderna inte låna ut lika mycket. För låntagarna kan det innebära högre refinansieringskostnader och att de till och med kan få problem att låna. Ett stort utflöde skulle därmed kunna ha negativa konsekvenser för det finansiella systemet.

Konsekvenserna för den finansiella stabiliteten varierar mellan olika typer av fonder

Det finns få uppenbara skillnader mellan att investera direkt i aktier eller via en aktiefond. I allmänhet betraktas aktier som likvida tillgångar och kan säljas förhållandevis enkelt och snabbt på aktiemarknaderna. Aktiefonder kan därmed hantera ett stort utflöde. Banker och bolag behöver dessutom inte refinansiera aktierna, eftersom de

35. Se exempelvis *IMF Global Financial Stability Report 2015:1* och *BIS 85th Annual Report (2015)*, Bank for International Settlements.

inte har någon löptid på samma sätt som räntebärande tillgångar. Ett utflöde från aktiefonderna har därför inte någon betydande effekt på finansieringen för banker och bolag eller för finansiell stabilitet. När man diskuterar om fonder kan ge upphov till sårbarheter i det finansiella systemet bör det därför konstateras att samma sårbarhet i viss mån finns inom hela det finansiella systemet.

Men fondernas egenskaper och struktur kan också leda till att sårbarheten ökar. Det gäller för fonder som erbjuder sina investerare möjligheten att snabbt sälja sina fondandelar trots att de investerar i mindre likvida tillgångar som till exempel företagsobligationer. De mindre likvida tillgångarna kan vara svåra att sälja, särskilt under perioder av marknadsstress. Kombinationen av mindre likvida investeringar och möjligheten att snabbt sälja sina fondandelar leder till att det kan uppstå en obalans mellan fondens likviditet och den faktiska likviditeten på fondens investeringar. Det kan leda till att investerarnas efterfrågan på sådana typer av fonder blir mer omfattande än den skulle ha varit om investerarna hade exponerats direkt för den bristande likviditeten i fondernas investeringar. Dessutom kan möjligheten för fondspararna att snabbt sälja sina andelar leda till att en fond får uppleva ännu mer omfattande utflöde i en stressad situation, till exempel om investerarna uppfattar det som att de kan komma undan en del av förlusterna om de säljer sina fondandelar snabbt.

Om fonderna investerar i mindre likvida tillgångar som företagsobligationer blir konsekvenserna också mer omfattande för investerarna i fonden, fondens låntagare samt det finansiella systemet. En plötslig prisnedgång för sådana obligationer skulle kunna utlösa omfattande utflöden från fonder som investerar i den typen av obligationer, och den rörelsen skulle kunna förstärkas genom minskad marknadslikviditet till följd av exempelvis finansiell stress. Ett stort prisfall på till exempel marknaden för företagsobligationer skulle kunna leda till att det blir svårare och dyrare att refinansiera obligationer som förfaller.

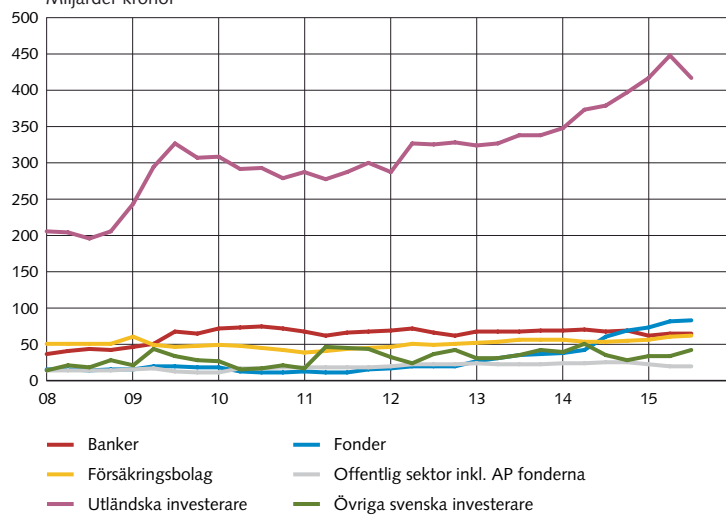
Mot den här bakgrunden är internationella policyorganisationer som IMF och BIS särskilt oroad över att inflödena till fonderna har lett till att fonderna investerar i mer riskfyllda och mindre likvida tillgångar, som räntebärande tillgångar som emitterats av icke-finansiella företag.³⁶ I många fall kan fonderna öka sitt risktagande inom ramen för deras förbestämda investeringsstrategier alternativt mandat genom att investera i mer riskfyllda och ibland mindre likvida tillgångar. Om risktagandet skulle öka inom fonderna skulle ett stort utflöde från dem troligtvis få allvarigare konsekvenser för det finansiella systemet.

Sårbarheter kan öka om svenska fonder fortsätter att växa

Tillväxten i de svenska fonderna har framför allt varit stor i de fonder som investerar i svenska och utländska aktier (se Figur D1 och D2). Som vi har diskuterat tidigare så har dessa fonder inga betydande konsekvenserna för det finansiella systemet utöver de som finns vid direktägande av aktier. Men också svenska räntefonder har ökat i storlek och är numera den största inhemska investeraren i svenska företagsobligationer (se Figur D3). Med tanke på att räntefonderna har ett inte obetydligt innehav av företagsobligationer, skulle priset på dem kunna falla kraftigt om räntefonderna sålde snabbt. Ett utflöde från fonderna som tvingade dem att sälja obligationerna skulle därför kunna få konsekvenser för bolag vars finansiering helt eller delvis bygger på att ge ut obligationer.

36. En annan möjlighet för fonderna att öka sitt risktagande är att använda sig av en finansiell hävstång (på engelska leverage) genom att låna likvida medel, antingen via direkta lån eller också via värdepapperslån och repoavtal. För de flesta fonder i Sverige är möjligheterna att använda finansiell hävstång ytterst begränsade. Fonder som hedgefonder kan emellertid i viss mån öka sin förväntade avkastning och därigenom sitt risktagande genom att använda sig av finansiell hävstång. I Figur D1 ingår hedgefonder under Övriga fonder och utgör därmed en begränsad typ av fond i Sverige. Vi kommer här därför inte att gå närmare in på användandet av finansiell hävstång bland fonder.

Figur D3. Innehavare av svenska företagsobligationer
Miljarder kronor



Källa: SCB

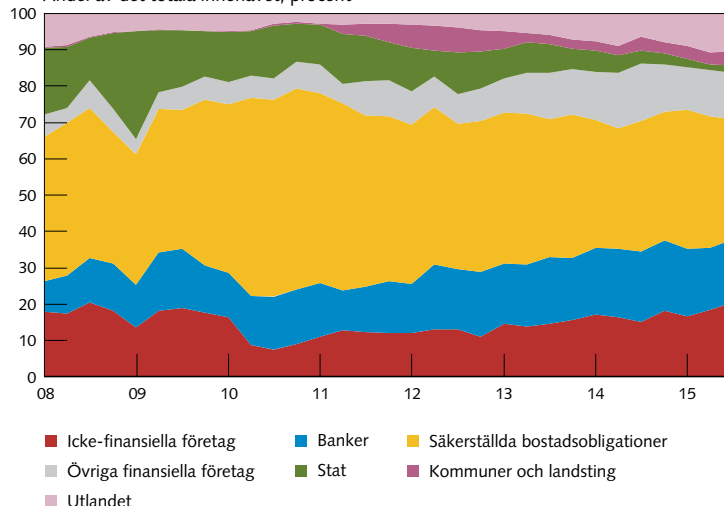
Vad konsekvenserna skulle bli på den svenska obligationsmarknaden beror dock på flera olika faktorer, till exempel hur stort utflödet är och hur andra investerare agerar. Fondernas innehav av räntebärande tillgångar är spridda mellan många olika fonder. Merparten av dem investerar dessutom i andra tillgångar än företagsobligationer. Blandfonder investerar till exempel både i aktier och i olika former av obligationer. Eftersom de är fördelade mellan ett antal olika fonder, minskar risken för att utflödena blir så omfattande att de kan orsaka allvarliga problem på dessa marknader eller för dem som är beroende av marknadsfinansiering från dessa marknader.

Konsekvenserna av ett utflöde från svenska räntefonder beror också till stor del på hur andra marknadsdeltagare reagerar. Mer än hälften av de svenska företagsobligationerna innehas till exempel av utländska investerare (se Figur D3). Om andra investerare är beredda att köpa de företagsobligationer som fonderna säljer blir konsekvenserna av ett utflöde begränsade.

Det finns vissa indikationer på att de svenska fonderna har ökat sina innehav av mer riskfyllda tillgångar och minskat sina innehav av tillgångar med låg risk. Till exempel har de svenska penningmarknadsfonderna numera nästan inga räntebärande tillgångar utgivna av den svenska staten (se Figur D4). Istället har de ökat sina investeringar i räntebärande tillgångar som har getts ut av icke-finansiella företag. Alltså har de ökat sitt risktagande när räntorna har varit låga.

Figur D4. De svenska penningmarknadsfondernas innehav av räntebärande tillgångar, uppdelat på emittent

Andel av det totala innehavet, procent



Anm. Räntebärande tillgångar innefattar både obligationer och certifikat. Emittenterna är svenska förutom i kategorin Utländska emittenter.

Källa: SCB

Sammanfattningsvis kan tillväxten i svenska fonder och i synnerhet räntefonder ge både positiva och negativa effekter på det finansiella systemet. Om räntefonderna ökar ytterligare ökar även sårbarheterna. Det är därför viktigt att följa utvecklingen inom denna sektor precis som för bank- och försäkringssektorn.

Sammanfattning och avslutande diskussion

Sammanfattningsvis har det låga ränteläget hittills påverkat den finansiella stabiliteten framför allt genom att de svenska de finansiella instituteten har blivit mer sårbara för störningar.³⁷ Livförsäkringsbolagens solvenskvot sjunker vanligtvis när räntorna går ner, vilket gör dem mer sårbara för ett aktieprisfall. Men om de däremot hade kunnat sänka nivån för sina tidigare utställda garanterade avkastningar skulle de inte bli lika sårbara för om räntorna sjönk. Vad gäller bankerna är de nu också mer exponerade eftersom de lånar ut mer till hushållen, vilket till viss del beror på de låga räntorna. De sårbarheter i livförsäkringsbolag och banker som vi har diskuterat här beror alltså till viss del på institutens affärsmodeller och tidigare beslut och är inte enbart en följd av det låga ränteläget.

Den största risken för den finansiella stabiliteten om räntorna fortsätter att ligga så lågt är att dessa institut ökar sitt risktagande, vilket i sin tur leder till ökade sårbarheter. Bankerna kan välja att investera i mer riskfyllda tillgångar för att upprätthålla lönsamheten. Livförsäkringsbolag kan vilja kompensera sig för det låga ränteläget genom att investera i mer riskfyllda tillgångar som aktier. Fondspararna skulle kunna investera i mer riskfyllda fonder, vilket kan öka sårbarheten för exempelvis den svenska marknaden för företagsobligationer. Om ränteläget fortsätter att vara lågt en längre tid är det därför viktigt att fortsätta att följa de finansiella instituten för att se om de på något sätt förändrar sitt beteende i riktning mot ett ökat risktagande, vilket i sin tur kan leda till ökade risker för den finansiella stabiliteten.

37. I den här kommentaren har vi inte undersökt hur den så kallade skuggbankssektorn påverkats av de låga räntorna. Dock består denna sektor i Sverige framför allt av den typen av fonder som diskuteras här. För en fördjupad diskussion om den svenska skuggbankssektorn, se Daniel Hansson, Louise Oscarius och Jonas Söderberg (2014), Skuggbanker ur ett svenskt perspektiv, *Pening- och valutapolitik* 2014:3, Sveriges riksbank.