

Öppen utfrågning om finansiell stabilitet –
Sårbarheter och motståndskraft i ekonomin
i ljuset av ökande skulder hos hushåll
och kommersiella fastighetsföretag

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-7915-040-2
Riksdagstryckeriet, Stockholm 2022

Förord

Finansutskottet bjöd in till en öppen utfrågning den 1 februari 2022 om finansiell stabilitet. Temat för utfrågningen var sårbarheter och motståndskraft i ekonomin i ljuset av ökande skulder hos hushåll och kommersiella fastighetsföretag.

I utfrågningen medverkade finansmarknadsminister Max Elger och företrädare för myndigheterna i Finansiella stabilitetsrådet: riksbankschef Stefan Ingves, Finansinspektionens generaldirektör Erik Thedéen, och riksgäldsdirektör Karolina Ekholm.

I det följande redovisas de uppteckningar som gjordes vid utfrågningen och de bilder som visades av föredragshållarna under deras presentationer.

Program

9.00

Finansutskottets ordförande Åsa Westlund hälsar välkommen

9.05–9.50

Inledande presentationer

riksgäldsdirektör Karolina Ekholm (9.05–9.20)

riksbankschef Stefan Ingves (9.20–9.35)

Finansinspektionens generaldirektör Erik Thedéen (9.35–9.50)

9.50–10.10

Anförande och kommentarer av finansmarknadsminister Max Elger

10.10–11.30

Frågor från och diskussion med finansutskottets ledamöter

11.30 (senast)

Finansutskottets vice ordförande Elisabeth Svantesson avslutar utfrågningen

Uppteckningar från den offentliga utfrågningen

Ordföranden: Då öppnar vi dagens sammanträde och vår utfrågning om finansiell stabilitet, med särskilt fokus på sårbarheter och motståndskraft i ekonomin i ljuset av ökande skulder hos hushåll och kommersiella fastighetsföretag.

Eftersom vi har ett antal ledamöter på distans måste vi ledamöter på plats bevilja dessa att de får delta på distans, vilket vi härmed gör.

Första talare är riksgäldsdirektören.

Karolina Ekholm, Riksgälden: Fru ordförande! Det här är min första dag på nya jobbet, så detta blir lite av en rivstart.

Jag ska ge Riksgäldens syn på det valda temat, och jag börjar med observationen att de i och för sig välmotiverade stimulanser som har vidtagits i samband med coronapandemin har förstärkt en del av de sårbarheter som svensk ekonomi redan hade när det gäller den finansiella stabiliteten. Åtgärder som har förbättrat tillgången till billig finansiering har också bidragit till att öka en redan hög skuldsättning bland hushållen och påtagligt ökat skuldsättningen bland fastighetsföretagen.

Detta illustreras av ett par diagram. Det vänstra diagrammet visar utvecklingen för hushållens skuldsättning. Det är satt i relation till dels bnp, dels disponibel inkomst. Det högra diagrammet visar något motsvarande för fastighetsföretagen. Här sätts skulderna i förhållande till företagens rörelseresultat. De gröna vertikala linjerna i diagrammen är dragna vid första kvartalet 2020, alltså vid startpunkten för coronapandemin.

Det är uppenbart att hos såväl hushållen som fastighetsföretagen har skuldsättningen ökat markant under denna tid. De har därmed blivit mer räntekänsliga, och eftersom utlåning till kommersiella fastighetsföretag står för en stor del av bankernas tillgångar – ungefär hälften av utlåningen till svenska icke-finansiella företag går till denna sektor – så innebär eventuella problem i denna sektor också ett potentiellt sett problem för våra banker.

Denna utveckling pekar på en fundamental avvägning som man behöver förhålla sig till när ekonomin drabbas av en sådan här chock som coronapandemin har varit. Ska man vidta kraftiga åtgärder för att undvika att denna chock utvecklas till en regelrätt kris, eller ska man undvika att göra saker som kanske spär på långsiktiga risker och samtidigt riskera att bli tvungen att hantera en finansiell kris i närtid? Detta är ingen enkel avvägning att göra.

Trots att vi fick en dramatisk nedgång i ekonomin under våren 2020 och de finansiella marknaderna uppvisade tydliga stressymtom utvecklades aldrig coronapandemin till en finansiell kris eller ekonomisk kris som spred sig till alla delar av ekonomin. Det var en temporär chock under särskilt vår och tidig sommar 2020, men sedan dess har det nog mer haft karaktären av en utdragen

men ändå förhoppningsvis temporär branschkras där delar av tjänstesektorn har varit nedtryckt.

Detta illustreras av diagrammen i bild, där det vänstra visar ett stressindex sedan början av 90-talet. Detta index antog initialt under pandemin mycket höga värden, men till skillnad från bankkrisen i början av 90-talet och den globala finanskrisen på 00-talet lugnade detta snabbt ned sig.

Det högra diagrammet visar svensk bnp i indexform fram till tredje kvartalet 2021, och den blå kurvan visar att det skedde en snabb återhämtning även i den reala ekonomin. Tillväxten verkar också ha varit relativt hög under sista kvartalet 2021, så återhämtningen verkar ha hållit i sig året ut.

Det finns förstås fortsatta risker kopplade till såväl spridningen av covid-19 som andra faktorer, inte minst det försämrade säkerhetsläget. Den övergripande bilden är ändå att svensk ekonomi har återhämtat sig från den chock som coronapandemin innebar.

Samtidigt finns det förstås sektorer som fortfarande inte har återhämtat sig. I diagrammet illustreras det framför allt av kurvan för hotell och restaurang, som inte alls har återhämtat sig till de nivåer som gällde före pandemin.

Sammantaget har dock utvecklingen varit sådan att generella stödåtgärder som främjar kreditgivning och därmed skuldsättning knappast är motiverade längre. Det borde alltså vara läge att avveckla sådana åtgärder, men det behöver förstås göras på ett väl avvägt och transparent sätt för att undvika att det blir onödigt turbulens på de finansiella marknaderna.

Vilka är Sveriges förutsättningar att hantera de långsiktiga riskerna för det finansiella systemet som har byggts upp? Här finns både positiva och negativa faktorer. På den negativa sidan har vi ett koncentrerat banksystem med flera systemviktiga institut. Här kan man lägga till att vi har ett väldigt digitaliserat betalningssystem som i stor utsträckning går via bankerna, och det gör oss sårbara för cyberrisker.

Sverige tillhör de länder som i princip har ett bankbaserat finansiellt system, och det skiljer oss från till exempel USA. Där är systemet till stor del marknadsbaserat, och en stor del av kreditintermedieringen sker direkt på kreditmarknader.

Detta med marknadsfinansiering har dock kommit att bli viktigare i Sverige, vilket vi har sett genom att företagsobligationsmarknaden har vuxit betydligt. Det har fördelar, bland annat att beroendet av välfungerande banker blir mindre eftersom det potentiellt sett finns alternativa finansieringskällor för företagen. Men för att detta ska vara en fördel i realiteten behöver dessa marknader fungera väl.

Det var dock uppenbart under våren 2020 att vår företagsobligationsmarknad inte fungerade särskilt väl. Här håller jag med mina kollegor från Finansinspektionen och Riksbanken och min företrädare om vad de nyligen skrev i en debattartikel: Det är viktigt att företagsobligationsmarknaden blir mer transparent och mer likvid, vilket kräver att företagen i större utsträckning än i dag genomför benchmarkemissioner.

Så till det positiva. Vi har byggt upp skyddsvallar i flera olika led, och vi har infört kapital- och likviditetskrav på bankerna för att de ska vara stabila. Vi har fått ramverk och krav på plats för att hantera krisande banker om det ändå sker, och om staten skulle behöva bidra på något sätt har vi goda marginaler med stabila statsfinanser och låg statsskuld.

Om vi ändå får problem i den finansiella sektorn med krisande banker eller andra finansiella institut, hur ska vi hantera det? Sedan sex år tillbaka har vi ett ramverk för att hantera banker i kris, något vi inte hade tidigare. Det är det så kallade resolutionsramverket, som baseras på den sunda principen att det är de som har riskerna som leder till problem som ska betala för dessa problem.

Vi har gått från en situation där hanteringen av problem i den finansiella sektorn till stor del byggde på improvisation och att staten gick in med pengar i krisande institut till ett system som i stället bygger på proaktivitet, planering och egenfinansiering i betydelsen finansiering av aktörer i den finansiella sektorn om det blir problem, framför allt genom det så kallade bail-in-verktyget, som gör det möjligt att skriva ned värdet på fordringar på finansiella institut eller konvertera dem till aktieandelar.

Så till vad Riksgälden har arbetat med de senaste åren. Mycket har gjorts, men vi är inte helt framme. Det gäller att värna om den grund vi har lagt. Fokus har hittills varit på regelverksfrågor och att säkerställa finansiella resurser. Här är en viktig pusselbit MREL-kraven, det vill säga kraven på kapitalbas och kvalificerade skulder. Dessa krav ska helt enkelt säkerställa att det finns tillräckligt med kapital som går att skriva ned i bankerna. I höstas beslutade Riksgälden om en ny MREL-policy.

Framöver behöver vi fokusera på att göra bankerna resolutionsbara i andra avseenden än att ha de finansiella resurserna. Detta kräver ständig planering och dialog med bankerna.

Om en bredare ekonomisk kris ändå skulle inträffa är starka och stabila statsfinanser den viktigaste skyddsvallen, och det har Sverige. Vi har låg statsskuld, det högsta kreditbetyget och flera utvecklade lånekanaler, det vill säga vi lånar i både vår egen och andra valutor. Riksgälden kan alltid låna det som behövs. Det som kan hända är att kostnaden varierar lite beroende på hur situationen ser ut och vilka lånekanaler som används.

Statens viktigaste lånekanal är marknaden för nominella statsobligationer i svenska kronor. Här har dessvärre likviditeten försämrats, vilket diagrammet visar. Den gula kurvan visar den genomsnittliga dagsomsättningen när det gäller nominella statsobligationer, och den har gått ned märkbart. De andra kurvorna i diagrammet visar det genomsnittliga betyg som olika typer av aktörer har gett när det gäller likviditetssituationen. Särskilt återförsäljarnas genomsnittliga betyg har fallit de senaste åren, men även bland investerarna, blå och grå kurva, ligger betyget under 3, vilket kan tolkas som underkänt.

Orsaken till den försämrade likviditeten är inte bara att de offentliga finanserna har varit så starka i Sverige så att Riksgälden inte har kunnat emittera så mycket samtidigt som Riksbanken har köpt upp en stor del av den utestående

stocken. Det handlar också om regelförenklingar som har minskat bankernas incitament att bidra med likviditet och omfördela risk.

Marknaden för nominella statsobligationer är viktigt inte bara för staten utan för det finansiella systemet i stort, särskilt i en krissituation. Därför ser vi den minskade likviditeten ändå som en sårbarhet. Det kan leda till högre likviditetspremier och därmed ge dyrare upplåning för staten. Det kan ge försämrade låneberedskap om investerare helt enkelt lämnar marknaden. Över huvud taget kan det leda till en sämre prissättningsmekanism så att det blir svårare att prissätta även andra finansiella instrument i ett stressat läge. Detta skulle kunna förstärka turbulens på de finansiella marknaderna.

Därför ser jag detta som ett viktigt område för oss myndigheter att analysera i syfte att hitta sätt som kan förbättra funktionaliteten även på statslånemarknaden.

Avslutningsvis ska jag upprepa mina huvudbudskap: Det är dags att påbörja en avveckling av generellt verkande stödåtgärder. De behövs nog inte för att hantera den konjunkturella situationen just nu, och de kan leda till ökade långsiktiga risker för den finansiella stabiliteten.

Vi behöver värna den grund som har lagts av resolutionsramverket och fortsätta att utveckla det.

Vi behöver också verka för bättre fungerande obligationsmarknader i svenska kronor. Det gäller både företagsobligationsmarknaden och statsobligationsmarknaden.

Stefan Ingves, Riksbanken: Stort tack för möjligheten att prata om finansiell stabilitet! Ämnet är detsamma för oss alla, så det blir nog ett visst mått av överlap när det gäller att beskriva hur världen ser ut.

Som Karolina Ekholm berörde när hon pratade om skulderna och skuldernas fördelning har det skett ganska stora förändringar sedan 80-talet. Statskulden i förhållande till bnp har krympt, och företagen och hushållen har lånat mer. Den korta förklaringen är att om man tittar på lånestockarna och vilka säkerheter som finns bakom dem ser man att de både för hushållen och företagssektorn utgörs av fastigheter i en eller annan form. Det innebär att det som dominerar svensk finansiell sektor om det skulle gå illa på något sätt är bostadspriserna och priserna på kommersiella fastigheter.

Man kan givetvis föra ett resonemang om hur det kommer sig att skulderna har ökat på det sätt som de har gjort och under så pass lång tid. Ett sätt att beskriva det är att titta på den globala räntemiljön och vad som har hänt under de senaste 30 åren. Sverige är en liten, öppen ekonomi, och vi har helfria kapitalrörelser, vilket leder till att vi i stort sett importerar den allmänna räntenivån.

När det gäller realräntorna i Sverige, Tyskland, USA och Storbritannien är trenden entydig. Räntorna har fallit under lång tid, och i dag har vi mer eller mindre negativa realräntor.

I en värld där räntorna faller under en längre tid kan man låna mer till ungefär samma räntekostnad, vilket också är precis vad som inträffat. I takt med att

tillgångsvärdena stiger kan man låna ännu mer, för då räcker säkerheterna längre. Det gäller både kommersiella fastigheter och egnahem. När det gäller hushållssektorn kan man också i takt med att värdena stiger öka belåningsgraden på den fastighet man äger och använda det till reparationer, bilköp eller annat.

Vad detta också indikerar är att den genomsnittliga räntan i dagsläget förmodligen är lägre än den har varit under mycket lång tid, och det innebär att den allmänt sett lägre räntenivån importeras.

Det är dock inte enbart räntenivån som styr detta. Låt mig fokusera lite på bostadsmarknaden. Vi har sedan länge en rad välkända strukturella frågor på svensk bostadsmarknad som har varit svåra att hantera. Vi har låga skatter på det löpande boendet, vi har ränteavdrag och vi har höga skatter på transaktioner. Allt detta leder till ökade lån och till ett ineffektivt utnyttjande av den stock av bostäder vi har.

Samtidigt har vi långa kötider till hyresrätter och ett regleringssystem som styr denna marknad.

Vi har även en del trögheter när det gäller att öka utbudet av bostäder. Bygandet har varit ganska högt men inte tillräckligt sett till befolkningsutvecklingen. Att bygga i Sverige är också väldigt dyrt. Det tar även lång tid att öka utbudet av tillgänglig mark, även om Sverige är stort och har gott om mark.

Alla dessa trögheter sammantaget skapar faktorer som gemensamt leder till ökat låntagande, inte minst från ett enskilt hushållsperspektiv.

Som Karolina gick igenom har aktiepriserna stigit i många delar av världen under pandemin. Fastighetspriserna har stigit, kommersiella fastigheter med ungefär 10 procent och logistikfastigheter med ungefär 20 procent. Villor har ökat med cirka 30 procent och bostadsrätter med ungefär 15 procent.

Den senaste utvecklingen inom hushållssektorn överraskade oss. Men med facit i hand kan vi se att konsumtionsmönstret blev annorlunda när man inte kunde resa och så vidare, och då valde hushållen att konsumera mer boende, vilket pressade upp priserna. Detta har lett till att tidigare sårbarheter har blivit större. Stigande bostadspriser har bidragit till stigande skulder. Det är en trend som i och för sig pågått under lång tid men som fortsätter att stiga.

Kommersiella fastigheter är den sektor som har utökat sin upplåning mest under denna period. Det är givetvis svårt att veta vad som händer här. Vi har ju utbuds- och efterfrågeomställning på grund av strukturella förändringar. Handeln flyttar från fysiska lokaler till internet, och distansarbetet ökar och ger kanske fler kontorsvakanser. Allt detta påverkar trenden på fastighetsmarknaden.

Samtidigt har transaktionsvolymerna varit väldigt höga, inte minst under 2021. Det verkar också vara så att koncentrationen inom fastighetsmarknaden när det gäller ägande ökar och att det finns ett korsäggande i fastighetsbolagen, vilket är en risk i sig. Uppkommer det problem ökar sannolikheten att hela systemet stannar snabbare än om man har ett väldigt spritt ägande.

Så till räntorna och ränteutgifterna, och jag koncentrerar mig på hushållssektorn. I diagrammet till vänster ser man fördelningen mellan lån med rörlig

ränta och lån med fast ränta. Lån med riktigt fast ränta, det vill säga med en löptid på mer än fem år, är mycket ovanligt. En mindre andel har fast ränta på tre månader till fem år, men rörlig ränta är absolut vanligast. Eftersom lånestocken ser ut på detta sätt innebär det att om räntorna stiger påverkas väldigt många väldigt fort. I det avseendet är räntekänsligheten i hushållssektorn väldigt stor. Till detta ska egentligen läggas lån utan säkerhet, men det är en annan frågeställning. De har ju också i regel låg eller rörlig ränta.

Den samlade bolånestocken är i dag ungefär 4 000 miljarder. Det innebär att om räntan stiger påverkas väldigt många väldigt fort. Det har vi försökt illustrera i diagrammet till höger som visar hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst. Om räntan ökar med 1 procentenhet stiger ränteutgifterna till 4 procent av disponibel inkomst, och om räntan ökar med 3 procentenheter börjar ränteutgifterna nästan nå 90-talsnivåer. Då kommer många hushåll behöva dra ned på sin konsumtion, vilket påverkar efterfrågan i ekonomin i vid mening. Det kan potentiellt också leda till fallande bostadspriser, vilket gör det svårare för många att låna. Det här får alltså stora negativa effekter på den svenska ekonomin.

Dessvärre vet vi inte riktigt hur hushållens likviditet ser ut. Ett mångårigt tjtat från Riksbanken har varit att påpeka att vi har dåliga data över hushållens tillgångar, och därför är det bra att en utredning nu har tagit sig an dessa frågor så att vi får veta mer än vi har vetat tidigare.

I dagsläget behöver vi fundera på hur vi hanterar detta. Kraftfulla åtgärder har varit motiverade under pandemin, för när vi gick in i pandemin var det helt omöjligt att bedöma vad som skulle hända och vad som krävdes för att hålla igång ekonomin. Tack och lov ledde pandemin inte till en finanskris, och det har gått bättre att hålla igång allmänna ekonomiska åtgärder än vad många föreställde sig. Nu är vi på väg ut ur pandemin, och då minskar givetvis behovet av pandemirelaterade åtgärder.

Vi har med oss en skuldstock som är större än tidigare, men det är det pris man får betala för att hantera en pandemi.

Detta betyder att vi fortsättningsvis behöver titta på reformer inom bostadsområdet och inom skattepolitiken när det gäller att hantera hushållens ökade skulder.

När det gäller allmänna synpunkter på hur vi hanterar finansiella risker tycker vi att det är bra att Finansinspektionen har beslutat att höja den kontryckliga kapitalbufferten. Vi tycker också att det är bra att riskvikterna när det gäller utlåning till fastighetsföretag går upp. Det här är åtgärder som är väldigt angelägna.

Samtidigt, och en långkörare i sammanhanget, är det angeläget att Basel III-regelverket, alltså riskregelverket för banker, genomförs fullt ut i tid och utan att man vattnar ur det. Det är inte ett särskilt gott betyg till alla dem som sysslar med dessa frågor att konstatera att detta regelverk kom till stånd som en konsekvens av den stora, globala finanskrisen runt 2008, och det kommer att ta ungefär 20 år innan allt detta är genomfört.

Den sista frågan som vi, Finansinspektionen och Riksgälden arbetar med är brister på marknaden för företagsobligationer. I grunden är det bra att ha många hellre än få marknader, för om man får problem ökar sannolikheten att åtminstone någon marknad fungerar. Men när nu företagsobligationsmarknaden har vuxit under lång tid och får allt större betydelse är det också viktigt att det sker reformer på företagsobligationsmarknaden som är sådana att marknaden fungerar bättre. Därför är det viktigt att vi får till stånd det som kallas en benchmarkstandard för företagsobligationer. Det är viktigt och angeläget att alla som är delaktiga i denna process ser till att detta åstadkoms så fort som det över huvud taget är möjligt.

Erik Thedéen, Finansinspektionen: Ordförande! Tack för inbjudan! När jag deltog för ett år sedan pratade vi också om den här krisen. Jag tycker om det uttryck som Karolina Ekholm nämnde och som bättre beskriver det här, nämligen chocken som kom av covid.

Jag beskrev då detta som väldigt annorlunda. Det var en kris där tillgångspriser steg och där bnp återhämtade sig ganska snabbt. Därmed fick vi inte det krisförlopp som vi kanske hade tänkt oss. Vissa branscher har drabbats väldigt hårt, men vissa branscher har till och med gått bättre än vad vi trodde. Tillväxten är nu till och med tillbaka över den tillväxtbana som man skulle ha kunnat anta när krisen bröt ut i början av 2020.

Det här beror delvis på en väldigt stark policyrespons från finanspolitik, från penningpolitik och från andra statliga aktörer, inklusive Finansinspektionen. Jag tror att detta är en viktig lärdom. Vi agerade koordinerat, kraftfullt och snabbt. För Finansinspektionens del handlade det om att vi pausade amorteringskrav och sänkte den kontracykliska bufferten och på så sätt skapade en möjlighet för bankerna att vara en del av krishanteringen snarare än en del av krisen. Men det har också blivit uppenbart att Sverige har en dynamisk ekonomi, med digitaliseringen, e-handel och annat. Där tror jag att det har haft stor betydelse för utvecklingen att Sverige ligger i framkant och förstås att vi inte domineras av besöksnäringen.

Men vi får inte heller glömma bort att vi gick in i den här krisen med väldigt god motståndskraft, en motståndskraft som det tagit tid att få till med politiska och andra beslut. Detta är kanske det viktigaste. Det handlar om kapitallikviditet i banksystemet, starka företag och inte minst en stark stat med låg stats-skuld och starka statsfinanser. Det här ska vi värna, för när vi gick in i krisen kände vi oss ganska trygga med det vi hade gjort. Jag tror att den tryggheten inte alltid delades av kollegor runt om i världen och Europa.

Vi har också, som framhållits av både Stefan Ingves och Karolina Ekholm, sett ökad riskuppsygnad. Det handlar i grund och botten om att balansräkningar har stigit. Det är kraftigt stigande tillgångspriser och skulder. Den senaste tiden har dock det här bromsats något. Vi har sett tillgångspriser komma ned. Aktiepriser har gått från i och för sig höga nivåer men ändå ned. Räntorna har börjat stiga något. Jag tror i grund och botten att den turbulens

som vi haft i början av 2022 har varit bra för den finansiella stabiliteten. Det är bra att påminna sig om att allting inte växer till himlen utan att det ibland också går åt andra hållet. Sedan får vi förstås hoppas att det inte blir en mer allvarlig utveckling.

Sist men inte minst har den geopolitiska krisen bidragit till den här oron. Det är i det här läget, tycker jag, framför allt just en geopolitisk kris med risk för mänskligt lidande. Men den skulle också, om det blir väldigt allvarligt, kunna sprida sig och innebära mer negativ ekonomisk utveckling.

Jag vill ta upp hur de penningpolitiska förväntningarna har förändrats i USA. För ett år sedan trodde få att man skulle höja räntan i USA under 2022. Nu tror de flesta att Fed kommer att höja räntan minst fyra eller kanske till och med fem gånger. Det här är den stora förändringen, och det är det som har fått systemet att gunga till lite grann. Det beror på stigande inflation i USA men också resten av världen. I grund och botten – återigen – tror jag att det här är bra. Men det är spännande att se hur det här utvecklas, för det skulle kunna vara så att vi delvis går in i en annan ränteutveckling och en annan räntebana. Då skulle vi kunna få de procentenheter i ökning som Stefan Ingves nämnde och som skulle kunna påverka hushåll och fastighetsföretag ganska allvarligt.

Tillgångspriserna har alltså stigit. De har stigit med 37 procent på börsen sett från 2019 till 2021. Bopriserna har stigit med 22 procent. Skulderna till fastighetsföretag har stigit med 16 procent. Hushållens skulder har stigit med 12 procent. Balansräkningarna har ökat, och riskerna har därmed tilltagit. Men undantaget är staten.

Hur ser det då ut för hushållen och bolånetagarna? Vi mäter ju det här i vår så kallade bolåneundersökning. Vi tittar då bland annat på de mest skuldsatta hushållen, de som lånar mer än 450 procent av bruttoinkomsten och de som lånar mer än 70 procent av fastighetens värde. Den här kvoten, alltså de som lånade riktigt mycket både i förhållande till sin inkomst och i förhållande till husets värde, gick upp kraftigt fram till 2015. Då infördes det första amorteringskravet, och kvoten började falla. Det var färre som lånade riktigt mycket. Sedan skärpte vi amorteringskravet 2018. Det var då vi införde amorteringskravet för belåning över 450 procent av sin inkomst. Då fortsatte den här kvoten att falla. Färre hushåll lånade riktigt mycket. Men de senaste två åren har trenden vänt. Åren 2019 och 2020 steg kvoten återigen. Nu vet ni att den totala utlåningen till hushållssektorn på bolånesidan ligger på ungefär 7 procent. Det är högre än före krisen. Vi gör nu en ny bolåneundersökning. Det finns all anledning att tro att den här kvoten har ökat igen.

Riskerna med hushållens skuldsättning fortsätter alltså att öka. Då kan man fundera på vad det här innebär. Vi har i olika undersökningar studerat risken för att hushållen går i konkurs i den meningen att de skulle utgöra en risk för den finansiella stabiliteten. Hur ska man då se på det här? Är det här en risk för den finansiella stabiliteten, eller är det mer en risk för den makroekonomiska balansen. Svaret är att det framför allt är fråga om makroekonomisk balans.

Ett sätt att illustrera det här är att se hur många hushåll av dem som har lånat som förstagångsköpare som skulle kunna hamna i negativt förmögenhetsläge. Om priserna i vårt stresstest faller med 28 procent och aktierna med 35 procent, hur många är då i ett negativt förmögenhetsläge, det vill säga att deras skulder är högre än deras inkomster? Då visar stresstesterna att så mycket som en tredjedel av de nya låntagarna skulle hamna i så kallad negative equity, som det amerikanska uttrycket är, eller negativ förmögenhetsställning, som den svenska översättningen är. Det här är förstås beroende på att hushållen lånar mycket och därmed är känsliga för nedgångar. Då kan möjligtvis någon som lyssnar på detta tycka att 28 procent i nedgång på bopriser och 35 procent på aktier låter mycket, men det är de facto att ta oss tillbaka dit där vi var i slutet av 2019. Summa summarum är det helt enkelt så att hushållen är väldigt känsliga för prisnedgångar.

Låt mig också säga någonting om den debatt som ibland förs om att vi skulle göra det lättare att låna generellt eller lättare att låna för vissa låntagargrupper och på så sätt öppna upp bostadsmarknaden för vissa grupper eller för alla genom att sänka kreditkraven generellt eller ta bort amorteringskraven. Låt oss fundera lite grann på den mekanismen i kombination med en låg utbudselasticitet, det vill säga att det inte är så att byggandet snabbt tar fart när efterfrågan ökar. Ökar vi möjligheten att låna för en viss grupp kommer de konkret att kunna bjuda lite mer i budgivningarna för bostadsrätter och på villamarknaden. Antagligen kommer då andra att bjuda med för att försöka haka på. Resultatet blir i allt väsentligt högre priser men ungefär lika många som får bostad. Det kan möjligtvis göra att man gynnar unga, så att det blir lite fler unga som vinner budgivningar på bekostnad av andra ganska svaga grupper, till exempel ensamstående föräldrar. Den sammantagna bilden av detta blir att det möjligtvis kan leda till omfördelning mellan dem som försöker köpa en bostad. Men den stora slutsatsen är att priset på bostäder går upp och att skulderna stiger. Därför krävs det förstås mer fundamentala åtgärder för att åstadkomma förbättringar.

Som Stefan Ingves tog upp är det mer fundamentala faktorer som måste till. Det handlar om reglering av byggandet, skattesystemet och ränteläget, som är väldigt lågt och som driver ned räntorna och skatterna. Allt detta gynnar skuldsättningen, vilket vi försöker motverka med makrotillsynsåtgärder. Vi har agerat genom kapitalkrav, amorteringskrav och bolånetak. Men jag menar att det även behövs andra åtgärder.

Vi har ett skattesystem som kraftigt gynnar skuldsättning kopplat till boende. Det gäller också i andra länder. Kombinationen av mycket låg fastighetsskatt – i alla fall om man köper dyra hus – och höga ränteavdrag gör att vi får en negativ skattekil, det vill säga att man gynnas av skattesystemet om man belånar sig. Det finns en del andra länder som har en liknande situation, som Nederländerna och Danmark. Vi vet att också Nederländerna och Danmark präglas av väldigt hög skuldsättning. Skattesystemet går i en riktning, räntorna går i en riktning och reglering av byggandet skapar problem med att få

bostäder och öka utbudet – allt detta bidrar till att vi ökar de makroekonomiska riskerna.

Låt mig övergå till att tala lite grann om de kommersiella fastighetsbolagen. Karolina Ekholm talade om skuldkvoten för fastighetsbolag – jag tror att även Stefan Ingves nämnde den. Den har ökat med 23 procent från slutet av 2019 till 2021 – för varje krona som bolaget tjänar har det allt större skulder. Lånen tas framför allt från obligationsmarknaden. När lånen generellt sett har gått upp med ungefär 15 procent har lånen på obligationsmarknaden gått upp med 30 procent.

Siffrorna är extrema om man tittar längre bakåt i tiden. Sett åtta år tillbaka har upplåningen från fastighetsbolag på företagsobligationsmarknaden stigit med nästan 500 procent, från 113 till 650 miljarder kronor. Det är långt mer än för andra företag, så vi har börjat få en fastighetsobligationsmarknad snarare än en företagsobligationsmarknad. Den är därmed systemviktig, och det är just därför vi vidtar de åtgärder vi gör. Vi ökar transparensen och driver på för att vi ska få större emissioner och därmed likvidare marknad. Vi sätter press på fondbolagen, så att de inte ska ha för mycket illikvida obligationer som de inte kan sälja i ett stressat läge. Det var ju det som skedde vid krisen i början av 2020.

Här krävs det helt enkelt ganska stora reformer. Fastighetsbolagen är helt centrala för den finansiella stabiliteten. Om vi inte får ordning och har koll på den här skuldsättningen riskerar detta att sätta det finansiella systemet i gungning vid nästa kris. Vi har som sagt agerat, men här finns all anledning att vara vaksam inför framtiden.

Låt mig avslutningsvis ta upp något som har debatterats en del under senare tid, nämligen balansen mellan finanspolitik och penningpolitik, samt kopplingen till finansiell stabilitet, något som kanske har diskuterats mindre men som förstås är av stort intresse för Finansinspektionen och mig. Systemet som byggdes upp efter 90-talskrisen gick ut på att statsfinanserna skulle vara goda. Finanspolitiken skulle ägna sig åt tillväxtpolitik, fördelningspolitik och annat. Det fanns också ett inslag av automatiska stabilisatorer, det vill säga en del bidrag och annat som ökar när man får lågkonjunktur och minskar när man får högkonjunktur. I övrigt skulle stabiliseringspolitiken drivas av Riksbanken. När man fick överhettning och inflationen gick upp skulle räntorna stiga – och vice versa: När man fick lågkonjunktur gick inflationen ned, och då kunde Riksbanken lätta på penningpolitiken. Det var tanken.

Systemet kom att fungera relativt väl, men efter krisen ser vi delvis en annan utveckling. Inflationen har varit envist låg, och det har varit svårt att nå inflationsmålet, inte bara i Sverige utan även i många andra länder. Det innebär att Riksbanken har tvingats ha extremt låga räntor, även om jag håller med Stefan Ingves om att detta förstås i mycket är en global utveckling. Man har också under senare tid tvingats köpa mycket på olika typer av obligationsmarknader – statsobligationsmarknaden, bostadsobligationsmarknaden, kommuner och nu senast företagsobligationsmarknaden.

Den penningpolitiska effektiviteten har förstås försvårats av sänkningen av jämviktsräntan. Det innebär, tror jag, att man måste fundera på balansen. Jag tror att en väg framåt är att göra finanspolitiken mer aktiv. Finanspolitiken bör i dag i större utsträckning ha fokus på konjunkturpolitik i och med att Riksbanken och penningpolitiken helt enkelt har svårare att nå det målet. Det här behöver inte innebära en förändring av ramverket – redan i dag tillåts man ju ha underskott i lågkonjunktur och överskott i högkonjunktur. Men möjligtvis kan man gasa och bromsa lite mer aktivt än man gjort tidigare. Det skulle i ett läge med låg inflation lätta på trycket för centralbankerna. De skulle inte tvingas ha riktigt så låga räntor, och de skulle kanske heller inte tvingas köpa obligationer. Det skulle vara bra för den finansiella stabiliteten. Vi skulle därmed inte få denna väldigt låga räntemiljö, och vi skulle inte heller få de köpen av obligationer.

Jag vill säga någonting om Riksbankens köp, som jag tyckte var fullt motiverade och väl avvägda när de genomfördes. De genomfördes vid rätt tidpunkt och med rätt omfattning i början av 2020 och under de senaste åren. Men nu tror jag att det är viktigt att vi kommer ur den här typen av tillgångsköp, för de riskerar att skapa ett moral hazard-problem. De bolag som har fått det här stödet genom centralbanksköp riskerar helt enkelt att ta större risker i framtiden. Därmed sätts normala marknadsmekanismer delvis ur spel. Det är en balansgång vad man gör på kort sikt och vilka effekter det har på lång sikt. Men det skulle bli lättare med en mer aktiv finanspolitik, och jag tror att det vore bra om Riksbanken redan nu börjar göra detta ännu tydligare.

Låt mig sammanfatta mina slutsatser inför den kommande diskussionen! Riskerna har ökat under det senaste året. De har ökat i hushållssektorn. Skuldsättningen ökar nu i tolv månader stakt mer än vad den gjort på många år, och andelen högt skuldsatta hushåll ökar. Vi ser också att den kommersiella fastighetssektorn är en större riskfaktor än vad den var för ett år sedan. Vi har varnat för den länge och följer den noga. Vi har vidtagit åtgärder. Men det här är en fundamental risk för den finansiella stabiliteten. Jag tror att vi kan göra mer i finanspolitiken och därmed lätta trycket på penningpolitiken. Det skulle bidra till finansiell stabilitet och delvis ge en annorlunda rollfördelning.

Ordföranden: Det är verkligen en annan situation som vi befinner oss i nu än för ett år sedan. Jag lämnar nu ordet till finansmarknadsminister Max Elger, som ska få ge sin syn på detta och även få möjlighet att eventuellt komma med lite kommentarer och reflektioner gällande de tidigare talarnas anföranden.

Finansmarknadsminister Max Elger (S): Fru ordförande! Jag tackar de tidigare talarna för mycket intressanta anföranden. Det är första gången jag deltar i den här utfrågningen. Jag tackar utskottet för möjligheten att tillsammans med myndighetscheferna prata om finansiell stabilitet. Jag ska villigt erkänna att det är svårt att ha så mycket att tillägga efter tre så här goda anföranden. Men jag ska göra ett försök. Jag tänkte först kort kommentera det ekonomiska läget

och därefter komma in på dagens tema om skuldsättning. Därefter tänkte jag kort kommentera penningtvätt, hållbar finansiering och cybersäkerhet, varefter jag lite raskt ska försöka reflektera om något av det som sagts tidigare. Det är tågordningen.

Först vill jag alltså säga något om den ekonomiska utvecklingen. Som vi har lärt oss här i dag har ekonomin återhämtat sig starkt och klarat sig väldigt väl jämfört med många andra länder i EU. Bnp är tillbaka på de nivåer som vi förutsåg före krisen, det vill säga på samma tillväxtbana som vi såg framför oss 2019. Återhämtningen har gått betydligt snabbare än vi förväntade oss under själva pandemin och även snabbare än i tidigare liknande kriser. Jag tror själv att en avgörande faktor i det här sammanhanget har varit att vi gick in i krisen med mycket starka offentliga finanser. Det gav oss frihetsgrader att agera som vi kunde nyttja när väl krisen var ett faktum.

Samtidigt finns det flera osäkerhetsfaktorer som kan påverka den framtida utvecklingen. Det är – det har vi också hört – fortsatt hög inflation i omvärlden. Vi har säkerhetsläget i Europa, och vi har också en osäkerhet vad avser pandemins fortsatta utveckling som skulle kunna komma att påverka ekonomin framgent. I jämförelse med tidigare kriser är det väsentligt att den finansiella sektorn den här gången har kunnat bidra till återhämtningen i ekonomin och upprätthållit kreditförsörjningen till företag och hushåll. Det beror framför allt på två faktorer, för det första de omfattande åtgärder som regeringar, myndigheter och centralbanker runt om i världen har genomfört för att hantera pandemins effekter på både finansmarknader och ekonomi, för det andra att vi sedan finanskrisen byggt motståndskraft och buffertar bland både hushåll och banker. De här två faktorerna har bidragit till att den finansiella sektorn kunnat upprätthålla sina grundläggande funktioner och bidragit till återhämtning.

Nu är frågan när det är dags att börja dra tillbaka olika former av stödåtgärder från regeringar, myndigheter och centralbanker. Det är någonting som har diskuterats alltmer sedan förra årets utfrågning. Vår uppfattning från regeringens sida är att det är viktigt att inte dra tillbaka stödåtgärder alltför tidigt. Vi har lärt oss från tidigare kriser att det finns risker med det. Men det är en diskussion vi behöver ha för att undvika att det byggs upp ytterligare obalanser på de finansiella marknaderna. När det sedermera finns utrymme för det är det viktigt att vi fortsätter att bygga motståndskraft bland hushåll och banker och att de buffertar som vi nu har använt under krisen återställs. Jag tycker att det är positivt att det här arbetet redan har påbörjats. Finansinspektionen har exempelvis beslutat om att höja den kontryckiska bufferten.

Vad gäller utvecklingen efter den initiala nedgången: Börsen har gått mycket starkt, och flera andra tillgångspriser har stigit i snabb takt, även om de senaste veckorna erbjudit viss volatilitet och viss nedgång. Men de stigande priserna har, vilket vi hört i dag, lett till en allt högre skuldsättning. Det tar mig in på temat för dagens utfrågning. Skulderna har ökat, både bland hushåll och kommersiella fastighetsföretag. Som vi alla känner till har hushållens skulder ökat en längre tid, både i nivå och som andel av de samlade inkomsterna. Vi

har länge – det har även de närvarande myndigheterna gjort – pekat på riskerna med en sådan utveckling.

Under pandemin har vi sett att hushållens skulder växer allt snabbare. Som Finansinspektionen framhåller i sin bolåneundersökning tar hushållen allt större lån i förhållande till inkomster och bostadens värde. För att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning har vi under en längre tid försökt bygga motståndskraft genom Finansinspektionens makrotillsynsåtgärder. Men hushållens skulder och de risker som är förknippade med dessa är något vi framgent behöver följa. De som äger bostäder och aktier har förvisso blivit rikare, men de har också blivit mer skuldsatta.

Jag vill även kommentera läget i fastighetssektorn, vilket många före mig också gjort. Det finansiella systemet i Sverige har stora exponeringar mot fastighetssektorn. Det gäller inte minst storbankerna. En stor del av deras utlåning till icke-finansiella företag går till fastighetsföretag. Historiskt har fastighetssektorn haft en betydande roll vid finansiella kriser. Det här är viktiga anledningar till att vi ska följa den här sektorn särskilt ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv. Fastighetsföretagen har hittills generellt klarat pandemin relativt väl. Till viss del beror det på stödåtgärder som regeringen och Riksbanken har vidtagit. Samtidigt har deras skulder fortsatt att öka under pandemin, som vi sett här i dag.

De kommersiella fastighetsföretagen finansieras inte bara via banklån. De senaste åren har finansieringen via obligationer och certifikat blivit en allt viktigare finansieringskälla för företagen. Det finns flera positiva aspekter med att företagen på detta sätt diversifierar sin finansiering. Men vi vet också, inte minst från våren 2020, att det finns risker förknippade även med marknadsfinansiering. Räntorna och finansieringskostnaderna för bolagen är i dagsläget låga, men det finns ingenting som säger att det alltid kommer att vara på det sättet. Det är bra att vi i dag diskuterar riskerna förknippade med den kommersiella fastighetssektorn, och det här är en fråga som vi kommer att behöva följa fortsatt.

Som jag var inne på upplevde företagsobligationsmarknaden i Sverige problem under våren 2020. Det fanns många som ville sälja obligationer, samtidigt som få ville köpa. Det ledde till likviditetskriser i fonder som erbjöd daglig inlösning. Problemen som uppstod för företagsobligationsfonder försämrade i sin tur läget ytterligare på företagsobligationsmarknaden. Den oro vi såg på företagsobligationsmarknaden skapade också oro för flera företag, inte minst fastighetsföretagen, gällande deras framtida finansieringskostnader.

Just nu pågår ett arbete kopplat till företagsobligationsmarknaden och fonder i Sverige på europeisk nivå. Syftet är att förbättra investerarskyddet och bidra till finansiell stabilitet. Bland annat lämnade EU-kommissionen i november ett förslag på EU-gemensamma verktyg för likviditetshantering. Förhandlingar pågår just nu.

På uppdrag av regeringen har Finansinspektionen också utrett verktyg för likviditetsriskhantering i Sverige. Det här arbetet kommer att bidra till en bättre fungerande fondmarknad med ett bättre investerarskydd och bättre

förutsättningar för finansiell stabilitet. När det gäller företagsobligationsmarknaden pågår slutligen EU-förhandlingar om ändringar i transparensreglerna med syfte att förbättra marknadens funktionssätt. Detta var vad jag hade att säga om den kommersiella fastighetsmarknaden och företagsobligationer.

Jag vill nu säga några korta ord om tre teman jag nämnde: penningtvätt, hållbar finansiering och cybersäkerhet. Jag börjar med penningtvätt. Arbetet med finansiell stabilitet handlar om att bygga motståndskraft, förhindra finansiella obalanser och minska riskerna för en finansiell kris. Arbetet handlar också om att skapa långsiktighet och förtroende på de finansiella marknaderna. I det sammanhanget är arbetet mot penningtvätt centralt. Det finansiella systemet ska inte missbrukas. Kriminella ska inte kunna tvätta sina pengar.

Regeringen har bestämt sig för att knäcka de kriminella gången. När det gäller finansmarknadsfrågorna är det kampen mot penningtvätt som gäller. Vi känner alla till att det har funnits problem av den här arten i Norden och Baltikum. Om det uppstår återkommande problem med penningtvätt kan det skada förtroendet för det finansiella systemet, vilket i förlängningen kan få följdverkningar för den finansiella stabiliteten. Arbetet mot penningtvätt motverkar också att kriminella kan utnyttja välfärdssystem och bidrar till att konkurrensskadliga missförhållanden kan upptäckas. Här behöver varje del av samhället fundera på vad som kan göras och vad som går att göra för att förhindra att det finansiella systemet missbrukas.

Regeringen har de senaste åren vidtagit en mängd åtgärder mot penningtvätt, och arbetet kommer att fortsätta. På EU-nivå pågår viktiga förhandlingar, och vi ska genomföra ett paket för att stärka arbetet mot penningtvätt. Jag kan kort säga att vi i regeringen just nu jobbar med ett förslag som ska göra det möjligt för bland annat banker och polis att samverka och utbyta uppgifter mellan varandra i syfte att bekämpa olika former av penningtvätt utan att hindras av sekretess och andra tystnadsplikter. Regeringen har för avsikt att lägga en proposition med ett sådant förslag på riksdagens bord under våren.

Frågor om hållbarhet, framför allt när det gäller klimatet, är centrala för att skapa stabilitet och långsiktighet på de finansiella marknaderna. Länken mellan hållbarhet och den finansiella sektorn är inte längre ifrågasatt. Hållbarhetsarbetet ses i dag som en naturlig utvidgning och utveckling av arbetet med att främja finansiell stabilitet. Men det handlar också om att värna väl fungerande marknader och ett gott konsumentskydd.

Finansmarknaden kan bidra till hållbarhetsarbetet genom att identifiera, prissätta och hantera hållbarhetsrisker. De här delarna är centrala för att åstadkomma ett effektivt och motståndskraftigt finansiellt system, och det är nödvändigt när klimatrisker och miljörelaterade risker väntas öka för investerare, finansiella institutioner och det finansiella systemet i sig. Det handlar å ena sidan om de fysiska riskerna, som naturkatastrofer med mera, å andra sidan om risker kopplade till omställningen som skulle kunna följa av exempelvis högre pris på koldioxidutsläpp.

Ett viktigt arbete pågår nu på europeisk nivå, där kommissionen föreslagit att hållbarhetsrisker ska integreras i flera centrala regelverk för de finansiella

företagen. Det handlar om att integrera hållbarhet i tillsynsarbetet, både när det gäller kapitaltäckningsregelverk för banker och när det gäller försäkringsföretagens solvensreglering. Det handlar också om att stärka bankernas och försäkringsföretagens motståndskraft mot sådana risker. Här pågår just nu förhandlingar.

På utfrågningen för två år sedan var temat bland annat cybersäkerhet. Numera råder det ingen tvekan om att cyberattacker kan utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten. Det som nu händer i omvärlden och det rådande säkerhetsläget gör det alltmer aktuellt att fortsätta arbetet med att stärka den digitala motståndskraften, inte minst för den finansiella sektorn.

På EU-nivå arbetar man bland annat med en förordning om digital operativ motståndskraft i den finansiella sektorn, den så kallade DORA-förordningen, som blir ett harmoniserat regelverk om cybersäkerhet för finansmarknadernas aktörer. Men även på nationell nivå behöver vi under tiden arbeta vidare med att stärka beredskapen och motståndskraften mot cyberattacker. Det som hände i Kalix före jul och i Coopbutiker i somras kan även drabba andra aktörer, inklusive aktörer på finansmarknaderna. Här är det förebyggande arbetet viktigt, och redan i dag utövar Finansinspektionen tillsyn över finansiella företags hantering av informations- och cyberrisker.

Jag har några kommentarer till de tidigare talarna. Jag tänkte börja med Riksgäldskontoret, som lyfte fram problemen med likviditet på statsobligationsmarknaden. Jag inser att sådana problem må föreligga. Jag kan emellertid försäkra er om att det inte finns några intentioner just nu att förändra den hållning med återhållsamhet i finanspolitiken som gör att mängden statsobligationer är låg. Någon ökad upplåning för att avhjälpa dessa problem ser jag inte framför mig.

Riksbanken lyfte upp ett antal problem på bostadsmarknaden. Detta är något som har diskuterats många gånger, också vid tidigare utfrågningar. Jag kan säga att just nu ligger inga förändringar av skattesystemet i korten.

När det gäller hyresreglering gjorde regeringen ett modest försök till förändringar i somras, vilket lände oss en misstroendeomröstning och sedermera att statsministern fick avgå. Aptiten på sådana förändringar tror jag därför är synnerligen begränsad. Det torde däremot vara en framkomlig väg att återigen se över vad det offentliga kan göra för att underlätta byggandet och planeringen. Detta är inte nödvändigtvis mitt bord eller min expertis, men det tror jag är en mer framkomlig väg framgent.

Ingves nämnde den gemensamma debattartikel som publicerades häromdagen om benchmarkobligationer. Jag kan bara applådera. Jag tycker att det låter som en sund väg framåt, även om jag antar att det är något som marknaden i sig väntas åstadkomma.

Slutligen har jag några kommentarer till Finansinspektionen. Thedéen lyfte upp att det finns många propåer om att det borde bli lättare att låna för hushållen och att detta skulle avhjälpa några av hushållens problem. Jag tror att analysen är helt riktig. I ett läge där vi lättar på amorteringskraven kommer alla att kunna låna mer, bostadspriserna kommer att stiga och skuldsättningen

kommer att öka, men detta kommer inte att ändra kördningen till bostäder. Jag tror att de hushåll man ömmar särskilt för – unga människor som försöker etablera sig – inte kommer att komma närmare en bostad till följd av sådana förändringar. Där delar jag Thedéens analys helt och fullt.

Det fördes också en kortare diskussion om ansvarsfördelningen mellan finans- och penningpolitiken. Jag tycker att erfarenheten från pandemin är att finanspolitiken har frihetsgrader att agera mycket kraftfullt. Den gjorde det, och detta var fullt förenligt med det finanspolitiska ramverk och den ordning vi har. Jag tycker därför att the proof of the pudding is in the eating. I detta fall visade det sig att de frihetsgrader som åtminstone jag har sökt på detta område är för handen. Jag ser således ingen anledning att hasta i väg med något tänkande kring förändringar där.

Däremot är det allom bekant att riksdagen och alla partier som står bakom överenskommelsen om det finanspolitiska ramverket gemensamt kommer att samlas under de kommande åren för att se över eventuella förändringar inför 2025. I en sådan diskussion tycker jag att inspielen från Finansinspektionen har en rimlig plats. Det är sådant som vi bör reflektera över i god ordning utan att rusa i väg.

Sammanfattningsvis har vi sett en kraftfull återhämtning i svensk ekonomi. Samtidigt har vi sett både tillgångspriser och skulder eskalera. Detta gäller inte minst i den kommersiella fastighetssektorn. Detta är en utveckling som vi måste hålla ögonen på under de kommande åren.

Jag har gjort några utvecklingar om penningtvätt, hållbar finansiering och cybersäkerhet, och sedermera har jag korthugget kommenterat tidigare talare.

Björn Wiechel (S): Ordförande! Jag tackar för intressanta föredragningar. Många av diskussionerna har förts förr. Mycket av materien är bekant, men det är väl så att man behöver nöta på för att påverka en debatt. Jag vill trots detta ställa två frågor, en som berör räntekänslighet och en som berör inflation.

Den första frågan vill jag ställa till framför allt Finansinspektionen och Riksgälden. Det har återkommande talats om räntekänslighet. Samtliga talare har nämnt den. Men det finns andra debattörer som påpekar att det är en ny räntemiljö i dag än jämfört med för till exempel 20 år sedan. De menar att man måste se till tillgångssidan och att även om det skulle finnas en räntekänslighet innebär detta att mindre justeringar kan påverka inflationen, vilket gör att man inte förväntar sig några drastiska rörelser. En eventuell förändring kommer att ske mycket över tid. Svaren kan alltså variera beroende på vilka förståsigpåare som ger sig in i debatten.

Ni får gärna kommentera den diskussionen, i synnerhet frågan om kommersiella fastigheter. Där ser vi en eventuell strukturomvandling, framför allt vad gäller centrumhandel och sådant som har nämnts. Är detta ett potentiellt systemhot för den finansiella stabiliteten? Ni får gärna nämna något om det.

Den andra frågan handlar om inflationstrycket. Riksbankschefen nämnde att vi importerar vår räntemiljö. Vad hindrar att vi importerar även

inflationssmiljön i det här läget? Vissa menar att det för svensk del är stor skillnad jämfört med exempelvis USA. De har haft enorma stimulanser, de har flaskhalsar i produktionen som ökar varupriserna och de har dessutom en annan lönebildning som gör att lönerna stiger. Men det kan hända att det vandrar över haven ändå. Min fråga är: Varför skulle detta inte ske i Sverige?

Finansmarknadsministern får gärna kommentera detta om han finner skäl för det.

Elisabeth Svantesson (M): Låt mig börja med att hälsa Karolina Ekholm välkommen till sin första dag på jobbet. Det är roligt att ha henne med här.

Jag har två frågor. Den ena, som jag riktar till Stefan Ingves och Erik Thedéen, handlar om riskerna vad gäller de kommersiella fastighetsföretagen. Redan före pandemin var jag rätt bekymrad över tillgångspriser, skulder och bankernas exponering mot de kommersiella fastighetsbolagen. Det har inte blivit lugnare under pandemin, snarare tvärtom eftersom både tillgångspriserna och skulderna har ökat. Erik Thedéen var inne på att detta kan bli ett problem till nästa kris. Jag vill spetsa till frågan lite grann. Hur oroade är Stefan Ingves och Erik Thedéen över detta? Skulle det till och med kunna vara en orsak till nästa kris? Vi vet som sagt att det finns mycket korsäggande och annat inom sektorn som kan skapa instabilitet. Det var den ena frågan.

I min andra fråga är jag inne på samma sak som föregående frågeställare. Jag inser att när man ställer frågor kring inflationsfrågan blir det egentligen ett seminarium för var och en av talarna, men kortfattat: De flesta verkar nu tänka att detta är tillfälligt. Vi har haft en kris, och det finns flaskhalsar och olika skäl till att det är tillfälligt.

Men om vi ändå tänker tanken: Vad anser ni talar för att det inte bara behöver vara tillfälligt? Vi har haft en chock, och då kan man tänka att det är tillfälligt, men det kan också vara så att vi ser ett skifte nu i inflationen. Vad talar för detta? Det går inte att inte ställa den frågan när ni alla är samlade på ett sådant här seminarium, för det påverkar i hög utsträckning svenska hushåll och företag och vad som händer med räntan framöver. Jag vill gärna höra om ni ser något som talar för att det inte är tillfälligt.

Karolina Ekholm, Riksgälden: Fru ordförande! Jag ska börja med att säga något om Björn Wiechels fråga om räntekänslighet. När man har väldigt hög skuldsättning är det klart att förändringar i räntor som drivs av penningpolitiken, det vill säga om Riksbanken bestämmer sig för att försöka bekämpa stigande inflation genom att höja styrräntan till exempel, är en åtgärd som kan få stort genomslag, givet att skuldsättningen är så hög och många har rörlig ränta, som Stefan Ingves visade i sitt anförande. Detta skulle kunna begränsa behovet för Riksbanken att höja räntan i ett läge där man behöver strama åt penningpolitiken, vilket kan göra att vi kanske skulle förvänta oss att se fortsatt låga räntor framöver.

När vi pratar om räntor på bostäder och räntor som möter kommersiella fastighetsbolag är det viktigt att ta hänsyn till att de påverkas av andra saker än just Riksbankens styrränta. Det finns olika riskpremier och sådant, och de kan helt plötsligt stiga om det uppstår osäkerheter kring låntagarnas förmåga att betala på sina lån. Därför kan man inte helt bortse från risken att de räntor som möter dessa högt skuldsatta aktörer faktiskt stiger. Detta behöver vi ta höjd för.

Elisabeth Svantessons fråga om inflationen är the million dollar question. Är det tillfälligt eller inte? Många bedömare tror inte att det är ett tillfälligt inflationstryck uppåt i USA. Men USA ser ganska annorlunda ut jämfört med Europa. Man har bättre argument för att hävda att inflationen fortsatt kan bedömas som tillfällig på europeisk botten, men allt handlar om hur inflationsförväntningarna påverkas och hur detta i sin tur sedan föder in i våra avtalsrörelser, som leder till löneökningar.

Det har nyligen kommit siffror på att reallönerna inte på länge har ökat så lite eller fallit så mycket. Detta är något som man behöver vara uppmärksam på. Vi skulle kunna få en mer självgenererande process som höjer inflationen mer varaktigt via stigande inflationsförväntningar och höjd lönetillväxt. Men fortsatt är detta en öppen fråga. Jag tror att väldigt mycket handlar om att kommunicera om den fortsatta penningpolitiken.

Stefan Ingves, Riksbanken: När det gäller den första frågan, som berör kommersiella fastigheter, ser man, om man tittar på många länder över långa tidsperioder, att kommersiella fastigheter brukar förorsaka mer problem än hushållssektorn.

Vad gäller hushållssektorn ser lagstiftningen olika ut i olika länder, men i princip har bankerna pant i hushållens inkomst. Det innebär att även om man har problem med att betala lånen fortsätter man att ta en del av sin inkomst till att betala på lånen nästan hur länge som helst.

Kommersiella fastigheter är däremot i regel aktiebolag. När man inte kan betala går man i konkurs, och då blir bankerna sittande med panterna. Det tar ganska lång tid att sortera ut det där, och hur det fungerar vet vi som var med på 90-talet mycket om. Det finns därför all anledning att hålla reda på vad som sker inom området kommersiella fastigheter och på hur fort det kan gå när allt går åt andra hållet.

Det är inte så när man gör affärer inom detta segment eller i största allmänhet att man har en plan att göra dåliga affärer. Alla vill ju göra goda affärer, men det som tenderar att inträffa är att världen blir helt annorlunda än vad man trodde. Det är då bekymren kommer, och det är därför man noggrant måste hålla ögonen på just kommersiella fastigheter eftersom man får pant i fastigheter. När man tar panter i anspråk och det inte finns några hyresgäster kommer panten inte att generera något kassaflöde eller någon intäkt. Det är därför det slår så hårt när man får problem inom just segmentet kommersiella fastigheter.

När det gäller den andra frågan om räntekänslighet och hur man ska se på det har vi redogjort för detta många gånger. Räntekänsligheten finns där. Jag tror att det är viktigt att poängtera att ämnet för dagen är finansiell stabilitet och att det är därför vi pratar om räntekänslighet.

Jag har arbetat med liknande frågor i helt andra delar av världen, och där har svaret varit ungefär så här: ”Nej, vi behöver inte göra stresstest, för om det uppkommer ett problem löser vi det omedelbart.” Men det brukar inte riktigt fungera på det sättet, så i det avseendet menar jag att det är väl använd tid att fundera kring begreppet räntekänslighet och vad som kan hända där på lite längre sikt.

Den stora frågan här och som Karolina Ekholm redan har kommenterat är inflationen, inflationen i världen och inflationen i Sverige. Den 10 februari, i nästa vecka, kommer vi att redogöra för vårt penningpolitiska beslut, och då går vi igenom vår syn på inflationen, inflationstakten och inflationsprognoser i detalj.

Man kan reflektera över inflationen och inflationstakten i Sverige i närtid. En mycket stor del av den inflation vi mäter just nu har energipriser som en dominerande komponent. Om man drar bort energipriserna hamnar inflations-takten faktiskt en bit under 2 procent. I det avseendet skiljer sig Sverige, i varje fall för närvarande, från ganska många andra länder när det gäller vad som sker på inflationsområdet.

Vår bedömning när vi pratade om detta i december var att inflationen kommer att gå ned längre fram, även om den är hög i dagsläget, men vi kommer som sagt att gå igenom detta mer i detalj i nästa vecka.

Ordföranden: Det blir spännande att ta del av.

Erik Thedéen, Finansinspektionen: Vad gäller räntekänsligheten får man ibland en diskussion kring om vi och andra har något slags 90-talsscenario i bakhuvudet. Detta verkar inte seriöst givet att den globala räntenivån har gått ned. Jag håller med om det, så därför ska man vara lite försiktig när man pratar om räntekänslighet.

Problemet är att vi inte behöver tänka oss några 90-talsnivåer för att se att det kan bli stora problem. Stefan Ingves visade bland annat hur mycket räntekvoten, det vill säga räntornas andel av disponibelinkomsten, kan öka bara med en uppgång på 3 procentenheter. Man kan reflektera över om det är en hög nivå eller inte. Det är ungefär där eller något högre man ligger i USA.

USA 2022 är annorlunda än Sverige, men landet är inte helt väsensskilt från Sverige. Där har man räntenivåer som för svenska hushåll skulle innebära en ganska stor förändring. Den som betalar 7 000 i ränteutgifter i dag skulle betala tre gånger så mycket, 21 000, i ett sådant läge. Räntekänsligheten är alltså, även med små ränteförändringar, ganska betydande. Jag tycker ändå att detta är rimligt, trots att jag förstås håller med dem som säger att vi har en global förändring av ränteläget.

Vi har räknat på hur det ser ut på den kommersiella fastighetssektorns sida. Där är det lite annorlunda. Hushållen går inte i konkurs om räntan går upp med 3 procentenheter. De får det tuffare ekonomiskt, och detta kan slå på allmän efterfrågan och ekonomisk utveckling för Sverige.

Den kommersiella fastighetssektorn får mycket stora problem om räntorna går upp med 3–4 procentenheter. Detta har vi räknat på, och det visar sig att det är ganska många bolag som då hamnar i ett läge där de antagligen kommer att få svårt att låna pengar både i bankerna och definitivt på obligationssidan.

Jag kommer tillbaka till det som Karolina Ekholm pratade lite om, nämligen att vi när vi pratar om det allmänna ränteläget ofta pratar om Riksbanken och om statspappersräntor. Men vi skulle kunna få ett läge där enskilda eller kanske många fastighetsbolag, trots låga räntor från Riksbanken, tvingas betala väldigt höga räntor därför att de helt enkelt innebär en betydande kreditrisk. Man får alltså hålla tungan rätt i munnen lite när man funderar på vilka räntor vi pratar om. Jag menar att det är motiverat att prata om att de är räntekänsliga. Det krävs inte så stora uppgångar. Det här går inte bort bara för att vi i någon mening lever i en ny värld.

Hur orolig ska man då vara för kommersiella fastigheter, frågade Elisabeth Svantesson. Jag vill inte svara på den frågan, men det är några saker som utmärker fastighetssektorn. En sak är att den är väldigt räntekänslig. Sedan kan man säga att den svenska fastighetssektorn på gott och ont är kommersialiserad, det vill säga den är i bolagsform, korsägande och historiskt sett börsnoterad. Allt detta finns det många stora fördelar med. Det går att göra snabba strukturförändringar, göra om fastighetsbestånd och hantera dessa mer effektivt. Men det innebär också att de köps och säljs och skuldsätts och på så sätt blir mer känsliga.

När det gäller frågan om inflation tänker jag på något som gäller många av dessa resonemang. I stället för att fundera på om det skulle kunna bli inflation tycker jag att man som beslutsfattare på olika sätt ska tänka i risker. Om någon skulle fråga mig om risken för att Sverige har 3 procents inflation om två år är högre eller lägre i dag än den var för ett år sedan skulle jag, utan att vara någon inflationsexpert, säga att det är ganska uppenbart att den är högre. Är den hög? Nej, det tror jag inte, men den är definitivt högre. Detta beror bland annat på det som frågeställarna tog upp.

Om vi har en global trend med stigande inflation och amerikanska företag och hushåll som drabbas av högre inflation är det klart att det påverkar resten av världen på det ena eller andra sättet. Jag tycker att det ändå finns anledning att vara vaksam, men jag ska också ta del av det som Riksbanken kommunicerar i nästa vecka. Sett till marknadsprissättningen, alltså den samlade bedömningen av dem som köper och säljer värdepapper, blir bedömningen att inflationsrisken har gått upp, inte dramatiskt, men den har gått upp. Detta är också min hållning.

Finansmarknadsminister Max Elger (S): Återigen: Det är svårt att tillägga något efter att tre så kunniga talare har kommenterat frågorna.

Sammanfattningsvis har alla lyft upp problemet med hög skuldsättning och den därmed förknippade ökade räntekänsligheten. Det är bra att vi har en sådan samsyn, för det innebär att vi kommer att ägna vår uppmärksamhet åt det stabilitetsproblemet.

Jag tycker att det, som både Riksgälden och Finansinspektionen lyfter upp, är bra att man också måste titta på riskpremierna i enskilda branscher, inte minst den kommersiella fastighetssektorn, som kan börja leva ett eget liv. Detta ska man ha ögonen på.

När det gäller inflationen gör jag egentligen ingen annan bedömning än andra. Det finns en del tillfälliga faktorer som går att peka på: energipriserna, de flaskhalsar vi hade under pandemin, naturligtvis, och kanske ett mått av uppdämd efterfrågan under de korta ögonblick av frihet som vi har fått uppleva.

Jag är nog i grunden enig med Karolina Ekholm och Erik Thedéen om att här gäller det att hålla koll på förväntningarna. Om dessa rör sig uppåt har vi en annan situation än den vi har i dag.

Dennis Dioukarev (SD): Fru ordförande! Tack, allihop, för era presentationer!

Jag fastnade för något i protokollet från decembermötet. Där pratade Finansinspektionen om att tröskeln för att återinföra stödåtgärder ska vara väldigt hög. Detta håller jag naturligtvis med om, men i det sammanhanget vill jag ställa en fråga som grundar sig i om avståndet till denna tröskel har minskat de senaste månaderna.

För hushållen är de boenderelaterade utgifterna normalt sett den största utgiften, och jag tror att det finns en förståelse ute i stugorna för att det exceptionellt låga ränteläge som vi har haft inte kommer att vara för alltid. Detta tror jag att man har tagit höjd för i sin budgetplanering. Men att man skulle åka på en elprishock och en drivmedelsprishock tror jag inte att det är många som har räknat med, och det kan vi inte klandra folk för.

Dessa saker i kombination menar jag ökar risken för samhällsekonomiska problem och minskar hushållens motståndskraft. Det är klart att en elräkning på 14 000–15 000 plus bränslepriser som är bland de högsta i världen påverkar hushållens möjligheter att upprätthålla konsumtion. Det innebär redan här och nu en privatekonomisk kris för många svenska hushåll.

Ponera att räntan skulle fördubblas, vilket i en historisk kontext inte alls skulle vara konstigt utan fortfarande skulle vara något slags normalränta. Ser Finansinspektionen, i ett sådant läge, att sårbarheten hos dem som sitter med bostadslån i dag, det vill säga vartannat svenskt hushåll, har ökat i sviterna av de höjda el- och drivmedelspriserna? Denna fråga är öppen för flera att besvara om man så önskar.

Lars Thomsson (C): Tack för de som vanligt väldigt intressanta dragningarna från experterna!

Jag hade egentligen tre frågor, men frågan om räntekänslighet har vi berört, så den släpper jag. Jag har två andra mer övergripande frågor som jag skulle vilja ställa.

Är det långsiktigt önskvärt att ha en så låg räntenivå som vi har haft under lång tid? Vi ser nu att den medför påtagligt högre risker för både hushåll, fastighetsbranschen och andra. Vi vet också att det blir följd effekter på bostadsmarknaden och att unga har svårt att komma in där. Frågan är alltså om det är långsiktigt önskvärt med en så pass låg räntenivå.

Något annat som ger mig mycket huvudbry är att vi lever i en extremt osäker omvärld, mer osäker än på länge. Det är en kombination av dels en pandemi, dels ett eskalerande säkerhetsläge – man ska nog uttrycka det som ett säkerhetshot – och dels ett klimathot som bara kommer att öka i både styrka och hastighet. Detta gör att jag funderar på hur Sverige och den svenska finansiella stabiliteten kommer att drabbas, då vi är ett litet exportberoende land med en liten valuta. Vad ser ni för effekter för Sverige med den osäkerhet som vi har i världen totalt sett?

Finansmarknadsminister Max Elger (S): Jag ska börja med frågan från Dennis Dioukarev, som i allt väsentligt riktade sig till Finansinspektionen och, som jag tolkade det, de amorteringskrav med omnejd som Finansinspektionen har genomfört. Det är Finansinspektionens prerogativ att sätta dessa krav, och jag själv ska inte ha för mycket åsikter om det.

Jag kan säga som jag sa tidigare. På ett allmänt plan tycker jag att det finns en övertro på att förändringar av reglerna skulle leda till att man rumsterar om i ordningen bland dem som står i kö till bostäder och annat. Det troliga, om man ändrar amorteringskraven, är att tillgångspriser och skuldsättning kommer att öka men att det inte kommer att lösa några samhällsproblem. Detta är åtminstone min analys, men jag ska överlåta till Erik Thedéen att kommentera sambandet mellan amorteringskrav och hushållens ekonomi här och nu.

När det gäller de långsiktiga frågor som Lars Thomsson lyfter vill jag inte uttrycka mig om huruvida det långsiktigt är önskvärt eller inte med en lågräntemiljö. Jag tror inte att det är en rimlig prognos om man drar ut den långa sikten väldigt länge. Anledningen till att vi har en ränta är att människor ska kompenseras för att de avstår från konsumtion i dag och i stället konsumerar i morgon. Det har man historiskt sett alltid behövt något slags kompensation för, och det är min förväntan att vi kommer att ha det läget även framgent.

Men vi ska väl säga att frågan om när vi återinträder i det tillståndet är ännu mer av en million dollar question än den som vi tidigare talade om här i dag. Jag låter detta därför vara osagt, och jag har gott sällskap av en mängd förbryllade ekonomer i den frågan.

Slutligen gäller det stabilitetsriskerna med hänsyn tagen till klimatet och säkerhetsläget. Vi hade ett samtal i stabilitetsrådet förra veckan med anledning

av säkerhetsläget. Där var bilden att de exponeringar som svenska finansiella institut har mot de länder som det nu talas om är mycket begränsade och att de således inte utgör någon direkt risk för den svenska finansiella stabiliteten. Men Sverige är mycket riktigt en liten öppen ekonomi, och skulle oro utbryta på världens finansmarknader skulle sådan turbulens säkerligen komma oss till del också. Finansmarknaderna är mycket väl integrerade.

När det gäller klimatrisker tror jag att Sverige har det bättre förspänt än många andra länder, eftersom vi har en energimix som i allt väsentligt är koldioxidfri.

Erik Thedéen, Finansinspektionen: Ordförande! Jag antar att frågeställaren undrar över tröskeln för att vidta lättnader, till exempel lättnader i amorteringskrav. Jag tycker att den tröskeln ska vara hög, för det handlar om att bygga motståndskraft. Det genomsnittliga hushåll som amorterar kommer att ha lägre skulder när krisen slår till. Det går in i krisen med lägre skulder. Det kommer att vara någonting som är positivt för det hushållets, så att säga, förtroende när det gäller att upprätthålla konsumtion och leva livet som vanligt även om andra utgifter stiger.

I grund och botten är lösningen alltså inte att lätta på krav och på så sätt upprätthålla en högre skuldsättning. Sedan kan det finnas situationer där det är läge att lätta på kraven. Det var en sådan för två år sedan, i februari och mars 2020.

Jag tycker inte att det finns anledning att tänka i de banorna på grund av el- och oljepriser. Om man tittar lite mer makromässigt på detta kan man säga så här: Svenska hushåll har ändå på det stora hela – och jag vill understryka ”på det stora hela” – en väldigt god utveckling. Det är alltså en stark inkomstutveckling. Det har typiskt sett varit en väldigt låg inflation. Det är en stark sysselsättningstillväxt. Sammantaget är inflationen låg även om den precis har stigit lite grann på grund av dessa effekter.

Här får man väl följa utvecklingen. Om det skulle ge stora effekter på både prisutveckling och konjunkturutveckling finns det väl anledning för många att agera på olika sätt, men jag ser inte att vi skulle agera på elpriser eller på oljepriser eller på annat. Det innebär inte att jag inte förstår att det finns hushåll och företag som är mycket drabbade av denna kraftiga uppgång. Det ska man definitivt ha stor förståelse för, men jag tror inte att vi ska agera med amorteringskrav för att hantera den situationen.

Sedan är det en fråga från Lars Thomsson om huruvida det är önskvärt med låga räntor. Det är väldigt svårt att säga. Någon gång fick jag frågan: Det är väl inga problem om räntorna är låga om vi *vet* att de är låga? Det tycker jag är en ganska bra ingång. Skulle någon kunna garantera att räntorna skulle vara så här låga i all evighet skulle ekonomin få svänga in efter det, och då är det väl inga större problem. Problemet är att vi inte kan garantera det.

Stefan Ingves visade här att vi lever med tydligt negativa realräntor. Det är ändå en anomali på lång sikt, om man ska försöka förstå ekonomisk teori, så

att säga. Man kan inte vara negativ i all evighet. Därmed är ränteläget, tycker jag, ett problem. Riskerna ökar för att det kan bli i alla fall mindre ökningar och kanske även större ökningar. Då har det ju visats att skuldsättningen i systemet, exklusive staten, i företagssektorn och i hushållssektorn är hög. De kommer då att drabbas.

Sammantaget skulle jag nog vilja säga att de extremt låga realräntorna i någon mening har varit motiverade, men de är inte önskvärda på lång sikt. De leder helt enkelt till en konstig syn på till exempel investeringars lönsamhet och annat, och det finns risk för spekulation och tillgångsbubblor och sådant.

När det gäller en osäker värld tycker jag att man generellt sett kan säga så här: Små länder har alltid lite mindre manöverutrymme när det blir kris. De måste alltid ha lite större säkerhetsmarginaler – det är en lärdom från 90-talskrisen. Därför är det otroligt bra att vi har bra statsfinanser och låg statsskuld.

Några kanske missuppfattade mitt inledande anförande, som att jag ville att finanspolitiken skulle bli mer slapphänt och att vi därmed skulle få stora underskott. Det handlade mer om att den skulle vara mer aktiv, både gasa och bromsa, så att säga. I grund och botten är goda statsfinanser något som gör att vi inte är så sårbara, och det ska vi verkligen behålla. Men de övriga höga skulderna är en sårbarhet, och det är något som investerare och andra kommer att titta på om det börjar blåsa ordentligt internationellt – av geopolitiska skäl eller av andra skäl.

Att vara ett litet land med en liten valuta innebär alltid en utsatt situation i den meningen. Vi får act accordingly, som man säger på engelska. Vi får helt enkelt anpassa vår politik efter det. Det tycker jag att vi har gjort på den statsfinansiella sidan, men vi har kanske inte gjort det lika tydligt när det gäller övrig skuldsättning. Det är klart att det finns risker här.

Stefan Ingves, Riksbanken: Jag har inte så mycket att tillägga. Det är ovanligt med långa perioder med negativ realränta. Det leder kort och gott till att det är lätt att låna, och då uppkommer de risker som vi har pratat om i dag.

Detta är en ovanlig period. Jag kan inte säga när realräntorna blir positiva igen på global nivå, vilket påverkar Sverige, men det är rimligt att anta att räntorna så småningom kommer att stiga. För egen del tror jag att det vore bra för samhällsekonomin om vi kunde återgå till ett läge med positiva realräntor. Men som sagt: Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi kan inte ändra på världen, och med helt fria kapitalrörelser lever vi med vad som sker runt omkring oss.

Erik Thedéen tog upp detta: Vad händer i en liten öppen ekonomi? Ja, vi har färre frihetsgrader än stora ganska slutna ekonomier. Och när det händer saker i vår omvärld får vi, så att säga, facit snabbare än man får i en stor ekonomi. Det innebär att det krävs anpassningar av oss på ett annat sätt än det kanske krävs på många andra håll.

Samtidigt kommer sig vårt välstånd av att vi säljer grejer till andra. Av den anledningen är det naturligtvis oerhört angeläget att det inte är vilka oredor

som helst i vår omvärld, även om vi inte styr över det utan helt enkelt har att leva med vad som händer.

Mer i närtid tänker jag på att det inte är första gången det trasslar till sig i vårt grannskap. Jag tänker på vad som nu sker och på funderingar mer kring det geopolitiska läget. Det har trasslat till sig tidigare på andra sätt. Vi har tittat på vem som har lånat ut mycket pengar till dessa delar av världen även under tidigare episoder. Man kan grovt förenklat säga så här: Ju närmare man kommer, desto mindre pengar har man lånat ut. Det betyder att det i det avseendet inte finns några större risker i vårt grannskap när det gäller att vi skulle vara exceptionellt exponerade jämfört med många andra länder. Detta har ju hänt många gånger tidigare, och vi har dragit lärdomar av det historiskt. I det avseendet är risken alltså begränsad.

Karolina Ekholm, Riksgälden: Nu blir det verkligen svårt att komma med något som kan innebära ett bidrag till vad som redan har sagts. Jag har i princip samma syn som Erik Thedéen och Stefan Ingves när det gäller Lars Thomssons frågor.

När det gäller ränteläget är det klart att man kan leva med ett väldigt lågt ränteläge om man kan vara helt säker på att det är konstant och inte ändras i någon större utsträckning. Men det som skapar risker är att det kan komma att ändras, och i och med att det är så extremt i dagsläget har vi all anledning att tro att det inte kommer att vara konstant.

När det gäller hur osäkerhetsfaktorerna påverkar en liten öppen ekonomi som den svenska är det precis som Erik och Stefan säger. En liten öppen ekonomi har mindre säkerhetsmarginaler och behöver kanske därför vidta mer kraftfulla åtgärder för att skaffa sig skyddsvallar av olika slag. Som jag var inne på är väl den yttersta skyddsvallen de starka offentliga finanserna, så det finns all anledning att bibehålla dem.

Ulla Andersson (V): Jag sitter i Gävle, med snö utanför fönstret. Det är en fin bild. Jag tackar för era föredragningar.

Välkommen, Karolina Ekholm! Du kommer att klara det här jobbet bra. Jag känner mig trygg med dig där. Jag tänkte ställa min första fråga till dig. Du tog i ditt anförande upp statsobligationsmarknaden. Det är ett problem, enligt vad jag känner till, som fanns redan före pandemin. Marknaden blev allt mindre. Sedan har Riksbanken köpt upp en stor del av statsobligationerna, vilket också gör att den fungerar allt sämre. Som du tog upp finns det risk i det. Samtidigt ser vi att planen utifrån finanspolitiken är att statsskulden ska fortsätta minska, trots att vi egentligen har ett utrymme att öka den och har efteråtta investeringar.

Jag skulle gärna vilja att du utvecklar lite kring vilka risker du ser framåt på statsobligationsmarknaden – du tog upp fördyrade kostnader och så vidare – om utvecklingen ser ut att fortsätta som den är nu.

Min andra fråga tänkte jag rikta till Riksbanken. Vi har ofta diskuterat problemen med moral hazard och finanssektorn, att staten täcker upp för bankernas förluster. Nu ser vi en ny väg med tanke på pandemin och de uppköp som har varit. Det finns risk att andra branscher förväntar sig att staten ska vara där och täcka upp. Fastighetssektorn är väl något som har diskuterats här. Och vi ser hur skuldsättningen ökar. Samtidigt har vi en väldigt låg riskpremie. Detta kommer att påverka den finansiella stabiliteten.

Erik Thedéen tog upp detta med att finanspolitiken måste kliva in och ta ett större ansvar i det läge som är framåt för att möta konjunktursvängningar och så vidare. Hur ser riksbankschefen på riskerna för moral hazard inom andra sektorer? Jag tycker att det känns ganska oroväckande, inte minst med tanke på det vi ser inom fastighetssektorn.

Sedan har jag en fråga till finansmarknadsministern. Jag tycker att det är bra att ni uppskattar den utredning som vi och Kristdemokraterna drev igenom kring penningtvätt, och jag förväntar mig att det ska komma många nya förslag utifrån den utredningen. Men det jag tänkte fråga om gäller hushållens ökade skuldsättning.

Jag delar bedömningen att vi inte ska släppa på amorteringskravet. Vi var det parti som efterfrågade det först av alla, och jag tycker att det fortfarande är mycket relevant. Däremot har jag länge tyckt att vi borde trappa ned ränteavdragen. Vi försökte få till en överenskommelse med den borgerliga regeringen om att trappa ned ränteavdragen. Jag undrar om inte finansmarknadsministern nu borde ta ett initiativ där vi samlas politiskt, inte minst utifrån de bilder som har getts här i dag, för att försöka komma överens om en försiktig nedtrappning av ränteavdragen.

Det är inte sunt att staten ska driva på en skuldsättning på det sätt som vi gör med ränteavdragen och med de konsekvenser som det får. Jag vet att många partier tycker att detta vore en rimlig väg att gå, och jag tycker att regeringen borde ta ett sådant initiativ. Därför frågar jag nu finansmarknadsministern om det.

Min sista fråga går till Finansinspektionen. Ni har ett diagram i er rapport där ni visar företagssektorns ökade skuldsättning, hur den har ökat under lång tid och nått nya rekordnivåer före pandemin. Jag gissar att även aktieutdelningen från bolagen har ökat. Då blir inte bolagens kassa så stabil som den skulle behöva vara, och därmed ökar risken för att staten måste gå in vid en kris.

Jag tänkte höra om Finansinspektionen har funderat på om vi skulle sätta upp något regelverk före en kris för hur bolag bör se till att hålla en bra kassa för att staten ska gå in och ta en del av det ekonomiska ansvaret för att förhindra att en kris djupnar. Jag hoppas att du förstår hur jag menar.

Jag tycker nämligen inte att det är sunt att staten ska behöva gå in i ett så tidigt skede. Det är väl mer rimligt att dessa bolag får ta av sin egen kassa, och det borde finnas ett ansvar i företagen själva att göra det. Många gör det, men vi ser också en tendens till motsatsen. Därför tänkte jag höra om man har funderat på om vi i politiken skulle kunna sätta upp något regelverk i förväg för

att signalera att vi framåt kommer att förhålla oss till hur de har skött sin egen kassa, så att säga.

Robert Halef (KD): Ordförande! Tack, alla, för presentationerna! I Finansinspektionens rapport *Stabiliteten i det finansiella systemet* går att utläsa bland annat detta: Under år 2021 har ökningstakten för hushållens bolån stigit ytterligare från en redan hög nivå. De kraftigt stigande bostadspriserna har gjort att hushållen tagit större lån och fått växande hushållsskulder. Det står även att utlåningen till hushållen ökar snabbare än hushållens disponibla inkomster.

Mot bakgrund av detta har jag följande fråga till Erik Thedéen, Finansinspektionen: Anser ni att det finns behov av att se över ränteavdragen? Om svaret är ja: Vad skulle ni bedöma som en rimlig nedtrappning av ränteavdraget?

Min andra fråga gäller den ökande inflationen. Riksbanken konstaterar att uppgången i inflationen i Sverige i hög grad beror på snabbt stigande energipriser. Vi vet att energibristen delvis beror på att regeringen stängt några kärnkraftverk under senare år. Och bristen är stor när det gäller kapaciteten. Detta beror även på reduktionsplikten när det gäller inblandning av biodrivmedel – det är 30,5 procent för diesel och 7,8 procent för bensin. Det har bidragit till höga priser på drivmedel.

Ordförande! Det är brist på drivmedel, och Sverige har bland EU:s högsta krav på reduktionsplikt, som bidrar till ökad inflation och höga kostnader för företag och hushåll. Min fråga till finansmarknadsminister Max Elger är: Anser ni att regeringen bör se över nivån på den höga reduktionsplikten eller sänka skatten på drivmedel för att dämpa inflationen?

Karolina Ekholm, Riksgälden: Tack för frågan från Ulla Andersson om varför försämrad likviditet på statspappersmarknaden är ett problem. Kan jag utveckla det? Ja, om statspappersmarknaden fungerar dåligt innebär det risker för staten som låntagare och för det finansiella systemet i stort. Statspappersmarknaden spelar en väldigt viktig roll både i normala tider och kanske framför allt i en kris.

För staten handlar det om risken för en minskad investerarbas, som jag var inne på, och högre upplåningskostnader över tid till följd av högre likviditetspremier. För den finansiella stabiliteten handlar det om en ökad sårbarhet, som i värsta fall kan skynda på ett krisförlopp. Blir det en kris är det vanliga att efterfrågan på säkra placeringar stiger ganska dramatiskt. Är det då brist på sådana placeringar i systemet kan det bli extra stökigt, och det kan då fortplanta sig till andra delar av den finansiella sektorn. Man kan nog säga att marknaden för statspapper utgör ett slags bottenplatta i det finansiella systemet, och om inte den bottenplattan fungerar väl ökar risken också i de andra delarna av systemet.

Sedan ska jag nog påpeka att Riksgälden alltid kan låna de pengar som staten behöver, så det är inte fråga om det. Men det kan bli en fråga om vad det

kostar att låna. Och, som sagt, det kan bli de här spridningseffekterna på de finansiella marknaderna i en turbulent situation.

Man kan fundera över vad man ska göra åt detta. Det är kanske inte rimligt att staten ska skuldsätta sig när den inte behöver det för att få till en fungerande statspappersmarknad. Jag tror att detta är något som man behöver titta på i ett lite bredare perspektiv där man tittar på hela räntemarknadens funktionssätt och roll i det finansiella systemet.

Stefan Ingves, Riksbanken: Tack för Ulla Anderssons fråga om Riksbanken, penningpolitiken och hur vi hanterar de här frågorna! Det är många olika delar i detta. En del är penningpolitikens genomslag under någorlunda normala omständigheter, och då gäller det att alltid förstå hur finanssektorn ser ut och hur finanssektorn omformas över tiden. Obligationsmarknader av olika slag har blivit allt större under årens lopp, och då gäller det att förstå och kunna hantera de marknaderna.

Jag har ett exempel som har att göra med den diskussion vi för här i dag om hushållens bolån. Bostadsobligationsmarknaden är den helt dominerande marknaden i Sverige i dag för obligationer. Den är faktiskt mycket större än marknaden för statsobligationer, eftersom statsskulden är låg, som Karolina pratar om här. Då är det oerhört viktigt att den marknaden fungerar.

Sedan finns det några delar i det. I den bästa av världar – detta har Erik Thedéen, jag och andra pratat om här i dag – vill man att dessa marknader ska vara så robusta som det över huvud taget är möjligt så att de inte omedelbart faller isär. Vi har dessvärre haft några episoder i Sverige och också i ett stort antal andra länder där olika typer av obligationsfonder har slutat fungera och slutat fungera alldeles för fort. Det är inte bra, för i den bästa av världar ska staten gå in sist och inte först. Men för att det ska fungera på det sättet måste det finnas tillräckligt mycket riskbärande kapital i den privata sektorn, och det är en evig fråga och en evig kamp att se till att det är på det sättet. Till exempel de av oss som har hållit på med Basel III-regelverket vet vilken enorm lobbying det alltid förekommer från banksektorn. Och sakfrågan är i stort sett alltid densamma: Skruva i regelverken så att vi kan ha mindre eget kapital! Då måste någon vara villig att hålla emot.

Sedan har vi då den andra frågan och frågeställningen när det har gått riktigt illa, till exempel i systemet i sin helhet. Då finns det inte mycket annat val än att centralbanken bär den kollektiva risk som av någon anledning har uppkommit. Det finns helt enkelt ingen annan på den privata sidan som har den förmågan. Sköter man det på ett bra sätt brukar det i regel gå att vända den processen. Och sköter man det på ett bra sätt där man är villig att ta på sig risk under dessa omständigheter brukar det vara så att man till och med kan tjäna en del pengar, även om det låter osannolikt att det är så det fungerar.

Slutligen: I den mån enskilda institut har problem och man känner att det är nödvändigt att lämna nödkredit ska det inte göras lättvindigt. Under sådana omständigheter tar man, kort och gott, i pant precis allting som rör sig och lite

till. Vi har några erfarenheter av det sedan tidigare när de tidigare aktieägarna har klagat bittert över det som gjordes. Men det är precis så det ska gå till. Det är nämligen då man inser att även under besvärliga omständigheter behöver den privata sektorn betala sin del i detta.

Erik Thedéen, Finansinspektionen: Ordförande! Det är en väldigt spännande fråga, tycker jag, från Ulla Andersson. Det finns ju paralleller att dra här. Banksystemet var notoriskt understött av staten vid upprepade kriser. Man drog helt enkelt slutsatsen att bankerna och dess investerare började räkna med att staten skulle rädda dem, så de kunde hålla lite mindre eget kapital och skuldsätta sig mer, och därmed ökade riskerna ännu mer. Då sattes det in ett ganska betydande regelverk. Man höjde kapitalkraven och likviditetskraven och satte in det resolutionssystem som Karolina pratade om förut.

Då kan man fråga sig: Ska vi göra motsvarande även för andra företag? Jag är inte helt främmande för de resonemang som du för, Ulla. Möjligtvis kan man säga så här: Händer det en gång på 200 år att vi räddar ett antal hotell, flygbolag och restauranger kanske det så att säga är statens samlade ansvar att vara försäkringsbolaget för alla invånare i landet. Men skulle det börja prisas in som att det är ungefär så det fungerar, att staten är ganska villig att stödja företag i olika lägen av olika skäl, finns det kanske anledning att fundera på om man ska ställa tydligare krav.

Annars tänker vi oss att detta ska prissättas på marknaden så att bolag som skuldsätter sig för mycket helt enkelt kommer att få betala väldigt mycket för sin upplåning. Därmed kommer de att kapitalisera upp sig, och då kommer man att finna en balans. Men helt självklart tycker jag inte att det är. Jag tänker inte bara på de räddningar som har varit under denna kris. Det räddades ju ett antal bilbolag till exempel under finanskrisen. Så frågan är relevant.

Det kanske förskräcker lite grann nu när jag nämner landet Kina, för det är kanske inte dit vi brukar åka för att bli inspirerade när det gäller hur vi ska reglera marknader. Men där har man satt upp ett antal så kallade red lines för hur fastighetsbolagens balansräkningar ska se ut. Man har alltså i praktiken satt kapital- och likviditetskrav på fastighetsbolagen, åtminstone indirekt. Det är väl ett uttryck för att man helt enkelt ser dem som en stor risk.

Jag är inte här och nu beredd att säga att vi borde göra detta i Sverige. Men jag tycker att det finns all anledning för ratinginstitut och andra att tydligare börja kommunicera om vad de tycker är rimligt och rätt, för att på så sätt i alla fall skapa någon typ av marknadsmekanism i den riktning som du pekar på.

När det gäller frågan om hushållens skulder och ränteavdrag visade jag en bild på att det svenska skattesystemet i hög grad gynnar skuldsättning. Det är i det avseendet kanske bland de mest extrema skattesystemen bland OECD-länder.

Jag tycker att ränteavdragen bör justeras. Man kan titta lite på dem som har undersökt det här och se om det ska vara någon typ av neutralitet. Det finns en neutralitet mellan lån och sparande för att skattesystemet ska vara neutralt.

Kapitalinkomster beskattas de facto med ungefär 20 procent. En tanke skulle alltså kunna vara att ränteavdragen också bör landa där. Då får man den neutraliteten. Det skulle innebära att man justerar med 10 procentenheter. Det är väl rimligt att ta det i ganska små steg, så att det inte blir stora förändringar.

En stor fördel med det skulle vara att i någon mening alla hushåll skulle vara med i en stabilitetsåtgärd, det vill säga att det skulle vara rimligt fördelningspolitiskt. Amorteringskraven får kritik för att de slår mot förstagångsköpare. Det är ett faktum att det är dem de införs på, inte på dem som redan hade lån. Det är på så sätt skevare än det skulle vara när det gäller ränteavdragen. Jag skulle alltså förorda en avtrappning. Man ska göra det när ränteläget och konjunkturen är god, ungefär som i dag alltså. En ambition borde vara att gå ned till 20 procent.

Staten skulle dessutom få stora statsinkomster eller kanske minskade statsutgifter. Dem kan man fördela på olika sätt, genom att stötta hushåll som man kanske tycker har drabbats extra hårt till exempel av ränteavdragsförändringar eller använda dem på något annat sätt som regering och riksdag tycker är rimligt.

Finansmarknadsminister Max Elger (S): Jag börjar där Thedéen avslutade, med ränteavdragen. Det är ingen ny diskussion. Den har förts så länge jag kan minnas. Jag kan bara klargöra, vilket jag gjorde även i mitt anförande, att regeringen inte ser några förslag på det området. Det ligger inte i korten, utan vi får använda andra verktyg för att adressera de problem med skuldsättning som uppstår. Tidigare i dag har vi också diskuterat amorteringskraven med omnejd.

Jag fick också en fråga om behovet av att bidra till en dämpad inflation genom att se över kvotplikt och andra skatter. Vi står inte i begrepp att göra det, allra minst för att påverka inflationen i närtid. De höga elpriserna har adresserats genom det stöd till hushållen som finansministern och energiministern har presenterat. Det förefaller vara en väl avvägd mix i det förslaget. Jag ser alltså inga förändringar vad avser kvotplikt eller övrig beskattning för att adressera den högra inflationen.

Mats Persson (L): Fru ordförande! Tack till er från de olika myndigheterna och statsrådet som har varit med under dagen!

Det har varit mycket välkommet fokus på hushållens skuldsättning men också på den ökade belastning som många hushåll just nu lever med, med tanke på galopperande elpriser och diesel- och bensinpriser som är på en oerhörd hög nivå. Det är klart att det är ett skakigt läge för många hushåll här och nu. Det är ett stort ansvar för oss i riksdagen att se till att på olika sätt lyfta bort den börda som många hushåll nu har.

Min fråga gäller dock inte det som berör hushållen här och nu utan det som möjligen kommer att beröra hushållen längre fram: företagsobligationer och de företag som finansierar sig via dem. Flera av er har varit inne på att det kan innebära ökade obalanser och ökade risker.

Jag riktar min fråga främst till Stefan Ingves och möjligen till Erik Thedéen. Det gäller initiativet om benchmarking för företagsobligationer. Är detta tillräckligt? Behövs ökad reglering längre fram? Ser ni detta som ett första steg och att det i nästa skede behövs fler åtgärder? Jag bedömer detta som en stor risk och något som kan drabba hushållen längre fram. Det är därför viktigt att vi agerar proaktivt från politikens och från myndigheternas sida, så att verktygen finns. Jag är mycket nyfiken på svar om detta.

Janine Alm Ericson (MP): Jag vill instämna i tacken för bra föredragningar och tydliga svar på frågorna. Jag vill också säga: Välkommen, Karolina! Det ska bli roligt att jobba ihop.

Det har varit stort fokus på det som är här och nu: chocken efter pandemin, den ökade skuldsättningen och det som vi har fokus på inom rimligt snar framtid.

Klimatrisken och riskerna kopplat till den har också nämnts lite, framför allt av statsrådet. Jag läser i stabilitetsrådets protokoll från den 17 december att Finansinspektionen var på plats på COP i Glasgow och jobbade med just det här i en arbetsgrupp som arbetar med värdepapperstillsyn. Det är roligt att det är Sverige som har initierat arbetsgruppen som ska ta fram en global redovisningsstandard för klimatriser. Den ska utgöra grund för lagstiftning för att prissätta klimatrisker på ett bra sätt, så att kapital kan allokeras på rätt sätt.

Min fråga är kanske främst till Erik Thedéen: Hur går det med det arbetet? Går det snabbt framåt? Vad kan man förvänta sig för resultat? Nu jobbar vi annars med taxonomin. Kommissionens förslag är att fossilgas ska ingå där, vilket inte kommer att allokera pengar till det som är klimatsmart utan tvärtom.

Jag vill också veta om statsrådet eller Erik Thedéen vet om det görs några stresstester, försök eller så. Vi vet att det har investerats otroligt mycket pengar i kol, olja och fossilgas i världen i dag. Vi vet också att vi måste ställa om väldigt snabbt. Ju längre tid vi väntar, desto kortare tid kommer vi att ha på oss. Det kommer att ge större chocker och svårare effekter. Därför undrar jag hur man ser lite mer spot-on på hur de riskerna kan komma att se ut.

Det känns som att det inte riktigt finns den förståelse som behövs för problematiken och hur mycket det kan påverka på kort sikt. Vi ser till viss del nu hur vi påverkas av olika marknadspriser på de olika bränslena. Det är sådant vi kan förvänta oss kommer att öka. Hur kommer det att slå på stabiliteten och ekonomin i stort?

Ordföranden: Vi lämnar ordet till våra talare för den sista rundan. Det är alltså nu man får ge en avslutande kommentar, om man vill göra det.

Finansmarknadsminister Max Elger (S): Jag uppfattade kanske inte att frågorna var riktade huvudsakligen till mig, men jag ska ändå plocka upp tråden från Janine när det gäller inprisningen av klimatrisker. Jag har inte sådana

stresstester på mina fem fingrar just nu. Min minnesbild är dock att sådant faktiskt genomförs, inte minst i hägnet av IMF och motsvarande internationella sammanhang. Men det är inget jag kan redogöra för.

Som jag sa tidigare ska vi komma ihåg att Sverige är väl rustat i det sammanhanget, eftersom vi har en energimix som är nära nog fossilfri. Det är godartat.

Överlag tycker jag att vi har haft en bra diskussion i dag. Det är en ganska samlad problembild vi får oss till livs. Det handlar inte minst om den – som den har varit de senaste två åren – snabbt växande skuldsättningen i företagssektorn, med fokus på fastighetssektorn. Riksbankschefen gjorde en bra reflektion; historiskt har problemen vid finanskriser ofta börjat där i krokarna.

Det är bra att vi är samlade i vår analys. Det känns som att vi har en gemensam uppgift att noga följa utvecklingen på detta område de kommande åren. Därmed tackar jag för mig.

Erik Thedéen, Finansinspektionen: Ordförande! Jag går först till frågan om företagsobligationer. Ett antal initiativ tas nu för att den marknaden ska fungera bättre. Bland annat hade vi en tydlig dialog med branschföreträdare precis efter att krisen kom. De har frivilligt åtagit sig att ha bättre transparens. Förut var företagsobligationsmarknaden i praktiken helt mörk. Om jag skulle vilja veta vad det gjordes för avslut i går kunde jag alltså inte få det. Men det där är viktigt för att det ska bli en trovärdig marknad.

Det har blivit bättre. Det är positivt att vi kan ta ytterligare steg i den riktningen. Finansmarknadsministern talade också om att det pågår en översyn av regelverket på europeisk nivå. Jag hoppas att det kommer att göra att det blir ännu mer transparent.

När det gäller benchmarkstandard kan man fråga sig vad det handlar om i grunden. Det handlar om att det ska bli nya typer av investerare som köper och säljer företagsobligationer. I dag är det starkt beroende av fondmarknaden. Fonder är i allt väsentligt inget annat än privatpersoners sparande. Det som hände var att de blev oroliga och tog ut pengarna. Så kan vi inte ha det.

Vi måste ha fler och olika typer av placerare. Här tror jag att svenska försäkrings- och livförsäkringsbolag och pensionsfonder är avgörande. De har ganska låga andelar företagsobligationer. De har satsat på andra placeringar. En bättre marknad kan få den typen av aktörer att komma in. På så sätt kan vi få en positiv spiral. Den typen av aktörer är ju långsiktiga. De har typiskt sett 30- och 40-åriga horisonter. Det skulle bidra till ökad stabilitet på företagsobligationsmarknaden. Det tror jag vore bra.

Jag ser inte här och nu att det finns stora behov av att agera från politiskt håll, men det gör det möjligtvis när det gäller reformeringen på EU-nivå så att den inte lobbas bort, om uttrycket tillåts. Det finns förstås starka krafter som inte vill ha den transparensen. Man måste därför hålla i att man verkligen vill ha ökad transparens och därmed en bättre utveckling för den marknaden.

När det gäller klimatrisker har vi gjort en del mätningar på både försäkringsbolagssidan och banksidan. Svenska finansiella instituts direkta exponering mot klimatrisker är relativt begränsad. Men riskerna finns bland annat i balansräkningarna, och det finns förstås en indirekt effekt i den meningen att de är exponerade mot utländsk utveckling där exponeringen kan vara mycket större. Delvis tillsammans med Riksbanken kommer vi att genomföra mer stresstester på både banksidan och försäkringsbolagssidan.

Där kommer man in på prissättningsfrågan. Det som vi gjorde i Glasgow och som jag och Finansinspektionen har engagerat oss i är att hitta ett globalt spann. Man ska inte glömma bort att huvuddelen av utsläppen inte kommer från Europa utan från Kina och därefter USA. De har inte alls varit lika framåtlutade när det gäller att få bättre redovisningsstandarder på klimatområdet.

Att ha en global standard är otroligt centralt för att lösa den frågan. Vi kan inte nöja oss med att det blir bra i Sverige och Europa. Den här standarden kommer alltså inte att vara lika ambitiös som den europeiska, men den ska förhoppningsvis haka i den europeiska. För ett företag ska det alltså finnas en standard som åtminstone ska uppfyllas i alla länder.

Hur går det då? Det går bra, tycker jag. Men man ska veta att det är en internationell förhandling, som ständigt pågår. Men när vi satte redovisningsstandarder, långt innan jag hade det här jobbet, tog det sisådär tio år från ax till limpa. Nu hoppas vi att den här standarden kan ha sin CTCC, att den kanske kan börja användas, kanske till och med det här året eller i början av nästa år. Då har det från ax till limpa tagit två år. Jag tycker att man kan säga att det har gått väldigt snabbt.

Det finns dock stora politiska utmaningar med att få ihop det amerikanska synsättet med det europeiska och det asiatiska. Men det går definitivt i rätt riktning. Och då kan vi kanske få till en bättre prissättning och på så sätt styra kapitalet mer rätt.

När det gäller anpassning vore det bästa om vi fick en gradvis anpassning av företagen så att det inte blir krascher. Det tycker jag ändå att det finns tydliga tecken på i bransch efter bransch. Där kan prissättningen hjälpa till.

Svaret på frågan är alltså att det går bra, men jag är liksom frågeställaren förstås ganska frustrerad över att det är fråga om stora risker där man kanske skulle vilja se ännu snabbare resultat.

Jag vill avsluta med att säga det som jag inte lyckats säga men som alla andra har lyckats med: Välkommen, Karolina, till den här gruppen! Det ska bli väldigt kul att få jobba mer med dig. Vi har sett varandra i tidigare sammanhang. Jag får också säga: Välkommen, Max, inte Mats, till den här gruppen! Det är kul att vara med i en diskussion med er.

Sammanfattningsvis: Riskerna ökar. Det är i alla fall min tydliga bedömning. Riskerna har ökat de senaste ett två åren. Jag tycker att vi har god motståndskraft vad gäller staten och banksystemet. Men vi har en betydande utmaning med den ökade skuldsättning som sker i företagssektorn och i hushållssektorn.

Med det vill jag säga stort tack för en bra diskussion.

Stefan Ingves, Riksbanken: Låt mig upprepa det Erik just sa: Välkomna i det här sammanhanget, Max och Karolina!

När det gäller Mats Perssons fråga om företagsobligationer är mina synpunkter väldigt likartade det som Erik Thedéen just berättade om. Ökad transparens är bra; det tar tid. Benchmarkobligationer är jättebra; det tar tid.

De olika EU-initiativ som finns är väldigt viktiga. Det är oerhört angeläget att de inte urvattnas till ett intet. Låt mig ge två exempel på varför det är viktigt. Ett exempel är att det har funnits och finns i dag en viss typ av obligationsfonder där man ställer ut ett löfte om att någonting alltid, under alla omständigheter, är värt 100, även om alla förstår att det underliggande värdet inte alltid kommer att vara 100. Den sortens fonder fungerar inte i långa loppet och bör egentligen inte få finnas därför att konsumentnyttan inte är hög om man har den sortens fonder.

En annan aspekt på det, och som Erik har slitit med några gånger i Sverige, är att det behöver bli svårare eller i varje fall kosta mer att rusa mot dörren. Om man har sådana regelverk att det blir på det sättet att först ut vinner blir de fonderna väldigt instabila, och det är inte bra för systemet i sin helhet.

Att bredda investerarbasen i vid mening kan aldrig vara fel. Samtidigt tror jag att det kan vara viktigt att påpeka att sådant tar tid. Jag har deltagit i diskussioner om den svenska företagsobligationsmarknaden sedan mitten på 80-talet någon gång, skulle jag tro. Det tar alltså lång tid innan de marknaderna växer. Men det betyder inte att man ska ge sig när det gäller vad som händer på den kanten. Man får helt enkelt fila på det och se till att det gradvis blir bättre och att man inte faller tillbaka i någonting som bara blir sämre och sämre. Det straffar sig förr eller senare.

Jag ska inte upprepa alla olika argument som vi har hört här i dag när det gäller finansiell stabilitet, hushållens skulder och kommersiella fastigheter. Jag tror att ett enkelt sätt att summera det hela är: Om vi så småningom går in i ett läge där de globala räntorna blir högre än de är i dag ska vi i den svenska finansiella sektorn klara av det på ett sådant sätt att det inte händer några hemska saker.

Karolina Ekholm, Riksgälden: Jag har inte särskilt mycket att tillägga. Men angående Mats Perssons fråga om företagsobligationsmarknaden kan jag ge lite bakgrund såtillvida att det har pågått ett arbete inom EU under ganska lång tid. Man har försökt främja framväxten av fungerande obligationsmarknader. Det har man gjort för att minska företagens starka beroende av bankfinansiering, som har varit det typiska i Europa. Det har varit viktigt, inte minst mot bakgrund av att det i många andra europeiska länder – inte Sverige – varit problem med bankerna. De har inte haft särskilt stor förmåga att finansiera företagen.

Men det här är lite nytt. Vi får se en del av det som en typ av barnsjukdomar som man behöver komma till rätta med. Det kan krävas mer än benchmarking. När man tittar på fonderna som investerar i företagsobligationer tror jag liksom

Stefan att det är viktigt att se till att de inte gör utfästelser om uttag som de inte riktigt kan leverera på eller som leder till likviditetsproblem och eventuella så kallade fire sales, avyttringar av obligationer. Det där kommer vi nog att behöva jobba med framöver.

Till sist vill jag tacka för alla välkomnande ord från mötets deltagare, såväl från utskottets ledamöter som från Stefan och Erik.

Vice ordföranden: När utskottet för några år sedan började med den här utfrågningen startade vi en god vana. Det är en vana vi kommer att fortsätta med. Diskussionen om den finansiella stabiliteten är viktig att hålla vid liv. Vi är glada över den.

Jag vill å utskottets ledamöters vägnar tacka alla deltagare – Karolina Ekholm, Stefan Ingves, Erik Thedéen och Max Elger – för att ni har deltagit och har svarat så väl från era utgångspunkter på våra frågor. Det uppskattas mycket. Stort tack för det!

När ni åter besöker utskottet om ett år tänker vi att vi kommer att hålla det som ett fysiskt möte. Jag tycker att vi helt enkelt bestämmer det. Tack så mycket för i dag!

BILAGA

Bilder från den offentliga utfrågningen

Bilder visade av Karolina Ekholm



Sårbarheter och motståndskraft i ekonomin i ljuset av ökande skulder hos hushåll och kommersiella fastighetsföretag

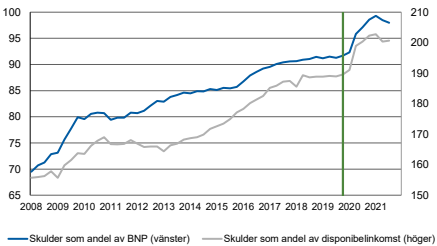
*Karolina Ekholm
Riksgäldsdirektör*

*Finansutskottet, Sveriges Riksdag
1 februari 2022*

Generellt expansiv ekonomisk politik driver upp tillgångspriser och skuldsättning

Hushållens skuldsättning

Procentuell andel

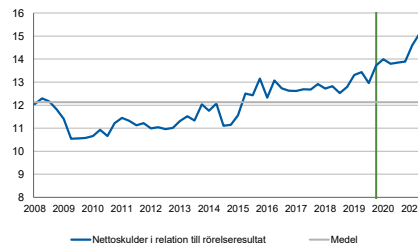


Källor: SCB och Riksgälden

Anm. Data omfattar perioden till och med tredje kvartalet 2021. Heldragen vertikal linje avser 2020 kv1.

Fastighetsföretagens skuld i förhållande till deras rörelseresultat

Kvot



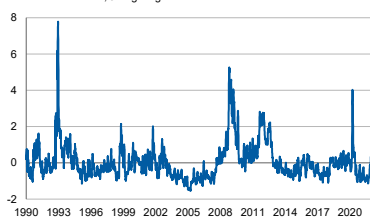
Källor: Sedis och Riksbanken

Anm. Avser volymviktad kvot för 34 kommersiella fastighetsföretag, där vissa fastighetsföretag tillkommer över tid. Kvoten är beräknad genom företagens rörelseresultat minus likvida medel relativt deras rörelseresultat, volymviktad. Rörelseresultatet är företagets resultat före ränteståster och räntekostnader, skatter, nedskrivningar och avskrivningar. Data omfattar perioden till och med andra kvartalet 2021. Heldragen vertikal linje avser 2020 kv1.

Pandemin – en ekonomisk chock som inte blev en finansiell kris

Finansiellt stressindex, Sverige

Standardavvikelse, 5-dagars glidande medelvärde



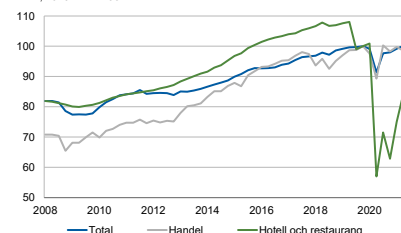
Källa: Riksgälden

Anm. Indexet består av olika indikatorer för aktiemarknaden, valutemarknaden, penningmarknaden och obligationsmarknaden. Indikatorerna är likaviktade och indexet är normaliserat.

Senaste observation: 2022-01-24

BNP från produktionssidan, olika branscher

Index, 2019 kv4 = 100



Källa: SCB

Anm. BNP fasta priser, kalenderkorrigerade och säsongsrensade värden.

Senaste observation: 2021 kv3

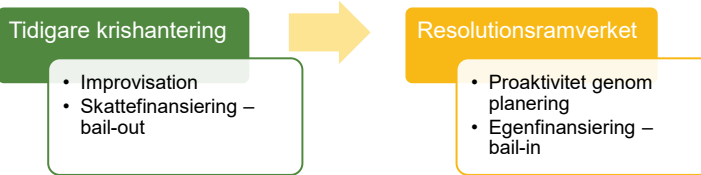
RIKSGÄLDEN
SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE

Sveriges förutsättningar att hantera långsiktiga risker för det finansiella systemet

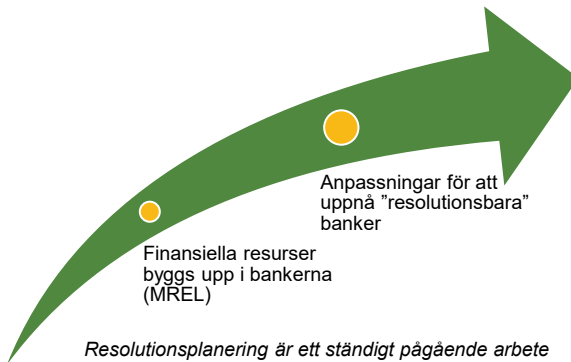
- Koncentrerat finansiellt system med flera systemviktiga institut (-)
- Beroendet av marknadsfinansiering har ökat (+/-)
- Ramverk för krishantering och starka offentliga finanser (+)

RIKSGÄLDEN
SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE

Finansiella institut i kris: Resolutionsramverket innebär ett paradigmskifte



Värna de reformer som genomförts!



Riksgälden alltid redo att låna för de behov som uppstår



Högsta kreditbetyg



Flera lånekanaler



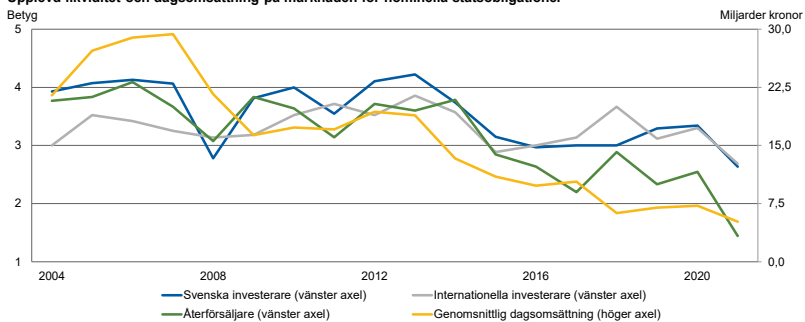
Låg statsskuld



Väletablerad emittent

Försämrad likviditet på statsobligationsmarknaden kan innebära minskad motståndskraft i det finansiella systemet

Upplevd likviditet och dagsomsättning på marknaden för nominella statsobligationer



Anm.: Betyg för likviditeten i termer av volym enligt årlig undersökning genomförd av Kantar Prospera, skala 1–5 där lägre än 3 tolkas som underkänt
Källor: Riksgälden och Riksbanken

Sammanfattningsvis

- Påbörja avveckling av generellt verkande stödåtgärder
- Värna och fortsätta utveckla resolutionsramverket
- Verka för bättre fungerande obligationsmarknader i SEK

Bilder visade av Stefan Ingves



Den ekonomiska politiken behöver hantera riskerna med de ökande skulderna

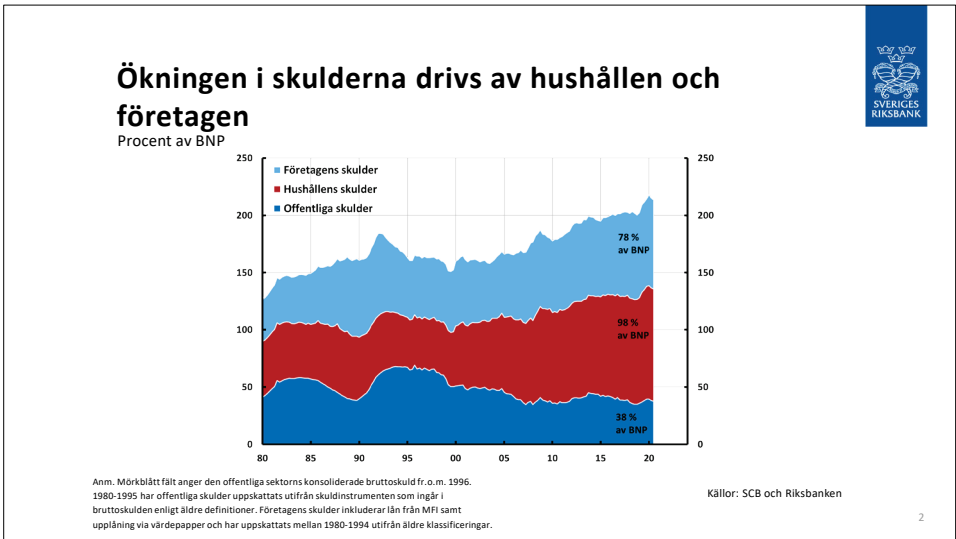
Finansutskottet, 1 februari 2022

S V E R I G E S R I K S B A N K



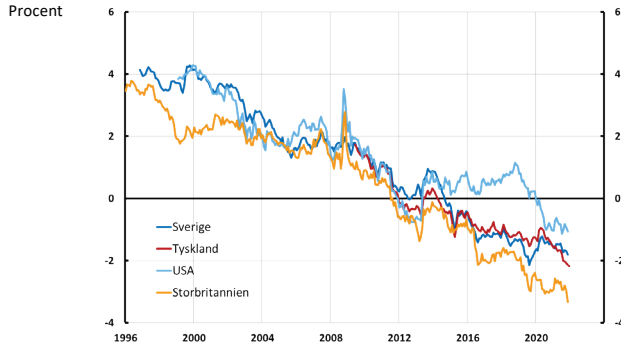
Stefan Ingves
Riksbankschef

1





Den globala lågräntemiljön är en viktig orsak...



Anm. Ränta på 10-årig inflationsjusterad statsobligation. Räntan består av en fast procentsats och en rörlig procentsats som ger ersättning för inflationen. Denna bestäms enligt KPI i USA och Sverige, HICP exkl. tobak i Tyskland och RPI i Storbritannien.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

3

...men även strukturella problem på bostadsmarknaden bidrar



Skattesystem som skapar incitament för skuldsättning



Ineffektivt nyttjande av bostadsbeståndet



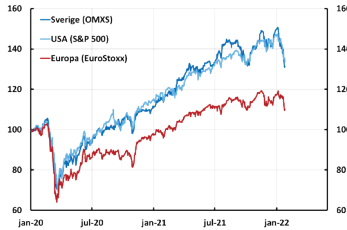
Flera faktorer har begränsat bostadsbyggandet

4



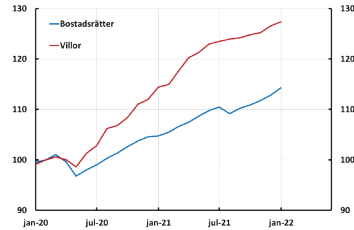
Trenden med stigande tillgångspriser har tilltagit under pandemin...

Aktiepriser har stigit kraftigt...



Anm. Vänster: Index, 2 januari 2020 = 100. Höger: Index, januari 2020 = 100. Säsongsjusterade priser.

...och detsamma gäller bostadspriserna

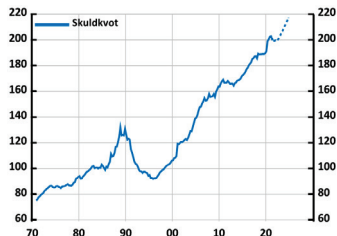


Källor: Macrobond, Valueguard och Riksbanken

5

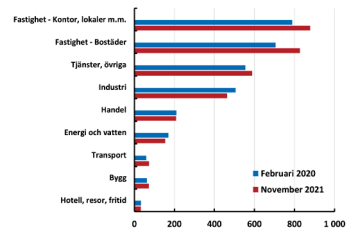
...vilket har lett till att tidigare sårbarheter blivit ännu större

Stigande bostadspriser bidrar till stigande skulder



Anm. Vänster: Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen (skuldkvoten). Den streckade linjen avser Riksbankens prognos. Höger: Miljarder SEK.

Upplåningen i den kommersiella fastighetssektorn har ökat tydligt under pandemin



Källor: SCB och Riksbanken

6





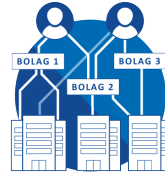
Nya trender ökar sårbarheterna på den kommersiella fastighetsmarknaden



Omställning från fysisk handel till e-handel



Minskad efterfrågan på kontorsyta?



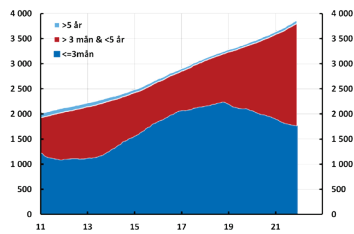
Ökad grad av korsägande och koncentration

7

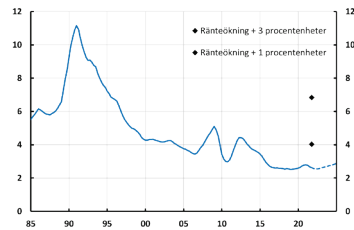


Om räntorna stiger skulle det snabbt leda till stigande ränteutgifter

Bolånestocken uppdelat på räntebindingstider



Hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst



Anm. Vänster: Miljarder SEK. Höger: Den streckade linjen avser Riksbankens prognos. Ränteutgifterna är justerade för ränteavdrag. Romberna illustrerar nivån på räntekvoten som är beräknat utifrån nuvarande skuldkvot i ett scenario där räntan stigit med 1 respektive 3 procentenheter från nuvarande nivå. Den nedre rommen motsvarar en räntehöjning på 1 procentenhet.

Källa: SCB

8

Den ekonomiska politiken behöver fokusera mer på att motverka riskerna med de ökande skulderna



- Kraftfulla åtgärder har varit motiverade
 - En kombination av åtgärder behövs för att hålla räntor låga och ge stöd åt ekonomin och inflationen
 - ...men behovet av pandemirelaterade åtgärder har minskat
- Växande obalanser behöver hanteras
 - Reformers inom bostads- och skattepolitiken behövs
 - Riksbanken stöder FI:s beslut att höja den kontracykliska kapitalbufferten
 - Viktigt att bankerna tar höjd för riskerna med utlåning till fastighetsföretag

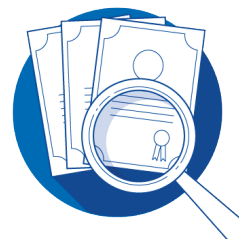


9

Brister på marknaden för företagsobligationer behöver åtgärdas



- Kommersiella fastighetsföretag har i allt högre utsträckning valt att finansiera sig genom att emittera företagsobligationer...
- ...men marknaden för företagsobligationer är sårbar och det är angeläget att det åtgärdas
- Riksbanken stöder en svensk benchmarkstandard för företagsobligationer och uppmanar nu att marknaden börjar ge ut obligationer i enlighet med den



10

Bilder visade av Erik Thedéen

En mer aktiv finanspolitik kan stärka finansiell stabilitet

Erik Thedéen, generaldirektör



1 februari 2022

Ränteförväntningar stiger snabbt

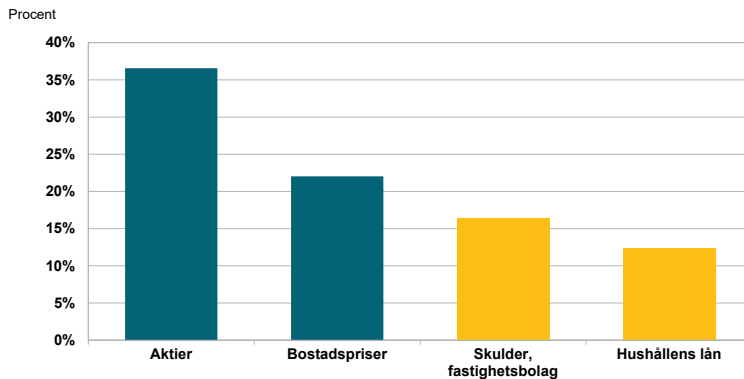
Procent



Källa: Eikon
Anm. Serien visar marknadens förväntningar på FED:s ränta dec 2022



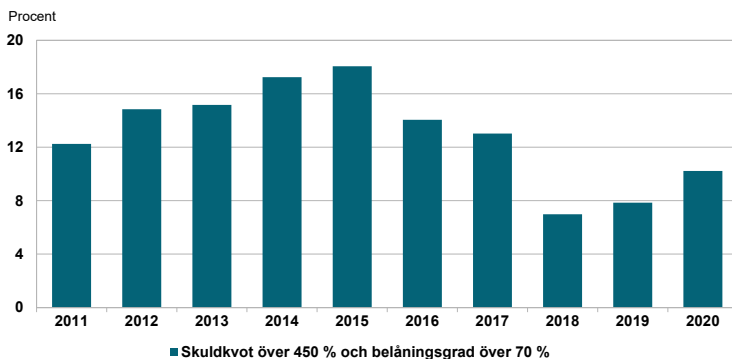
Stigande tillgångspriser, skulder och risk under pandemin



Källor: SCB, Valueguard, FI, Refinitiv Eikon
Anm.: Utveckling slutet 2019 till slutet 2021



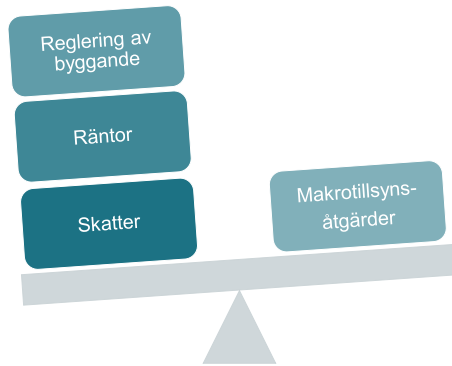
Nya bolånetagare lånar mer



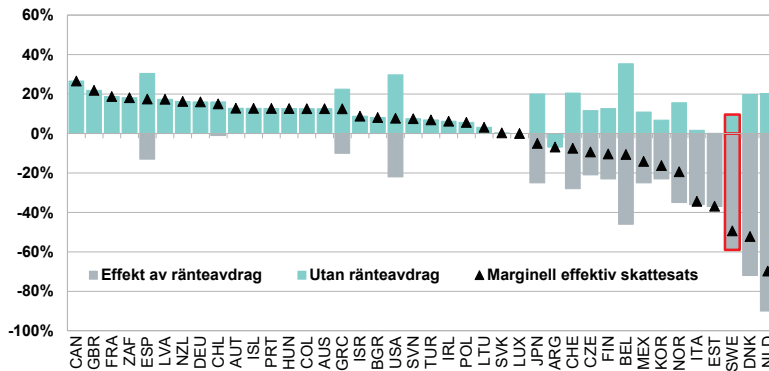
Källa: FI
Anm. Avser andel nya låntagare



Starka krafter driver bostadspriser och bolån



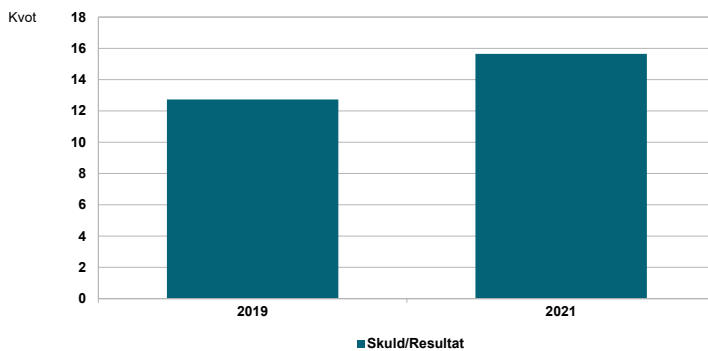
Lånefinansierat boende skattemässigt gynnat



Källa: "Measuring effective taxation of housing: Building the foundations for policy reform", (Millar-Powell et al., 2022)



Fastighetsföretagens skulder ökar snabbare än intjäningen



Källa: Jones Lang LaSalle (JLL)

Anm. Resultat avser rörelseresultat plus avskrivningar, skulder avser skulder minus likvida medel. Avser volymviktade värden för 34 börsnoterade fastighetsföretag. Tredje kvartalet 2019 respektive tredje kvartalet 2021.



2019/20:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 24 september 2019
2019/20:RFR2	UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET Seminarium om livslångt lärande
2019/20:RFR3	KULTURUTSKOTTET Att redovisa resultat
2019/20:RFR4	UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET Regeringens resultatredovisning för UO15 och UO16 – utbildningsutskottets uppföljningar 2012–2018
2019/20:RFR5	FINANSUTSKOTTET Hur påverkas den finansiella stabiliteten av cyberhot, fintech och klimatförändringar? En översikt av forskning, aktörer och initiativ
2019/20:RFR6	NÄRINGSUTSKOTTET Uppföljning av beslutet att bilda Sveriges export- och investeringsråd
2019/20:RFR7	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet den 29 januari 2020. Fintech och cyberhot – Hur påverkas den finansiella stabiliteten?
2019/20:RFR8	ARBETSMARKNADSPOLITISKA UTSKOTTET, KULTURUTSKOTTET, SOCIALFÖRSÄKRINGSPOLITISKA UTSKOTTET, SOCIALUTSKOTTET, UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET Offentlig utfrågning på temat psykisk hälsa i ett Agenda 2030-perspektiv
2019/20:RFR9	UTBILDNINGSPOLITISKA UTSKOTTET Öppen utfrågning inför den forskningspolitiska propositionen
2019/20:RFR10	TRAFIKUTSKOTTET Mobilitet på landsbygder – forskningsöversikt och nulägesbeskrivning
2019/20:RFR:11	KONSTITUTIONSPOLITISKA UTSKOTTET Forskarhearing om den representativa demokratis utmaningar i polariseringens tid
2019/20:RFR:12	CIVILUTSKOTTET Civilutskottets offentliga utfrågning om överskuldssättning
2019/20:RFR:13	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken 10 mars 2020

2020/21:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 20 oktober 2020
2020/21:RFR2	SOCIALFÖRSÅKRINGSUTSKOTTET Uppföljning av tillämpningen av gymnasireglerna
2020/21:RFR3	NÄRINGSUTSKOTTET Sveaskogs samhällsuppdrag om markförsäljning – en uppföljning
2020/21:RFR4	NÄRINGSUTSKOTTET Artificiell intelligens – Möjligheter och utmaningar för Sverige och svenska företag
2020/21:RFR5	TRAFIKUTSKOTTET Punktlighet för persontrafik på järnväg – en uppföljning
2020/21:RFR6	SOCIALFÖRSÅKRINGSUTSKOTTET Digitalt seminarium om uppföljningen av tillämpningen av gymnasireglerna den 26 november 2020
2020/21:RFR7	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Lantbrukets sårbarhet – en uppföljning
2020/21:RFR8	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet – Risker i kölvattnet efter covid19-pandemin
2020/21:RFR9	SOCIALUTSKOTTET Digital offentlig utfrågning med anledning av Coronakommissionens delbetänkande om äldreomsorgen under pandemin
2020/21:RFR10	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 16 mars 2021
2020/21:RFR11	CIVILUTSKOTTET Uppföljning av lagen om kollektivtrafikresenärers rättigheter – hur har lagen fungerat för resenärerna?
2020/21:RFR12	TRAFIKUTSKOTTET Offentlig utfrågning om järnvägens punktlighet
2020/21:RFR13	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2020
2020/21:RFR14	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Offentlig utfrågning om rapporten Lantbrukets sårbarhet – en uppföljning
2020/21:RFR15	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2021
2020/21:RFR16	SOCIALUTSKOTTET Digital offentlig utfrågning om sjukdomen ME/CFS och infektionsutlöst trötthetssyndrom
2020/21:RFR17	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Nyheter i sociala medier – en forskningsöversikt av användning och effekter ur ett medborgarperspektiv

2021/22:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 19 oktober 2021
2021/22:RFR2	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets offentliga utfrågning om precisionsmedicin