

FÖRDJUPNING – Marknaden för svenska säkerställda obligationer under coronapandemin

Den här fördjupningen undersöker hur marknaden för säkerställda obligationer har utvecklats under pandemin samt beskriver hur Riksbankens åtgärder kopplade till marknaden har fungerat. Riksbanken har köpt säkerställda obligationer och lättat på kraven för bankerna att använda dessa som säkerheter för lån i Riksbanken. Syftet har varit att mildra pandemins effekter på svensk ekonomi. Åtgärderna har bidragit till att hålla det allmänna ränteläget lågt samtidigt som Riksbankens närvaro som köpare hade en stabiliserande effekt på marknaden i pandemins inledande skede. Riksbanken har börjat trappa ner köpen under 2021 och beslutat att vid årsskiftet återgå till de säkerhetskrav som rådde tidigare.

Under pandemin har investerarstrukturen på marknaden förändrats. Mer flyktiga investerare har i takt med Riksbankens köp sålt av sina innehav, däribland många utländska investerare. Även aktiviteten på andrahandsmarknaden har minskat något under pandemin vilket den ändrade investerarstrukturen samt Riksbankens köp kan ha bidragit till. Bankernas finansieringsmöjligheter via säkerställda obligationer är dock fortsatt goda och de har emitterat säkerställda obligationer under hela pandemin.

Även om stödåtgärderna är motiverade kan de på sikt medföra ett överdrivet risktagande och att sårbarheter byggs upp om finansiella aktörer räknar med att de alltid kommer att få hjälp i en kris. Likaså behöver företag och hushåll tänka på att deras räntekostnader kan komma att stiga på sikt.

Marknaden är viktig för finansiell stabilitet och den penningpolitiska transmissionen

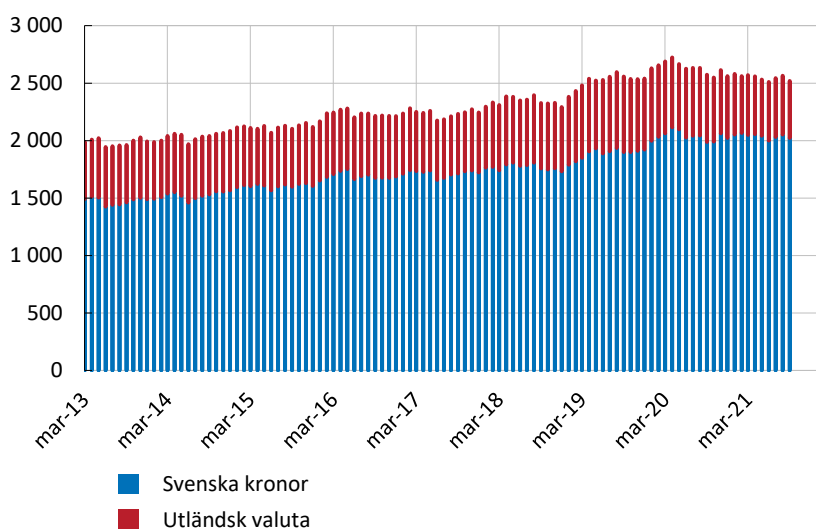
En bank kan finansiera sin utlåning till hushåll och företag på olika sätt, där bolån främst finansieras genom att en bank ger ut säkerställda obligationer. Den svenska marknaden för säkerställda obligationer är väldigt stor och har växt över tid. Den totala utestående volymen uppgår idag till omkring 2 500 miljarder (se Diagram 31).¹³⁴

¹³⁴ Säkerställda obligationer kallas ibland även för bostadsobligationer. Innehavaren av en säkerställd obligation har en särskild förmånsrätt i en så kallad säkerhetsmassa, som främst består av bolån, om banken fallerar.

Det är drygt dubbelt så mycket som den utestående volymen statsobligationer och motsvarar ungefär hälften av Sveriges årliga BNP. Givet marknadens storlek och betydelse för bankernas finansiering är det viktigt för såväl den finansiella stabiliteten som den penningpolitiska transmissionen att den fungerar tillfredsställande.¹³⁵ Försäkringsföretag och pensionsinstitut är stora inhemska investerare i obligationerna, liksom fonder och bankerna själva. Utländska investerare innehar också en väsentlig del av marknaden. Därtill har Riksbanken blivit en betydande aktör under pandemin.

Diagram 31. Utestående volym svenska säkerställda obligationer

Miljarder kronor



Källa: SCB.

Riksbankens åtgärder kopplade till säkerställda obligationer

De restriktioner som myndigheterna införde under pandemin för att minska smittspridningen fick stora realekonomiska konsekvenser och förändrade helt de ekonomiska utsikterna. Osäkerheten kring hur real ekonomin skulle klara av krisen ledde inledningsvis till en kraftig försämring på de finansiella marknaderna. Investerarna sökte sig generellt till säkrare och mer likvida tillgångar. Det ökade ränteskillnaderna mellan statsobligationer och mer riskfyllda tillgångar och man kunde se tecken på ett försämrat funktionssätt på marknaderna. Det gällde även marknaden för säkerställda obligationer där räntorna steg och likviditeten försämrades.¹³⁶ Turbulensen fortsatte, vilket satte kreditförsörjningen i den svenska ekonomin under betydande press. Risken fanns att detta skulle förstärka nedgången i ekonomin och leda till långvarigt negativa konsekvenser för produktion och sysselsättning.

¹³⁵ För en mer utförlig genomgång av säkerställda obligationer och deras koppling till finansiell stabilitet, se J. Fager Wettergren, D. Forsman, M. Sandström och J. Stenkula von Rosen, "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten", *Penning- och valutapolitik* 2013:2, Sveriges riksbank.

¹³⁶ Se *Finansiell stabilitet*, 2020:1, Sveriges riksbank.

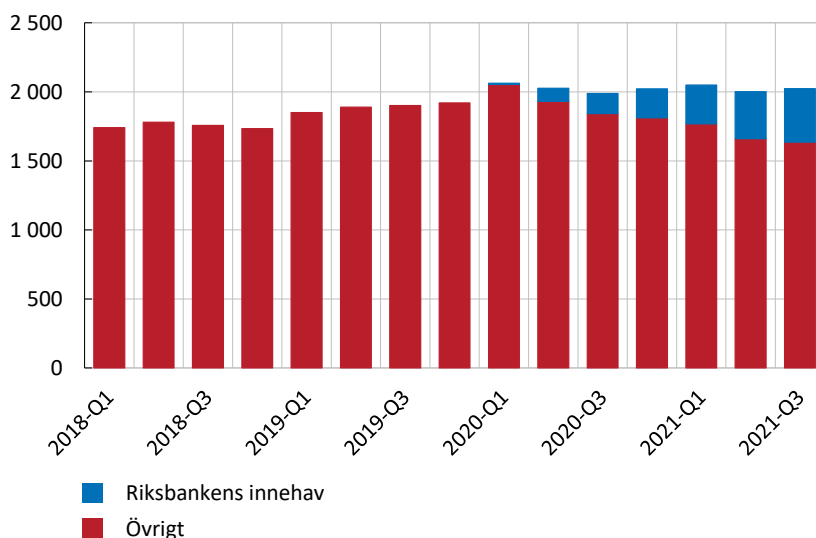
Riksbankens köp av säkerställda obligationer

För att dämpa effekterna av krisen har Riksbanken satt in olika åtgärder. En av dem har varit att utöka köpen av svenska värdepapper till att omfatta fler tillgångsslag än statsobligationer, däribland säkerställda obligationer.¹³⁷ Syftet med köpen var att hålla det allmänna ränteläget nere och bidra till en fungerande kreditförsörjning. Att Riksbanken började köpa även säkerställda obligationer var viktigt för att upprätthålla penningpolitikens genomslag. Köpen av andra tillgångsslag har också gett Riksbanken kapacitet och operationell beredskap att agera snabbt, och gjort det möjligt att genomföra sådana köp om det skulle behövas även i framtida stressade situationer.

Fram till 29 oktober 2021 har de totala köpen av säkerställda obligationer uppgått till 410 miljarder kronor, och Riksbankens innehav uppgår i dagsläget till omkring 20 procent av den totala utestående volymen som är utgiven i svenska kronor (se Diagram 32). Sedan köpen inleddes har de motsvarat drygt 40 procent av de säkerställda obligationer som har emitterats på marknaden (se Diagram 33). Den 31 december 2021 ska Riksbanken ha köpt säkerställda obligationer för 435 miljarder kronor. Riksbanken har prognostiserat att dess samlade värdepappersinnehav kommer att vara ungefär oförändrat under 2022.¹³⁸

Diagram 32. Utestående volym svenska säkerställda obligationer och Riksbankens innehav

Miljarder kronor



Anm: Avser svenska säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor.

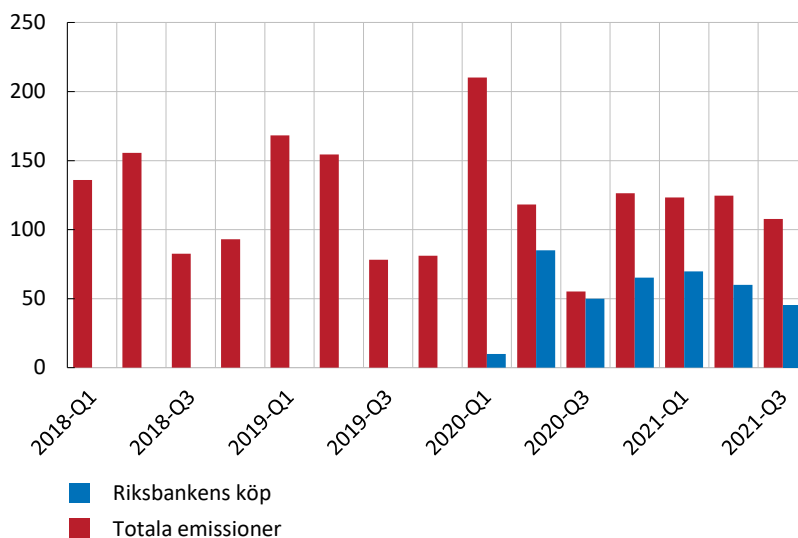
Källor: SCB och Riksbanken.

¹³⁷ Även andra centralbanker, så som europeiska centralbanken och Federal Reserve, utökade sina värdepappersköp. Se J. Birging och D. Hansson (2021), "Riksbankens värdepappersköp under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer* nr 12, Sveriges riksbank för mer information.

¹³⁸ Se *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 33. Totala emissioner svenska säkerställda obligationer och Riksbankens köp

Miljarder kronor



Anm: Avser svenska säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor.

Källor: SCB och Riksbanken.

Riksbanken lättade tillfälligt på säkerhetskraven i sina lånevillkor

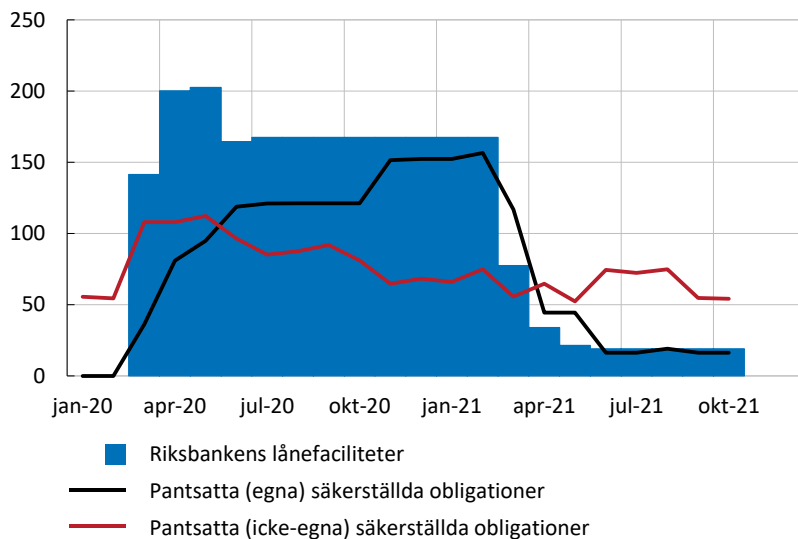
När Riksbanken ger krediter till sina motparter krävs det att dessa i utbyte lämnar betryggande säkerheter. Riksbanken lättade på säkerhetskraven under pandemin för att stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor samt för att främja genomslaget av utlåningsprogrammet till bankerna som syftade till att stödja företagsutlåningen. Lättnaderna innebar att de särskilda begränsningsregler som gällt för säkerställda obligationer slopades, och att även egna säkerställda obligationer, det vill säga säkerställda obligationer som givits ut av motparten själv, kunde börja användas som säkerhet.¹³⁹ På så sätt kunde bankerna använda betydligt fler säkerställda obligationer för kredit hos Riksbanken. I takt med att bankerna lånade i de lånefaciliteter som Riksbanken lanserade under pandemin ökade mängden säkerställda obligationer som ställdes som säkerhet i Riksbanken, och ökningen bestod nästan uteslutande av bankernas egna obligationer (se Diagram 34). När den av bankerna lånade volymen minskade under våren 2021, minskade också mängden egna säkerställda obligationer pantsatta hos Riksbanken. Den 21 september 2021 avslutade Riksbanken de lånefaciliteter som lanserats under pandemin. Vid årsskiftet återgår dessutom säkerhetskraven till de som rådde före pandemin.¹⁴⁰

¹³⁹ Lättnaderna innebar att den tillåtna andelen säkerställda obligationer av en motparts totala säkerhetsmassa vid krediter hos Riksbanken höjdes från 60 procent till 100 procent, och att det tillåtna säkerhetsvärdet för säkerställda obligationer utgivna av en enskild emittent, eller grupp av enskilda emittenter, höjdes från 50 procent till 100 procent.

¹⁴⁰ De skärpta säkerhetskraven och begränsningskraven kommer att återinföras 3 januari 2022. För utestående lån inom programmet för företagsutlåning via bankerna gäller befintligt krav på säkerheter tills lånet reglerats. Se *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 34. Volym lånad i Riksbankens lånefaciliteter samt pantsatta säkerställda obligationer

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Åtgärderna bidrog till att stabilisera marknaden och till att hålla ränteläget lågt

Riksbankens köp förbättrade funktionssättet på marknaden för säkerställda obligationer i inledningen av pandemin, delvis genom att minska marknadsaktörernas oro över att inte kunna hitta köpare till sina innehav om de skulle vilja sälja. Riskpremierna på säkerställda obligationer steg kraftigt i inledningen av pandemin men föll sedan fram till hösten 2020 (se Diagram 22 i kapitel 2), vilket köpen sannolikt bidrog till. Det är dock svårt att avgöra i vilken grad Riksbankens köp påverkade räntorna givet den turbulens som rådde och givet att många åtgärder sattes in samtidigt, i både Sverige och omvärlden.

I dagsläget ligger både räntorna och riskpremierna på en historisk låg nivå. Räntorna har sjunkit även för obligationer utgivna av institut Riksbanken inte köpt av och för den typ av obligationer som Riksbanken inte köpt, vilket kan tyda på att köpen har fått ett brett genomslag på marknaden.¹⁴¹ Det låga ränteläget har medfört att bankernas utlåningsräntor till hushåll och företag inte har stigit samt att kreditgivningen har kunnat upprätthållas.

¹⁴¹ Riksbanken köper s.k. benchmarkobligationer utgivna i svenska kronor av svenska institut med återförsäljaravtal. Se J. Alsterlind (2021), "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer* nr 13, Sveriges riksbank för en mer ingående genomgång.

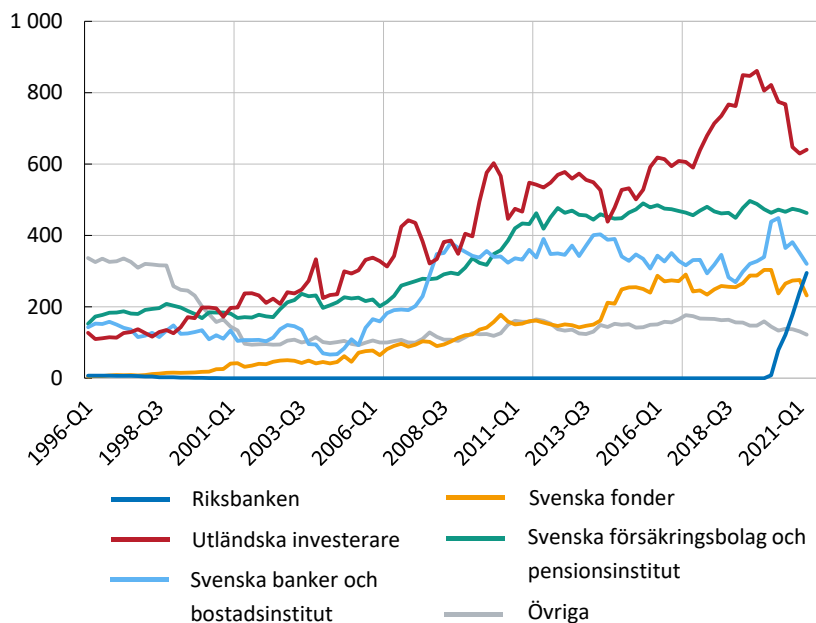
Investerarstrukturen har förändrats och aktiviteten minskat

Investerarstrukturen på marknaden har kommit att förändras under pandemin. Det är framför allt utländska investerare som successivt har sålt av sina innehav av säkerställda obligationer (se Diagram 35). Det har skett allt eftersom Riksbanken köpt och i takt med att riskpremierna har fallit. För övriga investerarkategorier har förändringarna överlag varit små. Det kan bero på att andra aktörer, som försäkringsföretag och pensionsinstitut, har en mer långsiktig placeringshorisont. Fonderna sålde dock av en del av sina innehav i början av pandemin när uttagen från andelsägarna ökade som en följd av oron. Bankernas innehav ökade något i pandemins inledande skede men är i dagsläget tillbaka på ungefär samma nivå som före pandemin.

Vissa investerare på marknaden är generellt mer flyktiga och mer känsliga för förändrade marknadsvillkor, däribland delar av de utländska investerarna. Utländska investerare har inte heller så ofta ett behov av tillgångar i en specifik valuta, som svenska kronor, utan de kan byta valuta utifrån vad som passar deras riskprofil i olika situationer. De kan därför vara mer benägna att sälja av sina innehav av säkerställda obligationer i en stressad situation, vilket inträffade under den globala finanskrisen 2008-2009. När en stor andel investerare samtidigt vill sälja sina innehav kan det få flera negativa effekter, inte minst givet den svenska säkerställda obligationsmarknadens storlek och betydelse. Om det inte finns tillräckligt med köpare kan det förvärra en redan stressad situation. I förlängningen kan det försvåra för bankerna att finansiera sig genom säkerställda obligationer.

Diagram 35. Ägare av svenska bostadsinstituts obligationer

Miljarder kronor



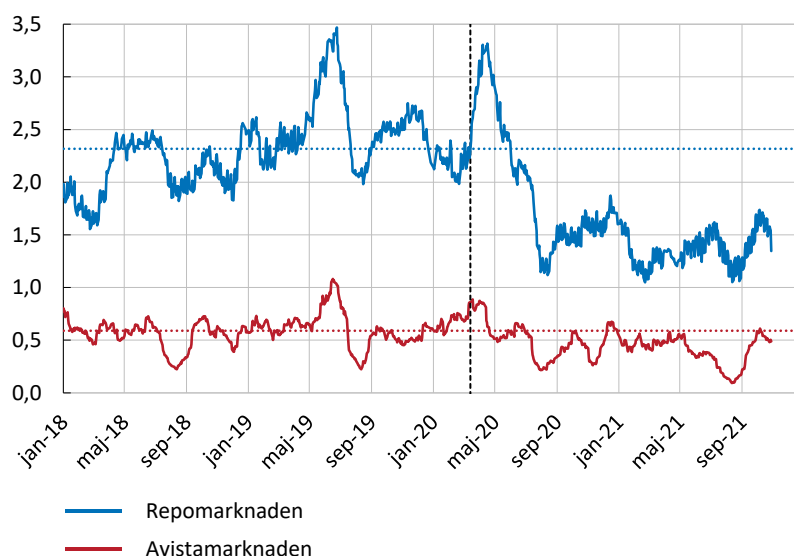
Anm: Avser svenska bostadsobligationer utgivna i samtliga valutor.

Källa: SCB.

Även aktiviteten på andrahandsmarknaden, alltså handeln mellan olika investerare, har minskat något under pandemin (se Diagram 36). Det gäller både handeln på avistamarknaden och på repomarknaden, där en repa innebär att en obligation lånas eller lånas ut under en viss tid. Nedgången är dock mest påtaglig på repomarknaden. Riksbankens köp kan ha bidragit till att minska omsättningen eftersom de minskat utbudet av obligationer som finns fritt tillgängligt för handel. Att de utländska aktörerna minskat sin närvaro har också bidragit till minskningen, framför allt på repomarknaden där bland annat utländska hedgefonder vanligtvis är aktiva.

Diagram 36. Daglig omsättning på sekundärmarknaden

Procent av total utestående volym



Anm: Rullande medelvärde 30 dagar. Horisontella streckade linjer avser genomsnitt före coronapandemin. Avser säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor.

Källor: SCB och SELMA.

Riksbankens pandemiåtgärder är motiverade men aktörer kan inte alltid räkna med stöd

Trots den förändring som skett på marknaden för säkerställda obligationer under pandemin är bankernas finansieringsmöjligheter via säkerställda obligationer fortsatt goda. Bankerna har emitterat säkerställda obligationer under hela pandemin för att upprätthålla marknaden och vårda sina relationer med investerarna. Om en del av den inlåning som ökat under pandemin minskar framöver kan bankerna behöva emittera fler obligationer, vilket de bedöms kunna göra.

Det är viktigt att bankerna reflekterar kring sammansättningen av sin investerarstruktur och är medvetna om att vissa, ofta utländska, investerare historiskt har visat sig vara mer flyktiga i oroliga situationer, vilket skapar en stress om det inte finns andra aktörer som vill köpa. Ju större andel av de säkerställda obligationerna som ägs av sådana flyktiga investerare desto större kan stressen komma att bli i sådana situationer. För att upprätthålla stabiliteten på marknaden är det därför viktigt att bankerna har

en investerarstruktur med en långfristig investeringshorisont så att enskilda grupper av investerare inte riskerar att förstärka en redan stressad utveckling. För att främja detta är det viktigt att det finns tillfredsställande data över ägandet i obligationerna, och att bankerna arbetar för att bli mer transparenta om strukturen.

Under pandemin har bankerna använt sig av Riksbankens lånefaciliteter och har i hög grad ställt sina egna säkerställda obligationer som säkerheter. Idag har nästintill allt som lånades av Riksbanken betalats tillbaka, samtidigt som Riksbanken kommunicerat att säkerhetskraven kommer att återställas. Riksbanken har även börjat trappa ner köpen av säkerställda obligationer under 2021.

De stödåtgärder som har satts in har bidragit till att det finansiella systemet har fungerat tillfredsställande genom pandemin. Åtgärderna är motiverade men de kan samtidigt bidra till att öka sårbarheterna i det finansiella systemet på längre sikt.

En annan farhåga är att den finansiella sektorn räknar med att statliga åtgärder alltid kommer att skydda banker och andra finansiella aktörer från förluster i en kris. På sikt kan detta leda till överdrivet risktagande, så kallad "moral hazard", och till att sårbarheter byggs upp i det finansiella systemet. Det är viktigt att de finansiella aktörerna inser att de inte alltid kan räkna med stödåtgärder. De åtgärder som sattes in under pandemin syftade till att förbättra situationen för marknaden som helhet och hela ekonomin, och inte till att stötta enskilda institut. Både företag och hushåll bör dessutom ta höjd för att deras räntekostnader kan komma att stiga på sikt, inte minst eftersom dagens räntenivåer är låga historiskt sett.