

Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020

Peter Gustafsson och Tommy von Brömsen*

Författarna är verksamma vid Riksbankens avdelning för penningpolitik

Coronapandemin orsakade en kraftig och synkroniserad nedgång i den ekonomiska aktiviteten under våren 2020. Många företag drabbades hårt när samhällen världen över ändrade beteenden och restriktioner infördes för att minska smittspridningen. Investerare sökte sig snabbt till säkrare tillgångar, vilket fick tillgångspriser världen över att falla snabbt. För att hjälpa hushåll och företag att klara nedgången i den ekonomiska aktiviteten började regeringar och centralbanker bedriva en mycket expansiv ekonomisk politik. Riksbankens åtgärder bestod främst av att ge likviditetsstöd till bankerna och att köpa finansiella tillgångar. På så sätt ville man värna bankernas roll som kreditförsörjare, mildra friktioner i viktiga finansieringsmarknader och säkerställa en väl fungerande transmission från styrräntan till låneräntor för hushåll och företag. De åtgärder som vidtogs i Sverige och omvärlden var tillräckligt kraftfulla för att vända utvecklingen på de finansiella marknaderna och undvika en fördjupad lågkonjunktur. I den här artikeln beskriver vi vilka åtgärder Riksbanken vidtog för att motverka pandemins effekter på ekonomin, händelseförloppet på de finansiella marknaderna under våren och sommaren 2020 och hur utlåningen till hushållen och företagen utvecklades.

1 Pandemin skapar turbulens på de finansiella marknaderna

Mot slutet av februari 2020 stod det klart att det nya coronaviruset hade spridits från Kina till flera länder i Europa och till USA. Eftersom det fortsatte att spridas snabbt deklarerade WHO sjukdomen covid-19 som en pandemi den 11 mars. Utvecklingen skapade en oro hos många hushåll och företag som påverkade deras beteenden.¹ Den ökade smittspridningen gjorde också att regeringar i många länder införde olika typer av restriktioner i form av bland annat reseförbud, karantäner, förbud mot större folksamlingar och utgångsförbud. Restriktionerna och beteendeförändringarna påverkade den reala ekonomin på flera sätt. Efterfrågan föll till exempel kraftigt när bland annat antalet resor och hotell- och restaurangbesök kollapsade. Den lägre aktiviteten i världsekonomin gjorde också att världshandeln minskade, vilket i hög grad påverkade små öppna ekonomier som Sverige. Negativa effekter uppstod också genom brist på insatsvaror i produktionen och en omfattande sjukfrånvaro bland arbetskraften. Många arrangemang ställdes dessutom in, bland annat på grund av uteblivna resor och

* Vi tackar Niklas Amberg, Meredith Beechey Österholm, Mattias Erlandsson, Erik Frohm, Daniel Hansson, Jens Iversen, Tor Jacobson, Björn Lagerwall, Ola Melander, Åsa Olli Segendorf, Ulf Söderström, Peter Wallin, Ingrid Wallin Johansson och Stephan Wollert för värdefulla synpunkter. De åsikter som uttrycks i denna artikel är författarnas egna och ska inte nödvändigtvis uppfattas som Riksbankens ståndpunkter.

1 Som exempel kan nämnas att människor av rädsla för att smittas i större utsträckning undvek folksamlingar, till exempel i affärer och på restauranger.

begränsningar för hur många som fick vistas vid allmänna sammankomster. En mängd företag drabbades hårt, i synnerhet de med nära kopplingar till besöksnäringen. Särskilt utsatta var små och medelstora företag, som hade sämre möjligheter att hantera det omfattande fallet i efterfrågan. På mycket kort tid försvann en stor del av företagets intäkter samtidigt som de även fortsatt behövde täcka sina fasta kostnader. För de företag som inte hade möjlighet att täcka kostnaderna med egna medel, nya banklån eller utökad marknadsfinansiering blev situationen snabbt kritisk.

Sammantaget riskerade utvecklingen att tydligt dämpa inflationen när framförallt efterfrågan, men också utbudet, sjönk kraftigt.² Mer långvariga effekter av krisen riskerade också innebära en mer varaktigt låg inflation. Figur 1 visar hur pandemin påverkade den globala ekonomin genom olika kanaler under krisens mer intensiva skede.

Figur 1. Hur coronapandemin påverkade makroekonomin



När det blev uppenbart att en pandemi inte skulle kunna förhindras eskalerade oron på de finansiella marknaderna och investerare sökte sig snabbt till säkrare tillgångar. Detta innebar att börserna föll mycket kraftigt och att riskpremierna på kreditinstrument steg snabbt. För Sverige kan man följa utvecklingen i Riksbankens index för finansiella förhållanden. Där kan man se ett snabbt skift under ungefär en månads tid från expansiva finansiella förhållanden i februari till tydligt strama förhållanden i mars (se Diagram 1).³ Företagens utsatta situation i krisen och oviljan hos investerare att hålla riskfyllda tillgångar gjorde att riskpremierna steg kraftigt och företagen fick avsevärt svårare finansiera sig genom att emittera företagscertifikat och företagsobligationer. Parallellt med denna utveckling riskerade såväl svenska som utländska bankers finansiering att stramas åt och bli betydligt dyrare. Stora utflöden ur vissa amerikanska penningmarknadsfonder bidrog till exempel till att efterfrågan på kortfristiga bankcertifikat minskade kraftigt.⁴ Därigenom fick svenska banker allt svårare att säkra sin kortfristiga finansiering och tillgodose sina kunders behov av utländsk valuta. Samtidigt minskade investerarnas efterfrågan på de svenska bankernas mer långfristiga skuldebrev, som till stor del består av obligationer med bostadslån som säkerhet, så kallade säkerställda obligationer.

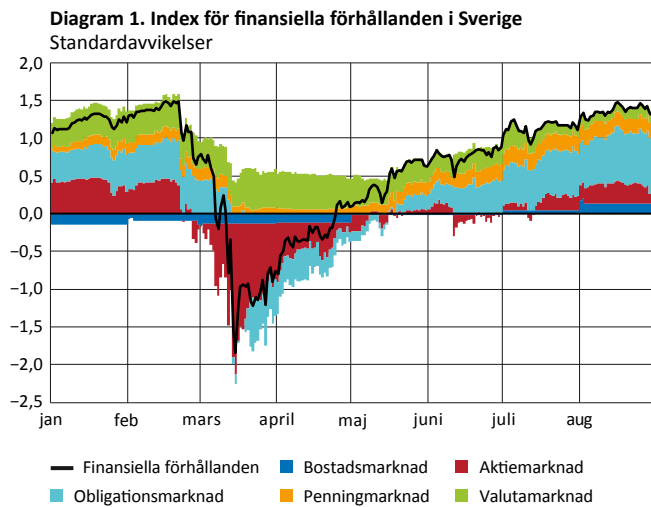
Regeringen och Riksbanken kom att vidta historiskt omfattande åtgärder under våren 2020, likt andra regeringar och centralbanker världen över. I det mest turbulenta skedet av krisen riskerade situationen nämligen att övergå i en finansiell kris. Om det hade skett kunde bankerna ha tvingats till omfattande kreditåstramningar gentemot hushåll och företag,

² Mot bakgrund av bedömningen att de dämpande effekterna på inflationen av en mycket snabbt fallande efterfrågan dominerade de positiva effekterna på inflationen av det lägre utbudet i ekonomin, väntades inflationen i Sverige bli lägre de kommande åren och det väntades ta längre tid för inflationen att varaktigt nå 2 procent. Se Sveriges riksbank (2020g).

³ För detaljer kring konstruktionen av indexet se Alsterlind m.fl. (2020). Indexet vi visar här tar, till skillnad från indexet i Alsterlind m.fl. (2020), även hänsyn till marknaden för företagsobligationer.

⁴ I USA var det det så kallade Prime Money Market Funds, som investerar i kortfristiga värdepapper utgivna av banker och företag, som upplevde stora utflöden. De penningmarknadsfonder som primärt investerar i statspapper upplevde istället stora inflöden under samma period.

med en ännu mer omfattande nedgång i den ekonomiska aktiviteten som följd. En sådan utveckling skulle snabbt kunna övergå i en mer varaktig lågkonjunktur som skulle slå ännu hårdare mot arbetstagare, företag och investerare.



Anm. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden. De färgade staplarna visar de olika delmarknadernas bidrag till utvecklingen i indexet.
Källa: Riksbanken

I den här artikeln återger vi vad som hände på de finansiella marknaderna under våren och sommaren 2020. Vi fokuserar särskilt på den mest akuta fasen av krisen i mars. Vidare beskriver och diskuterar vi vilka åtgärder Riksbanken vidtog samt följer upp hur utlåningen till företag och hushåll utvecklades under våren och sommaren. Vi diskuterar däremot endast kort vilka åtgärder som utländska regeringar, centralbanker och Sveriges regering vidtog för att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Det betyder inte på något sätt att dessa åtgärder var mindre viktiga. Tvärtom är det viktigt att ha dessa åtgärder i åtanke eftersom de i många fall adresserade liknande problem. Som exempel var de kraftfulla åtgärderna som vidtogs av bland annat den Europeiska centralbanken och Federal Reserve sannolikt avgörande för att vända den negativa utvecklingen på de finansiella marknaderna, och i Sverige vidtog regeringen omfattande åtgärder för att motverka den akuta likviditetsbristen i många företag. Det påverkade givetvis företagens behov av lån för att övervintra krisen.

I nästa avsnitt diskuterar vi övergripande vilka problem Riksbanken identifierade utifrån sitt mandat och vilka åtgärder man vidtog. I det efterföljande avsnittet ger vi en detaljerad redogörelse för vad som hände på de finansiella marknaderna från krisens början i februari till augusti. I det fjärde avsnittet följer vi upp hur utlåningen till företag och hushåll utvecklades för att därefter avsluta med en summering i det femte avsnittet.

2 Riksbanken vidtog många och omfattande åtgärder

Krisen var komplex eftersom pandemin orsakade störningar i både efterfrågan och utbud. Företagen drabbades särskilt hårt och behövde i många fall ta större lån för att klara krisen.⁵ Men den stora osäkerheten på de finansiella marknaderna skapade också problem för bankerna. I mitten av mars fanns en oro bland Riksbanken och många bedömare att bankerna kraftigt skulle minska sin utlåning, något som skulle ha gett mycket negativa effekter på den ekonomiska aktiviteten. I ett sådant scenario skulle efterfrågan förbli

⁵ Med företag avses icke-finansiella företag genomgående i artikeln.

lägre under en lång tid och i förlängningen försämrat Riksbankens möjligheter att uppfylla inflationsmålet.

De problem som Riksbanken identifierade och ansåg sig kunna adressera kan i grova drag sammanfattas som att:

- i. många företag fick betydande likviditetsproblem även om de var i grunden livskraftiga när efterfrågan kollapsade
- ii. räntorna till företag och hushåll riskerade att stiga
- iii. företagen riskerade att få svårare att finansiera sig bland annat för att marknaderna för företagscertifikat och företagsobligationer fungerade dåligt.⁶

Riksbanken vidtog därför åtgärder för att främja kreditförsörjningen och behålla det låga ränteläget för både banklån och värdepappersupplåning. I Tabell 1 summerar vi Riksbankens åtgärder under perioden från mars till och med augusti 2020.⁷

6 För en mer utförlig diskussion, se till exempel Sveriges riksbank (2020f).

7 Riksbanken har efter augusti 2020 beslutat om att utöka/förlänga vidtagna åtgärder. Den 15 september beslutade Riksbanken att man skulle fortsätta erbjuda lån i dollar till bankerna fram till 30 mars 2021. På det penningpolitiska mötet i november 2020 beslutades bland annat att Riksbankens program för tillgångssköp skulle förlängas till 31 december 2021 och att ramen för köpen skulle utökas till 700 miljarder kronor. Tillgångssköpen utvidgades även till att omfatta köp av statskuldsväxlar. Dessutom beslutades att Riksbanken från och med januari 2021 i sina köp av företagsobligationer endast erbjöd sig att köpa obligationer utgivna av företag som bedöms leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet. För mer information se Sveriges riksbank (2020g).

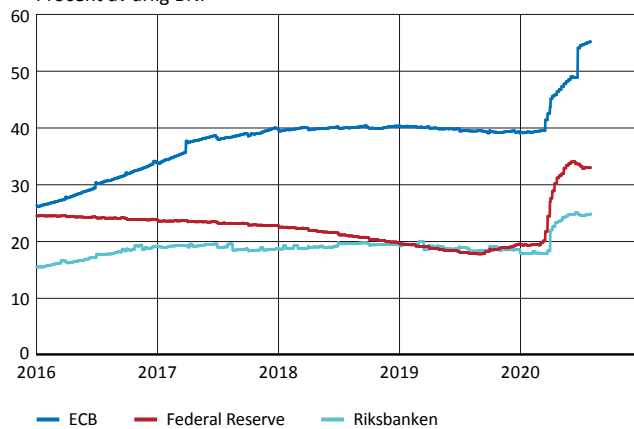
Tabell 1. Riksbankens åtgärder under mars–augusti 2020

Åtgärd	Omfattning	Utnyttjat t.o.m. augusti	Detaljer
Program för lån till banker för vidareutlåning till företag	Upp till 500 mdr kronor	164,5 mdr, varav 145,5 mdr i mars–april	Första beslut 12 mars. Inleddes den 20 mars. Initial löptid upp till 2 år. Beslut om tillfällig utökning av motpartskretsen den 26 mars. Utvidgades till att även omfatta enskilda firmor den 6 april. Den 30 juni förlängdes löptiden till upp till 4 år och det räntetillägg som utgick om kravet på vidareutlåning till svenska icke-finansiella företag inte uppfylldes, sänktes från 0,20 till 0,10 procentenheter över reporäntan.
Ram för Riksbankens tillgångsköp	Upp till 500 mdr kronor	Köp: 193 mdr, varav 68,4 mdr i mars–april	Första beslut 16 mars. Köp-programmet förlängdes den 27 mars, 27 april, 15 maj och 30 juni. Programmet löper till 30 juni 2021. Omfattningen utökades från 300 mdr till 500 mdr den 30 juni.
Inom ramen: Köp av statsobligationer, kommunobligationer och säkerställda obligationer		Köp: 181,5 mdr, varav 31,5 mdr statsobligationer, 25 mdr kommunobligationer och 125 mdr säkerställda obligationer.	Köp av statsobligationer inleddes den 18 mars. Köp av säkerställda obligationer inleddes den 25 mars. Köp av kommunobligationer inleddes 28 april.
Inom ramen: Köp av företagspapper	Köp av företagscertifikat upp till maximalt innehav om 32 mdr kronor fram till 31 dec 2020 och köp av företagsobligationer för 10 mdr kronor till 30 juni 2021	Köp av företagscertifikat: 11,5 mdr och innehav av företagscertifikat i slutet av augusti: 2,6 mdr	Första beslut 19 mars. Köp av företagscertifikat inleddes den 2 april. Beslut om förlängning av programmet den 3 april och 8 maj. Köp av företagsobligationer inleddes 14 september.
Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten	Sänkning i två steg från 0,75 till 0,10 procentenheter över reporäntan (och därmed en symmetrisk räntekorridor runt Riksbankens reporänta)		Beslut den 16 mars och 30 juni.
Veckovisa marknadsoperationer på längre löptider	Obegränsat	29 mdr, varav 23 mdr i mars–april	Första beslut 16 mars. Lån mot säkerhet med en löptid på 3 månader. Beslut 30 juni att påslaget på reporäntan om 0,20 procentenheter skulle tas bort och att Riksbanken även skulle erbjuda krediter med en löptid på 6 månader.
Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken	De särskilda begränsningsreglerna för säkerställda obligationer slopades fram till 30 december 2024.		Beslut den 19 mars.
Lån till banker i amerikanska dollar	Upp till 60 mdr USD	USD 2 mdr, varav USD 2 mdr i mars–april	Beslut den 19 mars.

Anm. Med kommunobligationer avses obligationer utgivna av svenska kommuner, regioner och Kommuninvest i Sverige AB. Samtliga beslutsunderlag till de olika åtgärderna finns att läsa på Riksbankens webbplats: <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/aktuellt-om-riksbanken-och-coronapandemin/riksbankens-atgarder-i-samband-med-coronapandemin/>.
Källa: Riksbanken

I många länder där styrräntan var tydligt positiv sänkte centralbankerna den för att hålla räntorna låga och därigenom minska kostnaderna för hushåll och företag. I Sverige var dock reporäntan redan noll, så utrymmet för att sänka räntan var mer begränsat. En lägre styrränta skulle sannolikt också vara mindre effektiv i detta läge. Under normala förhållanden kan en lägre ränta väntas stimulera bland annat hushållens konsumtion, men under pandemin förhindrade rekommendationer från myndigheter och andra begränsningar ett normalt konsumtionsbeteende.⁸ I likhet med många andra centralbanker kom Riksbanken därför att, utöver olika former av likviditetsstöd till bankerna, köpa olika finansiella tillgångar i större utsträckning än tidigare för att möta krisens utmaningar. Detta fick Riksbankens balansräkning att växa betydligt under perioden februari till augusti, och balansomslutningen ökade från ungefär 18 till 27 procent av BNP (se Diagram 2).

Diagram 2. Riksbankens och andra centralbankers balansomslutningar
Procent av årlig BNP



Anm. Årlig BNP är beräknad som en summa av innevarande kvartal och de tre senaste kvartalen. För observationer efter 2020-06-30 är årlig BNP summan av BNP för tredje kvartalet 2019 till och med andra kvartalet 2020.
Källor: Macrobond och Riksbanken

2.1 Likviditetsstöd till bankerna för att värna företagens kreditförsörjning

En viktig utgångspunkt för Riksbankens krishantering var att upprätthålla bankernas möjligheter att låna ut pengar till hushåll och företag till fortsatt låga räntor. Bankernas möjlighet att låna ut pengar påverkas till stor del av hur och till vilket pris de kan finansiera den utlåningen. Efter den globala finanskrisen har olika krav skärpts på bankernas kapital och likviditet och bankerna hade därför bättre förutsättningar att hantera de störningar som uppstod under pandemin. Samtidigt var utvecklingen på de finansiella marknaderna mycket osäker i mars och det fanns en tydlig risk för att bankerna skulle strama åt kreditvillkor och minska sin utlåning. För att säkerställa att bankerna hade en varaktigt tillförlitlig och billig källa till finansiering erbjöd Riksbanken därför att låna ut kronor till bankerna som de kunde låna ut till företag. Åtgärden gjorde att bankerna inte i samma utsträckning behövde förlita sig på marknadsfinansiering och insättningar under en period av stressade marknadsförhållanden.

⁸ Det fanns också argument mot att åter sänka styrräntan under noll. Om negativa räntor skulle uppfattas som ett mer permanent tillstånd fanns det en risk för att bankerna skulle införa negativ inlåningsränta för hushåll och att hushållen skulle reagera med att göra betydande uttag. Detta skulle i sin tur kunna leda till likviditetsproblem för bankerna, eftersom insättningarna utgör en viktig del av bankernas finansiering. Se Sveriges riksbank (2019).

Utlåningsprogrammet till bankerna för vidareutlåning till företag kunde ses som en försäkring för en fungerande kreditförsörjning. Genom det kunde man stötta bankernas utlåning men också hålla nere bankernas finansieringskostnader och medverka till lägre slutliga räntor till företag.

De svenska storbankerna är dessutom beroende av de internationella kreditmarknaderna, bland annat eftersom deras kortfristiga finansiering till stor del sker i amerikanska dollar. Under krisens akuta skede ökade den globala efterfrågan på dollar snabbt. Det gjorde det svårare för såväl svenska som utländska banker att finansiera sig. Federal Reserve tecknade swapavtal med flera andra centralbanker, däribland Riksbanken som ett sätt att öka likviditeten på dollarmarknaden.⁹ Ett sådant avtal innebär i korthet att Riksbanken och Federal Reserve kunde byta sina respektive valutor med varandra under en period för att sedan byta tillbaka mot en viss räntekostnad för Riksbanken. Riksbanken fick genom detta arrangemang större möjligheter att förse de svenska bankerna med stora volymer dollar om det skulle behövas. Därigenom kunde bankerna fortsätta att tillgodose svenska aktörers efterfrågan på dollar och det fanns god tillgång till dollar om situationen skulle förvärras.¹⁰ Samtidigt stillade Federal Reserves kraftfulla och mer övergripande åtgärder oron på de globala dollarmarknaderna.

Utöver utlåningen till bankerna vidtog Riksbanken dessutom flera kompletterande åtgärder för att underlätta bankernas finansieringssituation (se Tabell 1). Dessa innefattade veckovisa marknadsoperationer på längre löptider, ändrade räntevillkor för utlåning över natten i den stående utlåningsfaciliteten och ändrade regler för att öka flexibiliteten kring vilka säkerheter bankerna kunde använda när de lånade av Riksbanken. Kretsen av motparter för Riksbankens transaktioner kom också att utvidgas för att bredda genomslaget av låneprogrammet till bankerna för vidareutlåning till företag.

2.2 Breda och riktade tillgångsköp för att hålla räntorna låga

I den penningpolitiska diskussionen och litteraturen brukar man skilja mellan två olika typer av tillgångsköp som en centralbank kan göra. Den kan köpa tillgångar för att göra penningpolitiken mer expansiv. Det kallas ofta kvantitativa lättnader ("quantitative easing"). Men den kan också köpa tillgångar för att hantera friktioner på specifika marknader. Det kallas normalt kreditlättnader ("credit easing").¹¹ Vi kommer i stort följa denna uppdelning, men för att tydliggöra syftet med de olika köpen benämner vi dem istället lite förenklat som breda eller riktade.

Med breda köp avser vi tillgångsköp som i huvudsak syftar till att sänka eller motverka uppgångar i det allmänna ränteläget. Med riktade köp avser vi istället primärt köp som syftar till att sänka eller motverka uppgångar i riskpremier på en specifik marknad.¹² När många investerare på en marknad vill sälja tillgångar, till exempel för att risken bedöms ha ökat, stiger riskpremierna på tillgångarna. Då sjunker priset och räntan stiger. Genom att köpa på en sådan marknad kan Riksbanken hålla nere riskpremierna och räntorna, och därigenom underlätta för emittenterna på marknaden att emittera nya papper. Mer generellt syftar därmed de riktade köpen till att upprätthålla transmissionen från reporäntan till de marknadsräntor som emittenterna möter på specifika marknader.

Riksbankens tillgångsköp innefattade både breda och riktade köp under våren och sommaren. Köpen kom så småningom att inkludera statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer, företagscertifikat och företagsobligationer. Diagram 3 innehåller en översikt av de utestående certifikats- och obligationsvolymerna i augusti 2020.

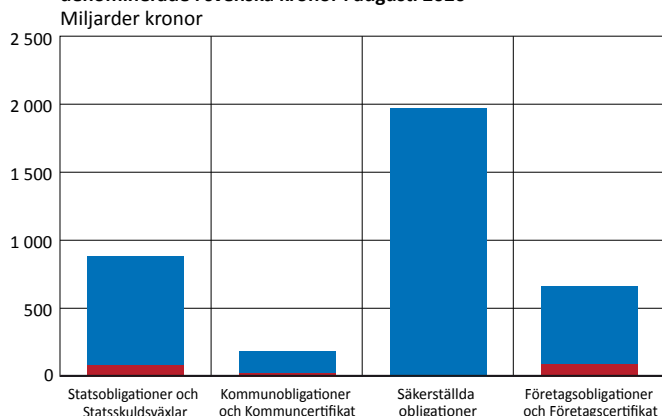
9 För en mer detaljerad diskussion om Riksbankens swapavtal med Federal Reserve se Gislén m.fl. (2021).

10 För en djupare diskussion om bankernas kortfristiga finansiering och hur den samverkar med behovet av utländsk valuta hos bland annat försäkringsbolag och AP-fonder se fördjupningen "Sammanlänknings mellan försäkringsföretag, AP-fonder och banker via valutamarknaden" i Sveriges riksbank (2020c).

11 Se D'Amico och Kaminska (2019) och Armelius m.fl. (2020).

12 Riskpremierna för en specifik obligation antas kunna sammanfattas av ränteskillnaden mellan obligationen i fråga och en motsvarande statsobligation. Därutöver finns även terminspremier, som kompenserar investerarna för riskerna kopplade till obligationens löptid.

Diagram 3. Utestående nominell volym av certifikat och obligationer denominerade i svenska kronor i augusti 2020



Anm. Blå fält avser långfristiga värdepapper (obligationer) och röda fält avser kortfristiga värdepapper (statsskuldsväxlar, kommun- och företagscertifikat).

Källor: SCB och Riksbanken

När tillgångsköpen annonserades i mars 2020 hade de finansiella förhållandena i den svenska ekonomin snabbt stramats åt (se Diagram 1). Eftersom inflationen redan före pandemin befann sig under inflationsmålet hade Riksbanken tydliga motiv att upprätthålla penningpolitikens expansiva inriktning.

Köp av statsobligationer och kommunobligationer

Riksbanken köpte statsobligationer främst för att påverka räntorna på statsobligationer och på så sätt sänka längre räntor generellt i ekonomin – eller förhindra att de steg.¹³ Dessa köp kan därmed karaktäriseras som breda. De verkar något förenklat genom två kanaler. För det första kan man påverka förväntningarna på de framtida korta räntorna enligt den så kallade förväntningshypotesen. För det andra kan man påverka den terminspremie som investerarna får som kompensation för den risk som en längre löptid medför: den så kallade terminsrisk.¹⁴ Enligt den primära kanalen minskar den utestående volymen obligationer som finns tillgänglig för handel på andrahandsmarknaden, och därmed minskar även volymen terminsrisk som finns att investera i. Det medför att terminspremien sjunker, eftersom investerarna inte kan kräva samma premie för att hålla terminsrisk när utbudet har minskat. Enligt den sekundära kanalen bidrar köpen till att förstärka signalen om att repo-räntan kommer vara låg framöver, vilket gör att marknadsaktörernas förväntningar på de framtida korta räntorna sjunker.¹⁵

De lägre räntorna på statsobligationer bidrar också till att sänka räntorna på mer riskfyllda obligationer. För att förstå hur detta fungerar kan man dela upp räntorna på riskfyllda obligationer i två delar på ett liknande sätt. Den ena delen består av räntan på en statsobligation med samma löptid, och den andra delen består av en riskpremie som kompenserar investerarna för den extra risk som obligationen innebär jämfört med statsobligationen. Köpen av statsobligationer kan därmed, utöver att sänka räntorna på statsobligationer, även bidra till lägre räntor på riskfyllda obligationer. Därigenom får de

13 Riksbankens köp av statsobligationer kan även bidra till att sänka räntor med korta löptider. I repomarknaden används statsobligationer som säkerheter när aktörer lånar pengar mellan varandra på korta löptider. Riksbankens köp gör att volymen tillgängliga statsobligationer, och tillika volymen säkerheter, minskar. Det medför ett minskat tryck på att få låna pengar på repomarknaden, vilket pressar ner räntorna. Riksgäldens repofacilitet inom vilken de erbjuder sig att låna pengar till repo-räntan minus 0,40 procentenheter sätter dock en nedre gräns för räntorna i repomarknaden. Det är också på den nivån som dessa räntor har legat sedan några år tillbaka, strax efter att Riksbanken påbörjade sina köp av statsobligationer under 2015.

14 Med terminsrisk avses huvudsakligen risken att de förväntade korta räntorna ändras, och därmed värdet på obligationen med den längre löptiden. Ju längre löptiden på obligationen är, desto känsligare är obligationspriset för sådana ändringar.

15 Se Melander (2021) för en mer detaljerad genomgång av olika kanaler för effekter av obligationsköp och analys av effekterna av Riksbankens köp.

ett brett genomslag på marknadsräntorna. Hur mycket räntorna på riskfyllda tillgångar i slutändan faller beror på hur riskpremien utvecklas.

De aviserade köpen av kommunobligationer kan ses som ett komplement till köpen av statsobligationerna för att påverka längre marknadsräntor. Kommunobligationer har en annan ställning bland investerare när det gäller risk och likviditet, vilket avspeglas i en något högre räntenivå (se Diagram 6).

Köp av säkerställda obligationer

Under krisens mer akuta skede ökade räntan på säkerställda obligationer tydligt, i likhet med räntorna på stats- och kommunobligationer. Uppgångarna var samtidigt begränsade i ett historiskt perspektiv. Marknaden för säkerställda obligationer är dock central för att bankerna ska kunna agera kreditförsörjare, eftersom svenska storbanker finansierar det mesta av sin utlåning för bostadsändamål genom att emittera säkerställda obligationer.¹⁶ Om riskpremierna på denna marknad fortsatte stiga riskerade det således att leda till att bankerna minskade sina utlåningsvolymerna och höjde räntorna till företag och framför allt hushåll. De aviserade köpen av säkerställda obligationer kan karakteriseras som riktade eftersom de syftade till att sänka riskpremierna och förhindra en vidare ränteuppgång på denna specifika marknad. Om köpen bidrar till att sänka riskpremien påverkar de också bankernas finansieringskostnader direkt. På så sätt påverkar de i förlängningen också sluträntor till hushåll och företag.

Köp av företagscertifikat och företagsobligationer

Svenska företag har historiskt främst finansierat sig via banklån. Men på senare år har marknadsfinansiering, det vill säga emission av företagsobligationer och företagscertifikat, ökat relativt kraftigt, framförallt bland större företag. Riksbanken inkluderade dessa tillgångar i sina köp efter en period när riskpremien på marknaden för företagsobligationer fortsatte stiga även efter att motsvarande premier på andra obligationsmarknader börjat stabiliseras. Under tredje veckan i mars beskrev företag i Riksbankens företagsundersökning att primärmarknaden för företagspapper var ”död”. De marknadsaktörer Riksbanken förde löpande samtal med gav en snarlik bild. Företagen hade svårt att emittera papper på primärmarknaden, och på sekundärmarknaden försämrades likviditeten och marknadens funktionssätt tydligt då många ville sälja företagspapper samtidigt som få ville köpa. Många obligationsfonder upplevde också stora utflöden. För att möta utflödena blev de tvungna att sälja oproportionerligt mycket av sina mer likvida och lättsålda tillgångar, vilket gjorde att det stora säljtrycket i viss utsträckning även spred sig till andra marknader. Flera företagsobligationsfonder upplevde också snabbt växande svårigheter att värdera enskilda obligationer, och när de inte kunde garantera en rättvisande marknadsprissättning stängdes de tillfälligt för insättningar och uttag.¹⁷

Riksbankens köp av företagscertifikat och företagsobligationer kan karakteriseras som riktade åtgärder, eftersom de syftade till att säkerställa att marknaden fungerade och motverka att riskpremien steg. Genom att agera ”buyer of last resort”, det vill säga agera köpare på marknaderna för företagscertifikat och företagsobligationer när de flesta aktörerna ville sälja, kunde Riksbanken bidra till att företagen kunde emittera nya certifikat och obligationer.¹⁸ En bättre fungerande marknadsfinansiering kunde också absorbera en del av företagens

16 De svenska bankerna finansierar bolånen med ungefär 70 procents marknadsupplåning via säkerställda obligationer och resterande 30 procent genom en blandning av andra skulder och eget kapital, se Eidestedt m.fl. (2020). Det är dock svårt att göra en motsvarande uppdelning av hur företagslånen finansieras.

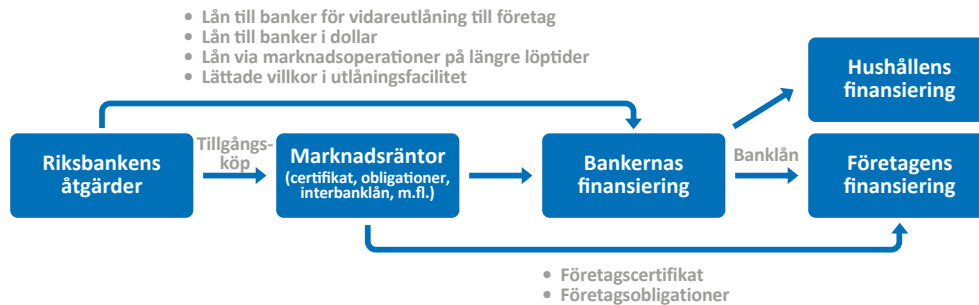
17 För en fördjupad diskussion kring utvecklingen på den svenska företagsobligationsmarknaden under krisens turbulenta skede se Wollert (2020).

18 Riksbankens köp på andrahandsmarknaden påverkade inte företagets finansieringsmöjligheter direkt eftersom villkoren för det emitterade värdepappret var oförändrat. Men de kan ha haft betydelse när företagen behövde återfinansiera förfallande värdepapper genom att emittera nya värdepapper. Om investerare visste att andrahandsmarknaden fungerade väl kunde de bli mer benägna att köpa värdepapper på primärmarknaden. Riksbankens legala mandat möjliggjorde däremot inte köp på primärmarknaden.

samlade efterfrågan på lån och därigenom förhindra att större företag med marknadsfinansiering trängde ut små och medelstora företags möjlighet att få banklån.

Figur 2 återger skissartat hur Riksbankens olika åtgärder verkade under krisen för att stödja kreditförsörjningen och förhindra att räntorna skulle gå upp för företag och hushåll.

Figur 2. Riksbankens åtgärder och deras påverkan på kreditförsörjningen



2.3 Riksbankens olika åtgärder har utnyttjats i varierande utsträckning

Riksbankens åtgärder utnyttjades i varierande utsträckning av den penningpolitiska motpartskretsen under våren och sommaren (se Tabell 1). Då många av åtgärderna var av försäkringskaraktär i bemärkelsen att de skulle finnas på plats ifall utvecklingen skulle försämrats kraftigt, kan man inte mäta hur effektiva de var utifrån hur mycket de faktiskt utnyttjades. Som exempel utnyttjades endast en begränsad del av rambeloppet i Riksbankens låneprogram till bankerna för vidareutlåning till företag. Samtidigt använde några av bankerna programmet för att underlätta sin finansiering under den period då alternativa finansieringskällor var relativt dyra (se Diagram 10).

Åtgärderna med tydlig försäkringskaraktär, som låneprogrammet till bankerna, köpen av företagscertifikat och flera av de kompletterande åtgärderna riktade mot bankernas likviditetsförsörjning, implementerades genom att Riksbanken bestämde en maximal köp- eller utlåningsvolym samtidigt som man satte ett pris. På så sätt ville Riksbanken säkerställa att dessa åtgärder bara skulle efterfrågas vid "tillräckligt" ogynnsamma marknadsförhållanden. Efterfrågan på dem minskade därför i takt med att de finansiella förhållandena förbättrades.

Riksbanken vidtog många av de åtgärder som beskrivits ovan under mycket kort tid. Det innebar att såväl beloppsramar som villkor för åtgärderna i flera fall behövde preciseras och justeras efter att de först annonserats. I följande avsnitt återges händelseförloppet under våren och sommaren 2020 mer i detalj, för att synliggöra de förutsättningar som låg till grund för Riksbankens agerande.

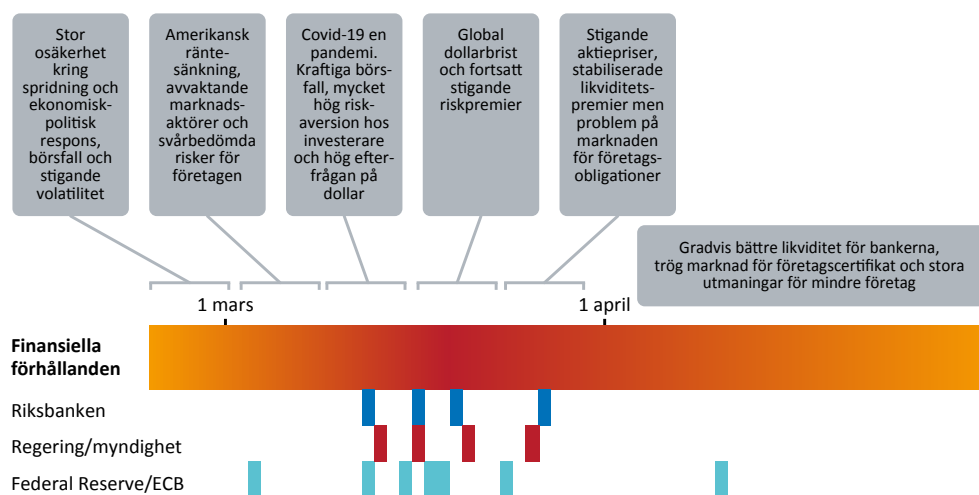
3 Krisens utveckling på de finansiella marknaderna

Riksbanken annonserade många av sina åtgärder i mars 2020, när turbulensen var som störst på de finansiella marknaderna. Under de efterföljande månaderna förbättrades läget på marknaderna gradvis, och efter sommaren låg många räntor och priser återigen omkring de nivåer som de gjorde före krisen. Det är fortfarande tidigt att utvärdera vilken effekt åtgärderna hade. Det är sannolikt också mycket svårt att avgöra vilken kausalitet som fanns mellan enskilda åtgärder och den efterföljande utvecklingen på de finansiella marknaderna, liksom för kreditförsörjningen. Riksbanken vidtog, i likhet med regeringar och centralbanker i

stora delar av världen, många olika åtgärder under kort tid samtidigt och det finns goda skäl att tro att de samlade åtgärderna i sig mildrade krisförloppet.

Riksbanken intensifierade sina kontakter med såväl företag som aktörer på de finansiella marknaderna för att bättre kunna förstå och följa utvecklingen, eftersom händelseförloppet i början av krisen gick så snabbt. Riksbanken genomförde till exempel företagsundersökningar varannan vecka och hade löpande samtal med banker och andra marknadsaktörer.¹⁹ Nedan ger vi en mer detaljerad redogörelse för utvecklingen på de finansiella marknaderna under våren och sommaren baserat på Riksbankens kontakter med företag, banker och marknadsaktörer och den statistik från de finansiella marknaderna som Riksbanken regelbundet följer. Den övergripande utvecklingen under det mer turbulenta skedet i februari till april sammanfattas i Figur 3.

Figur 3. Finansiella förhållanden 24 februari till 30 april 2020



Anm. Figuren återger, utöver veckovisa sammanfattningar, en värmekarta över Riksbankens index för finansiella förhållanden där en rödare nyans antyder mer åtstramande finansiella förhållanden. Blå, röda och turkosa fält markerar tidpunkter för åtgärder vidtagna av respektive beslutsfattare. Daterade åtgärder vidtagna av regering eller myndighet och Federal Reserve eller ECB utgör ett urval och inkluderar de centrala åtgärder som omnämns i denna artikel.

Källor: ECB, Federal Reserve, Regeringskansliet och Riksbanken

3.1 Februari och mars: Tilltagande osäkerhet övergår i kraftig turbulens

I slutet av februari blev det tydligt att coronaviruset hade spridit sig till Europa. Särskilt i Italien var smittspridningen påtaglig. De italienska myndigheterna rapporterade om cirka 200 nya bekräftade fall per dag. Någon vecka senare hade den siffran stigit till över 1 500 nya fall per dag. Samtidigt var smittspridningen i såväl Sverige som stora delar av omvärlden dittills måttlig. I slutet av februari hade Sverige sammanlagt cirka 10 bekräftade fall av covid-19.²⁰ Osäkerheten var dock stor kring hur smittan skulle fortsätta spridas, vilka effekter den skulle kunna få för den ekonomiska aktiviteten och hur regering och centrala myndigheter skulle bemöta den.

19 Riksbanken intervjuar regelbundet de största företagen inom industri-, bygg-, handels- och delar av tjänstesektorn. Normalt sker detta tre gånger per år, men med anledning av pandemin genomförde Riksbanken ett antal extra intervjuomgångar per telefon. Undersökningarna som refereras till i denna artikel ägde rum under perioderna 12–28 februari, 4–6 mars, 16–19 mars, 30 mars till 2 april, 14–17 april, 6–11 maj och 5–9 juni, se Sveriges riksbank (2020b, 2020d och 2020e). Kontakter med banker och andra marknadsaktörer intensifierades, bland annat i den löpande övervakningen av stabiliteten i det finansiella systemet, men också via Riksbankens handlarbord som står i förbindelse med bankernas avdelningar för treasury och marknadsanalys.

20 För mer information, se Folkhälsomyndigheten: <https://www.folkhalsomyndigheten.se/smittskydd-beredskap/utbrott/aktuella-utbrott/covid-19/>.

På de finansiella marknaderna blev investerare allt mindre villiga att hålla riskfyllda tillgångar, framför allt tillgångar med exponering mot företagssektorn. Volatiliteten på aktiemarknaderna ökade markant (se Diagram 4), vilket bland annat reflekterades i VIX-indexet²¹ som ökade till ungefär samma nivåer som under finanskrisens mest volatila period. Flera aktieindex, däribland amerikanska S&P500 och svenska OMX, föll med cirka 10 procent under sista veckan i februari (se Diagram 5).²² Den ökade efterfrågan på säkrare tillgångar bidrog till att räntorna på statsobligationer sjönk, vilket även fick andra obligationsräntor att sjunka (se Diagram 6). Riskpremierna på den svenska marknaden för företagsobligationer steg dock, vilket reflekterades i en större skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer (se Diagram 7). Den utvecklingen präglade även de finansiella marknaderna i övriga Europa och USA.

Under den här perioden såg de svenska bankerna fortfarande välfungerande marknader för sin kortfristiga finansiering, men upplevde investerarna som något mer avvaktande. Aktiviteten var dessutom låg på primärmarknaden för säkerställda obligationer under sportlovet i Stockholm. Det gjorde det svårt för bankerna att uppskatta marknadsförhållandena för sin mer långfristiga finansiering.

2–8 mars: Amerikansk räntesänkning, avvaktande marknadsaktörer och svårbedömda risker för företagen

Under den första veckan i mars ökade det totala antalet bekräftade svenska fall av covid-19 till över 200. Oron var fortfarande stor både på de globala och de svenska finansiella marknaderna. Prisrörelserna var dock något mindre än föregående vecka, med en marginell börsnedgång och stabila riskpremier på såväl företagsobligationsmarknaden som marknaden för säkerställda obligationer. En bidragande orsak till det var sannolikt att Federal Reserve den 3 mars signalerade sin beredskap att möta krisen genom att sänka styrräntan med 0,5 procentenheter mellan ordinarie möten. De finansiella marknaderna svarade omgående med att inkorporera förväntningar om ytterligare åtgärder från den amerikanska centralbanken i sin prissättning.

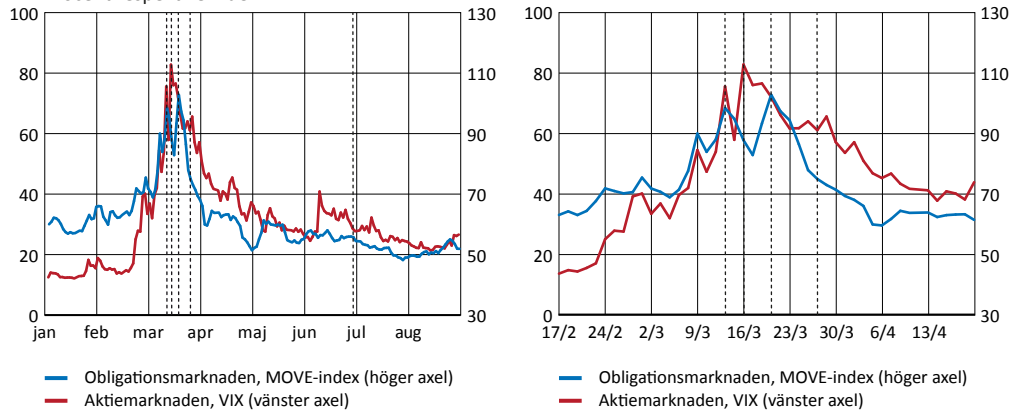
De svenska bankernas långfristiga finansiering hade gradvis blivit något dyrare och investerare upplevdes som fortsatt mindre villiga att hålla riskfyllda tillgångar. Enligt Riksbankens företagsundersökning denna vecka upplevde företagen däremot fortfarande endast små effekter, och virusutbrottet betraktades främst som en svårbedömd risk. Samtidigt fanns det en utbredd oro inom Riksbanken och bland andra ekonomiska bedömare att informationen inte fullt ut kunde fånga den allt allvarigare situationen. Det osäkra läget skapade också farhågor om att situationen skulle förvärras ytterligare.

21 VIX-indexet är ett mått på den förväntade volatiliteten på den amerikanska börsen S&P500, och beräknas utifrån optionspriser.

22 Med OMX avses OMXSPI (all-share), vilket inkluderar alla bolag listade på OMX Nordic Exchange Stockholm.

Diagram 4. Volatilitetsindex för aktie- och obligationsmarknaden i USA

Procent respektive index

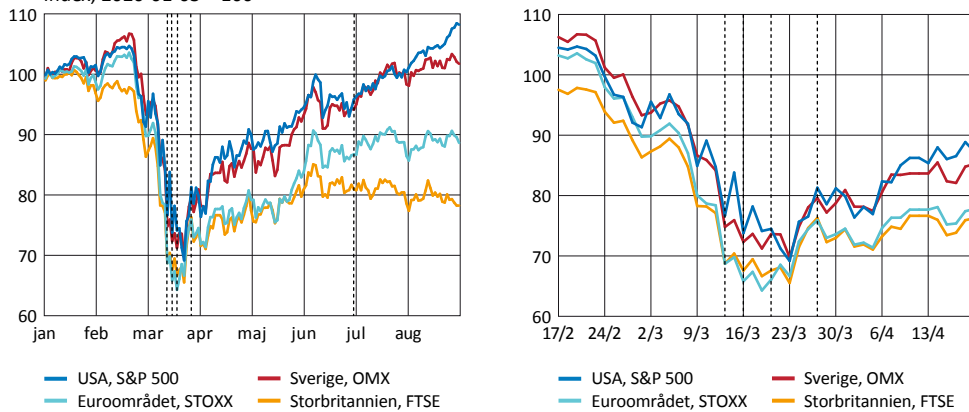


Anm. VIX-index visar den förväntade volatiliteten på den amerikanska börsen utifrån optionspriser. MOVE-index är ett mått på den förväntade volatiliteten på amerikanska statsobligationer utifrån optionspriser. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars samt beslutet den 30 juni.

Källor: Chicago Board Options Exchange och Merrill Lynch

Diagram 5. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2020-01-03 = 100

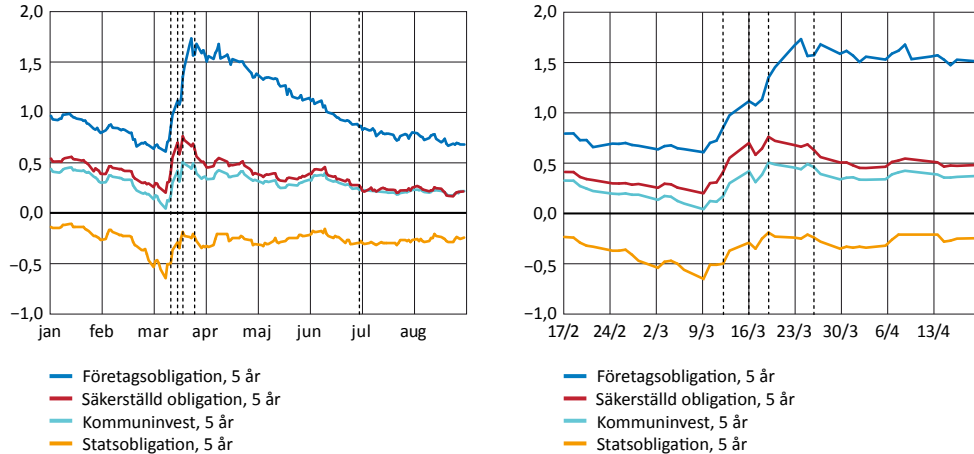


Anm. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars samt beslutet den 30 juni.

Källa: Macrobond

Diagram 6. Obligrationsräntor, 5 års löptid

Procent



Anm. Säkerställda och företagsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden, obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer utgivna av Kommuninvest. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars samt beslutet den 30 juni.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

9–15 mars: Kraftiga börsfall, mycket hög riskaversion hos investerare och hög efterfrågan på dollar

Den andra veckan i mars ökade antalet bekräftade fall av covid-19 snabbt i Sverige. Det totala antalet uppgick till cirka 1 000 fall i mitten av veckan och det första dödsfallet i Sverige konstaterades den 11 mars. Smittspridningen var påtaglig även i ett stort antal andra länder och WHO karakteriserade coronautbrottet som en global pandemi samma dag. Samtidigt trappades en konflikt upp mellan Ryssland och Saudiarabien kring produktionsnivåerna för olja, vilket gjorde att oljepriset föll med mer än 20 procent.

Till följd av detta eskalerade oron på de finansiella marknaderna ytterligare. Flykten från riskfyllda tillgångar tilltog återigen och OMX föll med nära 20 procent under veckan. Det var i paritet med börsfallen i andra länder (se Diagram 5). Riskaversionen ökade i sådan utsträckning att investerare även började sälja statsobligationer med långa löptider till förmån för statsobligationer med korta löptider och andra säkra tillgångar.²³ Denna så kallade "dash-for-cash" bidrog till att räntorna på statsobligationer med längre löptider steg med cirka 0,3 procentenheter (se Diagram 6).²⁴ I samband med detta uppstod stora problem på marknaden för amerikanska statspapper, som normalt anses vara en av världens mest välfungerande marknader. Likviditeten försämrades markant när många av investerarna ville sälja statsobligationer med längre löptider. Ett tecken på detta var att aktörer på den amerikanska marknaden för statsobligationer rapporterade historiskt stora skillnader mellan sälj- och köppriser.

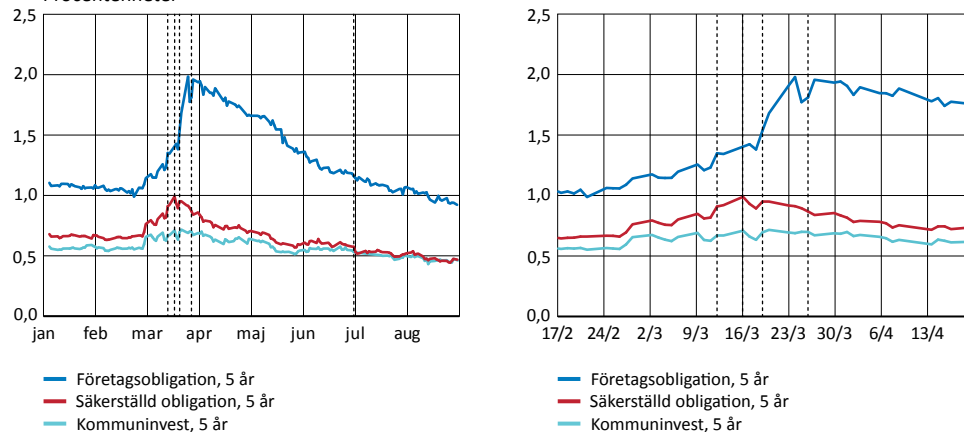
Intermediärerna på obligationsmarknaderna, som vanligtvis agerar så kallade "market makers" där de erbjuder sig att både köpa och sälja obligationer, fick svårt att hantera det enorma säljtrycket av riskfyllda obligationer. De nådde snabbt gränsen för hur mycket de kunde avlasta investerarna och själva hålla dessa obligationer på sina balansräkningar, både vad gällde deras interna riskmandat och regler. Detta skedde framför allt i marknaden för företagsobligationer, men även för säkerställda obligationer och i viss mån för statsobligationer.

Räntorna på säkerställda obligationer och företagsobligationer steg ytterligare några baspunkter jämfört med räntorna på statsobligationer med motsvarande löptid. Det gjorde att ränteskillnaderna, som speglar riskpremierna på dessa marknader, ökade (se Diagram 7). Men trots att företagen verkade vara betydligt mer exponerade mot de ekonomiska konsekvenserna av pandemin än såväl bankerna som hushållen ökade riskpremierna för företagsobligationer inte mer än för säkerställda obligationer.

23 I USA blev flykten från statsobligationer med längre löptider särskilt tydlig, bland annat då högt belånade investerare tvingades sälja statsobligationer för att tillgodose sina likviditetskrav. För mer detaljer se Schimpf m.fl. (2020).

24 Det finns ett flertal ekonomiska modeller som dekomponerar statsobligationsräntor i förväntade framtida korta räntor och terminspremier. I en modell baserad på Adrian m.fl. (2013) kan ränteuppgången under andra veckan i mars till stor del förklaras av en uppgång i terminspremien. Detta är i linje med uppfattningen att riskaversionen ökade kraftigt och gav upphov till ett "dash-for-cash"-beteende bland investerarna.

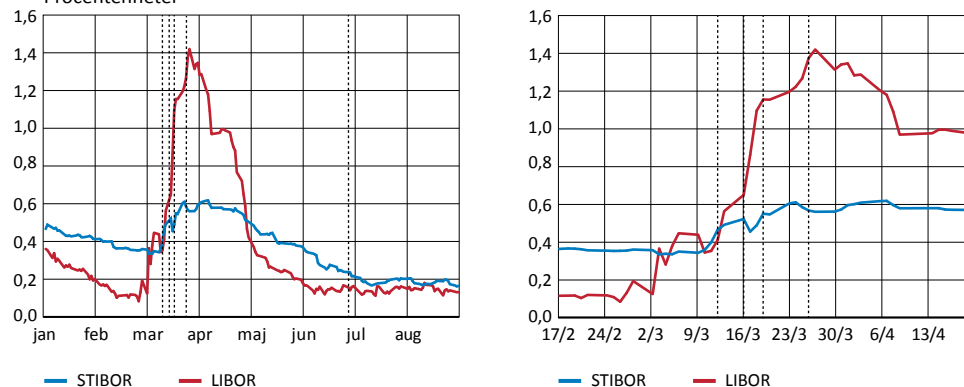
Diagram 7. Ränteskillnad mellan olika obligationslag och statsobligationer i Sverige
Procentenheter



Anm. Säkerställda obligationer, företags- och statsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden, obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer, utgivna av Kommuninvest. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars samt beslutet den 30 juni.
Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

Den allt lägre efterfrågan på riskfyllda tillgångar hade också bidragit till stora utflöden ur framför allt vissa amerikanska penningmarknadsfonder som investerade i mer riskfyllda, kortfristiga tillgångar. Dessa fonder efterfrågade bland annat färre bankcertifikat och slutade därmed att förse de globala penningmarknaderna med dollarfinansiering i samma utsträckning som tidigare.²⁵ Banker i behov av kortfristig finansiering i dollar fick istället vända sig till interbankmarknaden. Det bidrog till att räntan på denna marknad, USD Libor, steg tydligt jämfört med räntan på amerikanska statspapper (se Diagram 8).²⁶

Diagram 8. Ränteskillnad mellan interbankräntor och statsskuldsväxlar, 3 månaders löptid
Procentenheter



Anm. För LIBOR och STIBOR är ränteskillnaderna beräknade i förhållande till räntorna på en amerikansk respektive svensk statsskuldsväxel. Den amerikanska statsskuldsväxeln är en benchmarkväxel, medan den svenska är en nollkupongväxel beräknad med Nelson-Siegel-metoden. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars samt beslutet den 30 juni.
Källor: Macrobond och Riksbanken

²⁵ För ett utförligare resonemang se exempelvis Sveriges riksbank (2020c), Avdjiev m.fl. (2020), och Eren m.fl. (2020).

²⁶ Eftersom många icke-amerikanska aktörer, som företag och finansiella institutioner, använder sig av dollar i sin dagliga verksamhet finns det en stor marknad för dollarlån även utanför USA. Internationella banker har därför både insättningar och utestående lån i dollar, och för att hantera över- och underskott använder de interbankmarknaden, där USD Libor är den rapporterade räntan. Eftersom även amerikanska banker har tillgång till denna marknad tenderar USD Libor att följa interbankräntorna i USA, som exempelvis federal funds rate. För längre löptider, på några månader, är skillnaden mellan USD Libor och räntan på amerikanska statspapper, den så kallade "TED-spreaden", vanligtvis liten och stabil. I tider av förhöjd osäkerhet kan den däremot stiga tydligt, och reflekterar då ofta en ökad efterfrågan på dollar och samtidigt en minskad vilja bland investerarna att hålla riskfyllda tillgångar.

De kraftigt försämrade marknadsförhållandena fick såväl ECB som Federal Reserve att lansera omfattande åtgärdsprogram denna vecka.²⁷ Den 12 mars annonserade ECB bland annat ett tillfälligt utlåningsprogram till bankerna utan beloppsbegränsning och justerade villkoren i det kommande TLTRO-programmet planerat till juni.²⁸ Dessutom annonserade man ett omfattande program för tillgångsköp på upp till 120 miljarder euro under 2020. Mot slutet av veckan, den 15 mars, annonserade Federal Reserve att man sänkte styrräntan med en procentenhet till nära noll och att man avsåg köpa stats- och bostadsobligationer för åtminstone 700 miljarder dollar. De här mycket omfattande tillgångsköpen syftade framför allt till att hålla räntorna och riskpremierna nere samt underlätta situationen för de hårt pressade finansiella intermediärerna och därmed förbättra marknadernas funktionssätt.

De svenska storbankerna upplevde inga problem med att uppfylla sina likviditetstäckningskvoter. Däremot vittnade de om att finansieringen på kortare löptider, som främst sker i dollar, blev allt mer problematisk och att likviditeten i instrument med mer än en dags löptid var mycket låg. Marknadsklimatet för den långfristiga upplåningen ansågs också ha försämrats.

Den omfattande oron på de finansiella marknaderna och de snabbt försämrade utsikterna för svenska företag fick Riksbanken att vidta en rad olika åtgärder. Den första annonserades den 12 mars och innebar ett låneprogram till bankerna för vidareutlåning till företag. Riksbanken åtog sig därigenom att låna ut upp till 500 miljarder kronor till kreditinstitut som var penningpolitiska motparter. Programmet hade tydliga likheter med program som andra centralbanker tidigare lanserat, till exempel Bank of England's Funding for Lending scheme och ECB:s TLTRO-program. Lånen erbjöds till en rörlig ränta motsvarande reporäntan med en löptid på två år. Om motparterna ville låna via programmet men inte samtidigt ökade sin utlåning till företagen tillkom även ett räntetillägg för lånet.²⁹

För att värna en välfungerande kreditförsörjning sänkte också Finansinspektionen (FI) det kontracykliska kapitalbuffertkravet som gäller för banker från 2,5 procent till 0 procent den 13 mars. På så sätt bedömde FI att man kunde frigöra upp till 900 miljarder kronor för bankerna i ny bankutlåning.³⁰

16–22 mars: Global dollarbrist och fortsatt stigande riskpremier

Den tredje veckan i mars fortsatte coronaviruset att sprida sig hastigt i det svenska samhället. Antalet patienter som behövde intensivvård ökade kraftigt, från cirka 5 nya patienter per dag i början av veckan till över 30 nya patienter per dag mot slutet av veckan. Även det totala antalet avlidna personer ökade tydligt och uppgick till nära 50 personer vid veckans slut.

Även denna vecka var de större centralbankerna mycket aktiva. Federal Reserve vidtog flera likviditetsfrämjande åtgärder och den 17 mars lanserade man Commercial Paper Funding Facility (CPFF). Inom den åtog sig Federal Reserve att stödja företagens kortfristiga marknadsfinansiering, med stöd av statliga kreditgarantier. Dagen efter, den 18 mars, upprättade man dessutom Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF), som erbjöd banker finansiering i upp till ett år för köp av tillgångar från penningmarknadsfonder. Den här faciliteten syftade till att underlätta för penningmarknadsfonder att möta utflöden utan att behöva sälja tillgångar till kraftigt reducerade priser. Om det skedde fanns det nämligen en risk att funktionssättet på viktiga finansieringsmarknader förvärrades ytterligare. Samma

27 Se <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.en.html> och <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>.

28 Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO) är ett program som först lanserades i juni 2014 inom vilket ECB erbjuder långfristiga lån till banker och ger dem incitament att öka utlåningen till företag och konsumenter i euroområdet.

29 Riksbanken följer upp och utvärderar motparternas utlåning till icke-finansiella företag med hjälp av Finansmarknadsstatistiken och underlag som motparterna uppmanas lämna in till Riksbanken. Om motpartens utlåning till svenska icke-finansiella företag vid utvärderingstidpunkten inte har ökat med minst en femtedel av det belopp som motparterna har lånat från Riksbanken ökar kostnaden för lånet något (se Tabell 1 för detaljer).

30 Se <https://www.fi.se/sv/publicerat/pressmeddelanden/2020/fi-sanker-den-kontracykliska-kapitalbufferten-till-noll/>.

dag presenterade ECB nya tillgångsköp via det så kallade Pandemic Emergency Purchasing Programme (PEPP) med en ram på motsvarande 750 miljarder euro.³¹

Den svenska regeringen presenterade förslag på åtgärder riktade mot företagen den 16 mars. Utöver ett system för så kallade korttidspermitteringar fick företagen möjlighet att söka anstånd med sina skattebetalningar. Företagen kunde därmed söka anstånd för att skjuta upp maximalt tre månaders arbetsgivaravgifter, preliminärskatt på lön och moms, i som längst 12 månader. Korttidspermitteringarna innebar att anställda under återstoden av 2020 kunde gå ner i arbetstid medan staten gav ekonomiskt stöd till arbetsgivaren. I praktiken innebar det att den anställda kunde behålla en stor del av sin lön, samtidigt som företagets lönekostnader minskade tydligt.

Eftersom oron på de finansiella marknaderna hade varit så stor mot slutet av den föregående veckan annonserade Riksbanken måndagen den 16 mars ytterligare ett paket av åtgärder för att motverka den negativa utvecklingen. Paketet inkluderade utöver ett omfattande program för att köpa tillgångar också åtgärder för att göra det lättare för bankerna att finansiera sig. Tillgångsköpen inkluderade vid denna tidpunkt stats-, kommun- och säkerställda obligationer. Riksbanken tydliggjorde också att man inom en total ram på upp till 300 miljarder kronor avsåg köpa nominella statsobligationer till ett värde av 40 miljarder kronor och reala statsobligationer motsvarande 5 miljarder kronor jämnt fördelat under resterande 2020. Riksbanken kommunicerade vid detta tillfälle inte hur mycket kommunobligationer eller säkerställda obligationer man avsåg köpa. För att öka flexibiliteten kring vilka säkerheter bankerna skulle kunna använda när de lånade pengar av Riksbanken annonserade man också att en större andel säkerställda obligationer än tidigare nu skulle kunna användas som säkerhet. Även säkerställda obligationer som bankerna själva emitterat godtogs som säkerhet. Bankerna kunde i och med denna åtgärd låna mer hos Riksbanken än de annars hade kunnat göra. Riksbanken annonserade dessutom att man avsåg genomföra veckovisa marknadsoperationer på längre löptider för att öka likviditeten i banksystemet. Det skulle ske genom att motparterna erbjöds obegränsat med lån med tre månaders löptid till en kostnad av 0,2 procentenheter över reporäntan. Riksbanken sänkte slutligen räntan på den stående utlåningsfaciliteten från 0,75 till 0,2 procentenheter över reporäntan. Genom denna åtgärd kunde bankerna, mot säkerheter, låna billigare av Riksbanken över natten. Sammantaget bidrog dessa åtgärder till att bankerna fick tillgång till mycket stora mängder likviditet och ett tak för deras finansieringskostnader etablerades på motsvarande 0,2 procentenheter över reporäntan. Riksbanken började köpa statsobligationer inom två dagar utöver de obligationsköp som man beslutat om tidigare. Samma vecka påbörjades också programmet för utlåning till banker och de veckovisa marknadsoperationerna.

På de finansiella marknaderna ville investerarna i allt lägre grad hålla riskfyllda tillgångar. Volatiliteten på aktiemarknaderna nådde den 16 mars, enligt VIX-index, den högsta noteringen under krisen även om den minskade under veckan. Samtidigt avtog börsnedgången och stannade på några procent. Det var nu framför allt marknaderna för företagspapper som fungerade dåligt, när många ville sälja samtidigt som det fanns få köpare. Bland säljarna fanns företagsobligationsfonder som upplevde stora utflöden och därför var tvungna att sälja obligationer av motsvarande volym. Likviditeten på marknaden försämrades därmed betydligt, vilket tog sig uttryck i att skillnaderna snabbt ökade mellan de priser som köpare respektive säljare erbjöd (se Diagram 9). Den oklara prisbilden bidrog dessutom till att en del obligationsfonder inte ansåg sig kunna garantera en korrekt värdering. Därför stängde de tillfälligt för uttag och insättningar, även om de flesta fonder öppnade för handel någon bankdag senare. Riskpremierna på marknaden för företagsobligationer steg ytterligare och aktiviteten på primärmarknaden för företagscertifikat och företagsobligationer var samtidigt

31 Se <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200317a.htm> och https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html.

mycket låg, vilket ytterligare förstärkte bilden av att företagens marknadsfinansiering fungerade dåligt. Den stigande riskpremien reflekterade sannolikt en ökning av både kredit- och likviditetsrisken. Kreditrisken ökade eftersom företagens återbetalningsförmåga enligt obligationsvillkoren blev allt mer ifrågasatt. Samtidigt ökade likviditetsrisken i takt med att investerarna upplevde att marknaden fungerade allt sämre och det uppstod svårigheter att omsätta obligationer till ett rimligt marknadspris.

När Riksbanken tidigt i veckan hade annonserat köp av säkerställda obligationer stabiliserades räntorna på dessa under veckan. Bankerna, vars betalningsförmåga är det som räntorna på säkerställda obligationer i första hand reflekterar, var heller inte exponerade mot krisen på samma tydliga sätt som företagen.

Mot slutet av veckan kompletterade Riksbanken på torsdagen den 19 mars den tidigare annonseringen av tillgångsköp med att man även avsåg köpa företagspapper, det vill säga företagscertifikat och företagsobligationer. Samma dag ingick Riksbanken och flera centralbanker också swapavtal med Federal Reserve för att hantera den ansträngda situationen på marknaderna för kortfristig upplåning i dollar.³² Riksbanken annonserade att man erbjöd bankerna lån i dollar mot säkerhet. Lånen kunde uppgå till totalt 60 miljarder dollar under perioden från den 19 mars till den 18 september 2020.

Dagen därpå, den 20 mars, annonserade regeringen att man avsåg avsätta resurser till statligt ägda Almi Företagspartner, som erbjuder lån och affärsutvecklingar till företag. På så sätt ville man utöka utlåningen till små och medelstora företag. Regeringen utökade också Svensk Exportkredits låneram och Exportkreditnämndens tak för kreditgarantier.³³ Samma dag preciserade Riksbanken att man avsåg köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor till ett värde av 10 miljarder kronor i den första uppsatta auktionen den 25 mars.

Denna vecka genomförde Riksbanken både företagsundersökningar och samtal med aktörer på de finansiella marknaderna. De bekräftade det mer akuta läget. Många företag upplevde att det största problemet var bristande likviditet till följd av minskade intäkter, och att villkoren för extern finansiering hade försämrats. Som exempel ansåg flera företag att marknadsfinansieringen var "död" samtidigt som man upplevde att bankerna var överhopade av låneförfrågningar, att svarstiderna var långa och att räntorna var högre. Större industriföretag ansåg sig vara väl rustade, men avsåg ändå bygga upp buffertar för att ha beredskap att hantera en eventuell förvärrad situation. Bankerna upplevde samtidigt att deras kortfristiga finansiering fungerade mycket dåligt, både via dollar- och valutaswapmarknaderna. För den långfristiga finansieringen ansåg bankerna att Riksbankens åtgärder hade gett direkt avtryck på marknaden för säkerställda obligationer via något lägre risk-premier och att intresset bland investerare hade ökat. Flera banker indikerade dock att de avvaktade med att emittera säkerställda obligationer.

23–29 mars: Stigande aktiepriser, stabiliserade likviditetspremier men problem på marknaden för företagsobligationer

Mot slutet av mars stabiliserades smittspridningen på en hög nivå, med cirka 30–40 nya fall som behövde intensivvård per dag. Det totala antalet avlidna nästan femdubblades jämfört med föregående vecka, från 49 till 239.

Många av de stora aktieindexen, inklusive det svenska OMX, nådde under måndagen den 23 mars den lägsta noteringen under krisen. Samma dag lanserade Federal Reserve ett antal nya åtgärder.³⁴ Federal Reserve sade sig vara beredd att köpa statsobligationer och bostadsobligationer i den omfattning som behövdes för att säkerställa välfungerande marknader och en effektiv penningpolitisk transmission till de finansiella förhållandena.

32 Riksbankens swapfacilitet inrättades ursprungligen för en sexmånadersperiod, men i augusti förlängdes faciliteten till den 31 mars 2021.

33 Almi fick ett kapitaltillskott på 3 miljarder kronor. Svensk Exportkredits (SEK) låneram utökades från 125 till 200 miljarder kronor och Exportkreditnämndens (EKN) tak för kreditgarantier utökades till totalt 500 miljarder kronor.

34 Se <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>.

Vidare lanserade man två nya faciliteter för att stödja de större företagens marknadsfinansiering: den ena för att förse företagen med finansiering genom att köpa företagsobligationer på primärmarknaden och den andra för att stärka likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer. En facilitet inrättades dessutom för att stödja finansieringen för mindre företag och hushåll.³⁵ Även här ingick statliga garantier som kunde täcka delar av Federal Reserves förluster om det skulle uppstå några. Under resten av veckan steg aktiepriserna, och OMX-index steg med cirka 10 procent. På den svenska marknaden för företagsobligationer fortsatte utvecklingen däremot att försämrats. Räntorna på företagsobligationer fortsatte att stiga och ränteskillnaden mot statsobligationer nådde sin högsta punkt hittills under krisen (se Diagram 7).

Den historiska samvariationen mellan förändringar i aktiepriser och i ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer är låg och det finns flera tänkbara förklaringar till att marknaden för företagsobligationer fortsatte att utvecklas svagt även efter att börsläget stabiliserats.³⁶ Den svenska marknaden för företagsobligationer karaktäriseras till exempel av låg likviditet och relativt få spekulativa investerare, vilket gör att det kan ta längre tid innan priserna på marknaden reflekterar obligationernas fundamentala värde.³⁷ En annan förklaring kan vara att obligationerna speglar företagens betalningsförmåga fram till det att respektive obligation förfaller, medan aktiepriserna speglar hur företaget kommer att prestera över en längre tidshorisont.³⁸ Prisbildningen kan också ha hämmats av att ett flertal fonder tillfälligt stängdes ner veckan innan.

De stigande räntorna på företagsobligationer kom också att stabiliseras i samband med att Riksbanken i slutet av veckan meddelade att köpen av företagspapper skulle inledas. I ett första skede skulle Riksbanken köpa företagscertifikat med en återstående löptid upp till tre månader, det vill säga företagets mer kortfristiga marknadsfinansiering. Detta för att mildra de mest akuta problemen för de företag som behövde återfinansiera förfallande lån de närmaste månaderna. Köpen skulle inledas med en auktion nästkommande vecka, den 2 april, där Riksbanken avsåg köpa certifikat utgivna i svenska kronor med kreditbetyg motsvarande minst "Investment Grade" för 4 miljarder kronor.³⁹

För att stärka företagets likviditet presenterade regeringen den så kallade Företagsakuten den 25 mars. Den innebar att staten genom Riksgäldskontoret garanterade 70 procent av bankernas nya lån till företag som fått svårigheter till följd av pandemin mot en riskbaserad avgift. Företagsakuten innebar därmed att bankerna inte i samma utsträckning exponerades för den kreditrisk det innebar att ge ut nya lån till företagen. Riksbankens utlåningsprogram fyllde här en kompletterande roll genom att ge bankerna tillgång till billig finansiering.

Riksbanken påbörjade sina köp av säkerställda obligationer och utlåningen i dollar denna vecka. Den 27 mars utökade man även omfattningen av dessa köp och preciserade planerna för dem. Riksbanken avsåg köpa säkerställda obligationer för ett sammanlagt värde av 50 miljarder kronor mellan den 30 mars och den 30 april och erbjöd sig att köpa för 20 miljarder kronor i den nästkommande auktionen den 1 april.⁴⁰ För att få ett bredare genomslag i låneprogrammet till bankerna beslutade Riksbanken dessutom under denna vecka att tillfälligt utöka sin motpartskrets. Nu fick även en del mindre sparbanker, vars

35 Dessa tre faciliteter var Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF), Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) och Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF).

36 Korrelationen mellan den dagliga, procentuella förändringen i aktiepriser och förändringen i ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer är endast -0,15, mätt över perioden juli 2013 och augusti 2020. Samvariationen mellan globala aktiemarknader är däremot väldokumenterad och tenderar att vara särskilt stor under tider då läget på marknaderna är osäkert, se Ang och Bekaert (2002).

37 För en mer detaljerad diskussion kring varför marknaden för företagsobligationer drabbades hårt under krisen se Wollert (2020).

38 Chen m.fl. (2020) visar att den kraftiga återhämtningen i aktiepriserna på den amerikanska börsen S&P 500 under våren och sommaren till stor del förklarades av förväntningarna om företagets vinstutdelningar på horisonter över fem år, medan de förväntade vinstutdelningarna på kortare horisonter var betydligt lägre.

39 Med "Investment Grade" avses emittenter/värdepapper med kreditbetyg som uppgår till lägst BBB-.

40 I augusti 2020 uppgick den utestående nominella volymen säkerställda obligationer till knappt 2 000 miljarder kronor, se vidare Diagram 3.

kunder i stor utsträckning består av små och medelstora företag, möjlighet att ansöka om lån inom programmet.⁴¹

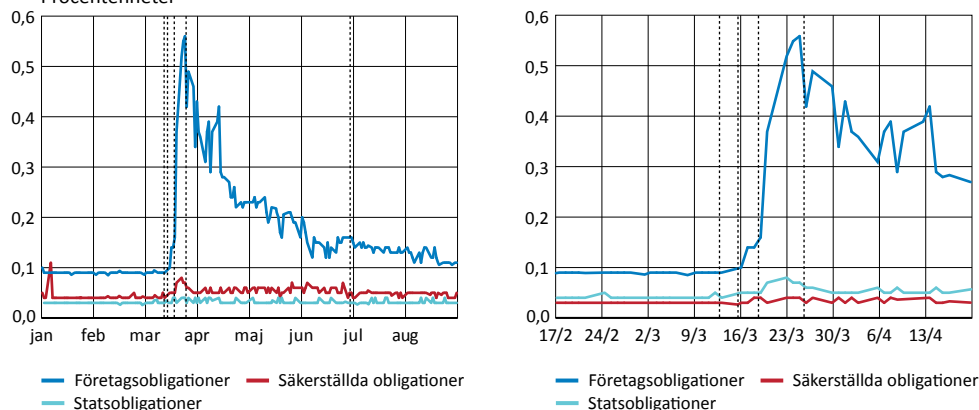
Omsättningen på marknaden för valutaswapar var fortsatt dålig, men bankerna kunde emittera mindre volymer kortfristig skuld till höga räntor.

3.2 April: Gradvis bättre likviditet för bankerna, trög marknad för företagscertifikat och stora utmaningar för mindre företag

I mitten av april var smittspridningen fortsatt hög men nådde enligt flera mått sin kulmen under pandemins första våg. Antalet nya fall som behövde intensivvård sjönk under månaden från närmare 40 till cirka 30 per dag. Antalet avlidna uppgick i mitten av april till cirka 100 personer per dag, för att mot slutet av april minska till cirka 80 personer.

April präglades av en viss återhämtning på de finansiella marknaderna. Federal Reserve lanserade nya åtgärder den 9 april, bland annat i form av låneprogram riktade mot företag (MSLP) och delstater och kommuner (MLF).⁴² Åtgärderna från Riksbanken och andra aktörer hade börjat implementeras, samtidigt som investerarna i viss mån blev mer benägna att ta risker. OMX-indexet steg med drygt 8 procent under april och räntorna på säkerställda obligationer var redan i början av april tillbaka på samma nivåer som i början av året (se Diagram 5 och 6). Skillnaden mellan räntorna på säkerställda obligationer och statsobligationer föll dock inte tillbaka till motsvarande nivåer förrän mot slutet av månaden (se Diagram 7). Ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer låg däremot kvar på höga nivåer även om den minskade trendmässigt. Samma utveckling kunde ses för likviditeten på marknaden för företagsobligationer, där skillnaderna mellan sälj- och köppriser var stor, men minskade (se Diagram 9).

Diagram 9. Skillnad mellan sälj- och köpräntor på obligationer
Procentenheter



Anm. Genomsnittliga kvoterade räntor, baserade på samtliga tillgängliga nominella statsobligationer, samt drygt 50 företagsobligationer med varierande löptider och med kreditbetyg som motsvarar BBB eller bättre. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars samt beslutet den 30 juni.
Källor: Refinitiv och Riksbanken

Under april fortsatte Riksbanken att precisera detaljer och göra mindre justeringar i de åtgärder som redan hade annonserats. Den 3 april erbjöd sig Riksbanken att köpa företagscertifikat för 4 miljarder kronor även i nästa auktion den 8 april och företagscertifikat för upp till 32 miljarder kronor mellan den 8 april och 31 maj. Några dagar senare utvidgades dessutom utlåningsprogrammet till bankerna så att det nu även omfattade vidareutlåning till enskilda firmor. Senare i månaden, den 22 april, meddelade Riksbanken att man avsåg påbörja köpen av obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt

41 I slutet av augusti innefattade de tillfälliga penningpolitiska motparterna Sparbanken Alingsås AB, Sparbanken Skåne AB (publ), Sparbanken Skaraborg AB (publ), Tjustbygdens Sparbank Bankaktiebolag och Volvofinans Bank AB.

42 Se <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200409a.htm>.

Kommuninvest i Sverige AB. Dessa köp skulle uppgå till ett nominellt belopp om sammanlagt 15 miljarder kronor mellan den 27 april och den 30 juni 2020. Den 27 april annonserade Riksbanken ytterligare köp av säkerställda obligationer för 80 miljarder kronor från maj till och med september.

I april genomförde Riksbanken två företagsundersökningar. I början av april uppgav stora industriföretag att det hade blivit betydligt dyrare att finansiera sin verksamhet än före krisen och att myndigheternas åtgärder inte hade underlättat situationen påtagligt. Dessutom uppgav företagen att den kortfristiga upplåningen via certifikatmarknaden hade upphört samtidigt som det var dyrare än tidigare att emittera obligationer med längre löptider. De kunde till viss del finansiera sig via avtal med banker som hade ingåtts tidigare. Men samtidigt hade förhandlingar med bankerna blivit mer komplicerade. I samma undersökning uppgav branschföreningar som representerar bland annat industrin, handeln och tjänstenäringarna att de mindre företagen hade en svårare finansieringssituation, eftersom de i större utsträckning saknade säkerheter. Bankerna ansågs också ha haft svårt att bedöma återbetalningsförmågan hos företag och hinna behandla ansökningar i tid.

I Riksbankens företagsundersökningar i mitten av april angav stora exportföretag att de hade fått lättare att finansiera sig de senaste veckorna och att exportfinansiering hade säkrats till överkomliga villkor tack vare garantiåtaganden och låneramar från Exportkreditnämnden och Svensk Exportkredit. Dessa företag upplevde samtidigt att aktiviteten på certifikat- och obligationsmarknaden var väsentligt mycket lägre än före krisen. Istället vände sig företagen till bankerna för att ta nya lån och stärka sin likviditet. De uppgav att lånevillkoren fortfarande präglades av korta löptider och höga kostnader. Bankernas kreditprövning uppfattades visserligen inte ha ändrats väsentligt, men förhandlingarna var långa och komplicerade. Även fastighetsföretag och större industriföretag delade bilden av att företagen utnyttjade kreditlinor hos banker på grund av den minskade marknadsfinansieringen. De såg dessutom en risk att detta beteende trängde ut mindre företag med lånebehov eftersom de har mindre tillgång till säkerheter. Bland fastighetsföretagen fanns också viss kritik mot att Riksbankens köp av företagscertifikat inte spillde över till primärmarknaden. De kom därmed framför allt investerare till nytta snarare än företagen, och bankernas kreditlinor ansågs inte räcka för att kompensera för bortfallet i marknadsfinansieringen.

Till följd av påsken och att bankerna skulle publicera sina kvartalsrapporter var marknadsaktiviteten låg. Bankerna ansåg dock att valutaswapmarknaden fungerade bättre i dollar, euro och brittiska pund. De såg också att företagen använde sina kreditlinor flitigt i mars, men mindre i april. Senare i månaden förbättrades förutsättningarna för bankernas kortfristiga finansiering i och med att dollarmarknaden fungerade bättre, med ökad aktivitet på både primär- och sekundärmarknaden. Bankerna såg vidare att en starkare utveckling på aktiemarknaden minskade investerarens likviditetsbehov och därigenom risken för så kallade "fire sales" och att villkoren för bankernas långfristiga finansiering hade förbättrats.⁴³

I slutet av månaden, den 30 april, presenterade ECB nya åtgärder för att upprätthålla kreditförsörjningen. Utöver att sänka räntorna på utlåningen till banker inom TLTRO III-programmet avsåg man också utvidga sina låneprogram till bankerna genom sju nya långfristiga marknadsoperationer, så kallade Pandemic Emergency Long-Term Refinancing Operations (PELTRO).

Den svenska regeringen lade samma dag fram ett förslag om ett så kallat omställningsstöd till företag vars omsättning hade minskat kraftigt under mars och april.⁴⁴

43 Uttrycket "fire sales" är nära sammankopplat med så kallade likviditetsspiraler. Dessa uppstår då många investerare vill sälja vissa tillgångar samtidigt. Detta pressar ner priserna på tillgångarna, vilket gör att balansräkningarna på de investerare som håller dessa tillgångar försvagas, vilket i sin tur leder till att ytterligare öka behovet att sälja tillgångarna. På så vis uppstår en spiral där säljtryck leder till ökat säljtryck osv. För mer detaljer kring dessa kanaler se Brunnermeier och Pedersen (2009).

44 För att ta del av stödet krävdes att företaget hade haft en omsättning på minst 250 000 kronor under det senaste räkenskapsåret och ett omsättningstapp på minst 30 procent.

3.3 Maj–augusti: Utvidgade åtgärder och lugnare på marknaderna

Den nedåtgående trenden i smittspridningen som sågs under april fortsatte under de kommande månaderna. I början av maj var antalet nya fall som behövde intensivvård cirka 30 per dag. Mot slutet av juni hade den siffran sjunkit till 5, och ytterligare två månader senare var den nere på cirka 1. Antalet avlidna sjönk under maj och juni från cirka 80 till 40 per dag, för att mot slutet av augusti vara cirka 2.

Läget på de finansiella marknaderna fortsatte gradvis att förbättras under perioden maj till augusti. Oron över den ekonomiska utvecklingen började också minska något när smittspridningen avtog och Riksbanken och andra aktörer hade vidtagit sina åtgärder. Därigenom minskade även osäkerheten kring företagets framtida betalningsförmåga. Detta bidrog till att räntorna på företagsobligationer mot slutet av augusti var tillbaka på samma nivåer som före krisen (se Diagram 6). Även ränteskillnaden mot statsobligationsräntor och likviditeten på företagsobligationsmarknaden hade återgått till tidigare nivåer (se Diagram 7 och 9). Investeringarna blev mer villiga att hålla riskfyllda tillgångar och från början av maj till slutet av augusti steg de stora börsindexen världen över, inklusive OMX-index som steg med cirka 16 procent (se Diagram 5). Vid slutet av augusti var dock osäkerheten fortfarande större än före krisen, vilket reflekterades i att VIX-indexet fortsatt var på något förhöjda nivåer (se Diagram 4).

Under perioden maj till augusti lämnade Riksbanken besked om ytterligare åtgärder och förändringar i sina tidigare annonserade åtgärder. Den 8 maj meddelade man till exempel att köpen av företagscertifikat nu även inkluderade certifikat med en återstående löptid på upp till sex månader, jämfört med tidigare tre. Köpen mellan den 1 juni och 30 september skulle ske på så sätt att Riksbankens innehav av företagscertifikat, som man förvärvat inom ramen för det aktuella köpprogrammet fram till den 30 september 2020, inte översteg 32 miljarder kronor. Den 15 maj specificerade Riksbanken också att köpen av kommunobligationer för perioden juli till september skulle uppgå till 15 miljarder kronor.

I samband med det penningpolitiska mötet den 30 juni beslutade Riksbanken att utvidga ramen för tillgångsköp till maximalt 500 miljarder kronor fram till mitten av 2021. Samtidigt specificerade man köpen inom denna ram mellan den 1 oktober och den sista december 2020. Utöver de tidigare annonserade köpen avsåg Riksbanken köpa:

- i. svenska nominella och reala statsobligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 20 miljarder kronor utöver de tidigare beslutade köpen av statsobligationer under perioden juli 2019 till december 2020
- ii. obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 15 miljarder kronor
- iii. säkerställda obligationer utgivna av svenska institut till ett nominellt belopp om 65 miljarder kronor
- iv. företagscertifikat så att Riksbankens innehav av företagscertifikat under den nya köpperioden inte skulle överstiga 32 miljarder kronor men också så att man vid respektive köptillfälle inte ska äga mer än 70 procent av en enskild utgivares totala utestående volym av företagscertifikat i svenska kronor
- v. företagsobligationer utgivna i svenska kronor från penningpolitiska motparter till ett nominellt belopp om 10 miljarder kronor mellan den 1 september 2020 och den 30 juni 2021.

Samtidigt sänkte Riksbanken bankernas kostnad för att låna via de veckovisa marknadsoperationerna på längre löptider genom att ta bort påslaget på reporäntan och införde även möjligheten för motparterna att ta lån med sex månaders löptid. Villkoren i låneprogrammet till bankerna modifierades också när lånens löptid förlängdes från två till fyra år. Ränte-

tillägget som utgick om banken inte uppfyllde villkoret om vidareutlåning sänktes dessutom från 0,20 till 0,10 procentenheter över reporäntan.

Riksbanken annonserade sina mer specifika belopps- och tidsdetaljer för köpen av företagsobligationer efter en period av tydlig återhämtning på denna marknad. Räntorna var i slutet av juni endast cirka 10 baspunkter över de nivåer som rådde i början av året (se Diagram 6), och ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer var ungefär 25 baspunkter högre (se Diagram 7). Likviditeten hade också förbättrats tydligt och skillnaden mellan köp- och säljräntor hade sjunkit från drygt 50 baspunkter i mitten av mars till cirka 20 baspunkter (se Diagram 9). Det fanns vid den här tiden goda skäl att tro att marknadsprissättningen hade inkorporerat Riksbankens framtida köp av företagsobligationer. Om Riksbanken inte fullföljde sina annonserade köp kunde det öka osäkerheten på marknaden och riskera att framtida signaler om tillgångsköp kunde bli mindre effektfulla. Det var också viktigt att fullfölja köpen utifrån behovet av att upprätta en operationell beredskap för att snabbt kunna skala upp köpen om läget på marknaden försämrades.

I slutet av april och början av maj ansåg bankerna att kostnaderna för den kortfristiga finansieringen i dollar fortsatte att minska men att motsvarande marknad i euro fortfarande fungerade sämre än normalt. Vad gällde deras långfristiga finansiering såg bankerna inte några problem med att emittera säkerställda obligationer i svenska kronor. Riksbankens åtgärder uppgavs vara en starkt bidragande orsak till det. Vidare tecknade bankerna bilden av att det fortfarande var dyrare för svenska banker att emittera i euro än i svenska kronor. Man ansåg också att finansieringsbehovet hade minskat till följd av centralbanksåtgärder, de insättningar som följt efter uttag från fonder och ett allt större hushållssparande. Under resten av maj var förutsättningarna fortsatt goda för bankernas kortfristiga finansiering och räntorna stabiliserades. Det var dock fortfarande relativt dyrt att finansiera sig i euro även om räntorna sjönk. Bankerna uppgav att marknaden för säkerställda obligationer fortsatte fungera bra med allt lägre riskpremier.

Under juni och juli fortsatte utvecklingen i samma spår med god likviditet och krympande riskpremier. Återigen uppgav bankerna att det relativt måttliga finansieringsbehovet bidrog till en låg aktivitet. I augusti ansåg bankerna att det fanns gott om likviditet på dollarmarknaden för samtliga löptider och att det snarare var en utmaning att bli av med sin likviditet. Behovet av finansiering var fortsatt lågt och den långfristiga finansieringen kunde i vissa fall säkras till en historiskt sett låg kostnad.

4 Stabil kreditförsörjning efter massiva åtgärder

De snabbt försämrade framtidsutsikterna under våren 2020 skapade en akut likviditetskris för många företag, även sådana som i grunden var livskraftiga. Intäkterna minskade snabbt samtidigt som en betydande del av kostnaderna fanns kvar. Även om åtgärder som exempelvis regeringens korttidspermitteringar hjälpte företagen att minska sina kostnader ökade såväl små som stora företag sin kortfristiga upplåning mycket kraftigt mellan februari och augusti.

De stora företagen vände sig till bankerna i större utsträckning när förhållandena för marknadsfinansiering försämrades. I företagsundersökningarna under våren angav också stora företag att de ville bygga upp likviditetsbuffertar om situationen skulle förvärras ytterligare. De mindre företagen hade svårare att bära inkomstbortfallet och ökade därför också sin kortfristiga upplåning mycket kraftigt. I kontrast till de stora företagen minskade däremot de mindre företagen sina utestående långfristiga krediter mellan februari och mars. Detta förklaras sannolikt dels av att företagen efterfrågade mindre långfristiga krediter, dels av en viss ovilja bland bankerna att låna ut på längre löptider, vilket får visst stöd i Riksbankens företagsundersökningar, Konjunkturbarometern och Almis låneindikator.

Medan räntorna på företagens marknadsfinansiering steg något påverkades räntorna på företagens banklån inte i någon större utsträckning, varken för små eller stora företag.

Statistiken inkluderar dock bara räntor på beviljade lån. Därför kan de faktiska räntorna som företagen mötte ha stigit mer än vad statistiken visar.

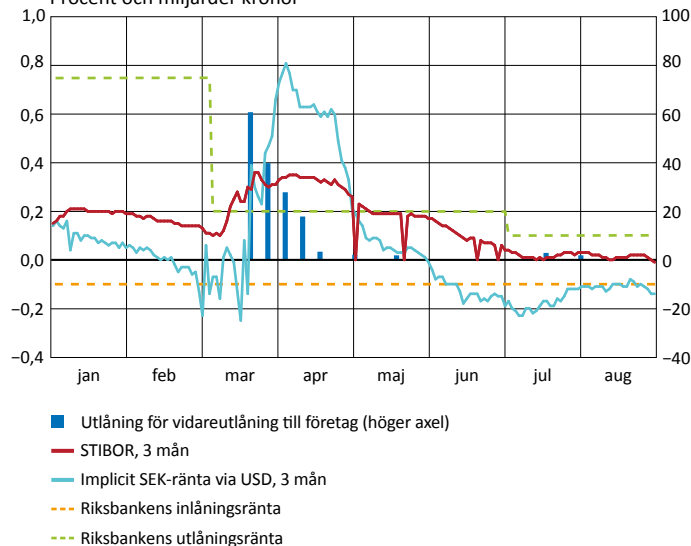
Nedan diskuterar vi kort bankernas finansieringssituation för att därefter övergå till att gå igenom data och indikatorer för utlåningen till företag och hushåll.

4.1 Bankernas finansieringssituation blev gradvis bättre

Bankernas villighet och förmåga att ge ut lån är central för den ekonomiska aktiviteten. Lånen som bankerna ger ut måste dock finansieras på något sätt. Till viss del finansierar sig svenska banker med de insättningar som allmänheten gör, men de finansiella marknaderna är också en viktig finansieringskälla. Bankerna ger ut stora volymer obligationer, såväl säkerställda som icke-säkerställda, som en del av sin långfristiga finansiering och är beroende av de globala penningmarknaderna för sin kortfristiga finansiering. Om läget på de marknaderna snabbt försämras kan det därmed få negativa konsekvenser för bankernas möjligheter att ge krediter till hushåll och företag. Flera av Riksbankens åtgärder syftade därför till att stödja de finansiella marknaderna genom att köpa tillgångar, men också till att erbjuda bankerna trygg och billig finansiering och därigenom skapa goda förutsättningar för dem att fortsätta ge ut lån till hushåll och företag och förhindra en uppgång i utlåningsräntorna. I slutändan var det dock upp till bankerna att bedöma hushållens och företagens kreditvärdighet i vanlig ordning och avgöra om de skulle beviljas krediter eller inte.

Bankerna upplevde en gradvis normalisering av de finansiella förhållandena efter den mest turbulenta perioden i mars, och i augusti var finansieringssituationen mycket god. Detta reflekterades i utvecklingen i bankernas finansieringskostnader (se Diagram 6 och 10).

Diagram 10. Svenska bankers finansieringskostnader och utnyttjandet av Riksbankens utlåning för vidareutlåning till företagen, januari–augusti 2020
Procent och miljarder kronor



Anm. Den implicita SEK-räntan beräknas med spot- och termiväxelkurser samt 3-månadersräntan USD LIBOR.
Källor: Bloomberg och Riksbanken

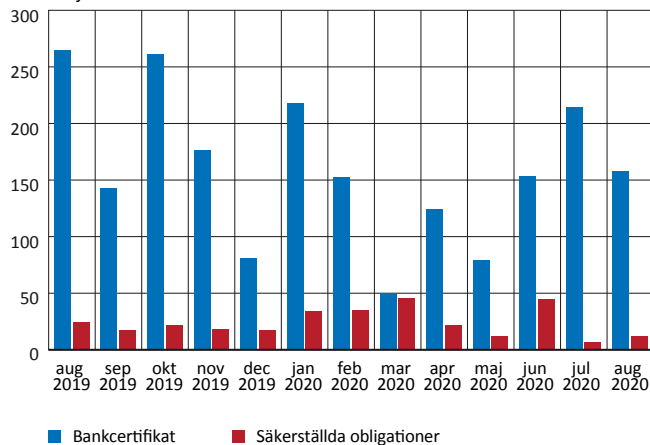
Bankernas kortfristiga finansiering består till stor del av upplåning i amerikanska dollar och euro, och dessa lån omvandlas sedan genom olika finansiella derivat till svenska kronor. Kostnaderna för att finansiera sig på detta sätt minskade gradvis från och med april och kan illustreras med hjälp av implicita SEK-räntor (se Diagram 10).⁴⁵ Bankerna ökade dessutom sina

45 När bankerna lånar i utländsk valuta och växlar till svenska kronor vill de samtidigt ingå i ett finansiellt derivatkontrakt för att försäkra sig mot att kronan försvagas under lånets löptid. Den slutliga kostnaden för lånet, den så kallade implicita SEK-räntan, består därmed av två komponenter: dels räntan som betalas på det utländska lånet, dels kostnaden för denna försäkring enligt derivatkontraktet.

emissioner av bankcertifikat jämfört med mars. Emissionerna av säkerställda obligationer ökade däremot inte i samma utsträckning. Det skulle kunna förklaras av att det gjordes relativt stora emissioner i början av 2020 och att bankerna fick ett mindre finansieringsbehov när inlåningen från allmänheten ökade (se Diagram 11 och 12). Bankernas intresse för Riksbankens likviditetsstöd var också begränsat efter den mer turbulenta perioden under mars och april (se Tabell 1 och Diagram 10).

Diagram 11. Bankernas utgivning av bankcertifikat och säkerställda obligationer

Miljarder kronor



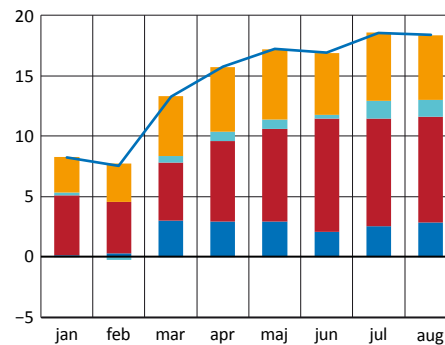
Källa: Riksbanken

Diagram 12. Bankernas inlåning

Årlig förändring i procent



— Bankernas inlåning



— Bankernas inlåning
 ■ Finansiella företag (ej MFI)
 ■ Icke-finansiella företag
 ■ Offentlig sektor
 ■ Hushåll

Anm. Offentlig sektor avser kommuner, landsting och socialförsäkringssektorn.

Källa: SCB

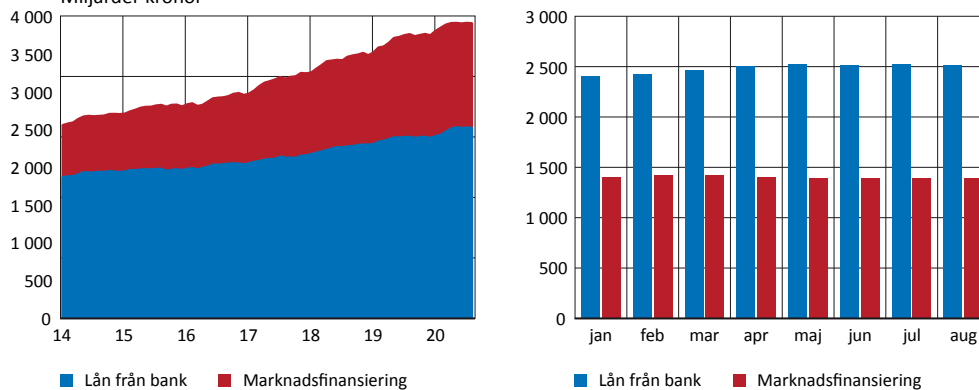
4.2 Företagen mer beroende av bankerna under pandemin

Företag kan finansiera sin verksamhet på olika sätt. Intern finansiering bygger på att de använder eget kapital från vinster och ägartillskott, medan extern finansiering innebär att de tar lån från banker och andra låneinstitut eller emitterar skulder via certifikat och obligationer. Den primära källan till de flesta svenska företags upplåning är banklån. Många, framför allt större företag, har dock emitterat allt större volymer på certifikat- och obligationsmarknaderna på senare år. Därför är dessa marknadens funktionssätt och ränteläge också viktiga för företagets finansiering.

För att studera utvecklingen i utlåningen till företagen är det utöver företagens egna svar i företagsundersökningarna intressant att studera förändringar i hur mycket företagen har lånat och hur räntorna för dessa lån har utvecklats. Krisen drabbade olika delar av företagssektorn olika hårt och företagsundersökningarna rymmer ett begränsat urval av företagen. Därför är det samtidigt viktigt att tolka den mer aggregerade statistiken försiktigt och i möjligaste mån även studera mer disaggregerad data, både vad gäller företagens banklån och deras marknadsfinansiering.

I februari 2020 uppgick den totala låneskulden inom företagssektorn, det vill säga banklån och emitterade företagspapper, till 3 845 miljarder kronor, eller drygt 75 procent av årlig BNP. Av detta utgjorde banklån knappt två tredjedelar (se Diagram 13). Kredittillväxten brukar mattas av när konjunkturen försämras, bland annat då företagen investerar mindre och bankerna blir mer restriktiva i sin utlåning. Detta sker dock normalt med viss eftersläpning. Det är därför inte så förvånande att företagens samlade kredittillväxt fortsatte att öka under våren och sommaren. Under perioden mellan februari och augusti ökade företagens totala låneskuld med 1,6 procent. Samtidigt som bankutlåningen ökade med knappt 4 procent minskade marknadsfinansieringen med drygt 2 procent (se Diagram 13). Det kan sannolikt förklaras av att förhållandena för marknadsfinansiering försämrades kraftigt under den tidigare delen av denna period.

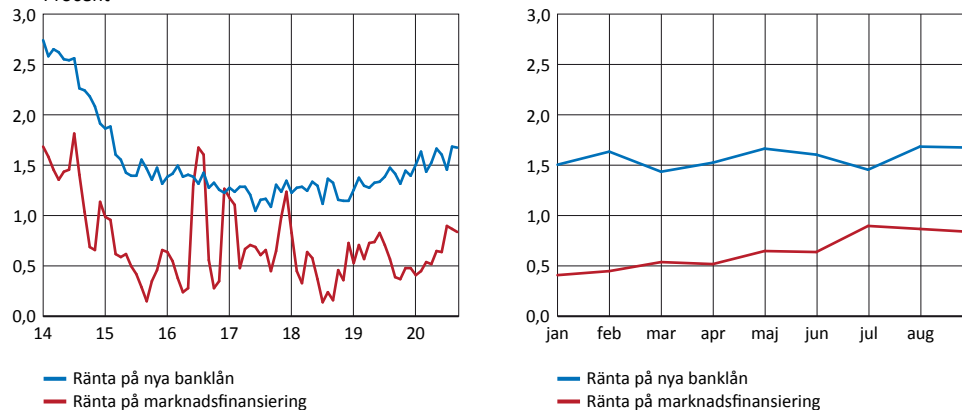
Diagram 13. Företagens nominella låneskuld, samtliga valutor
Miljarder kronor



Anm. Lån från bank avser MFI-utlåning till icke-finansiella företag. Marknadsfinansiering avser icke-finansiella företags upplåning via marknaderna för företagsobligationer och företagscertifikat.
Källa: SCB

Den aggregerade statistiken tyder på att ett genomsnittligt företags kostnad för att ta lån inte påverkades i någon större utsträckning, även om räntan på nyemitterade företagspapper ökade något mellan februari och augusti (se Diagram 14). Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att de räntor vi studerar här kommer från beviljade lån och inte nödvändigtvis representerar de räntor som bankerna erbjöd företagen. Det är därmed möjligt att de faktiska räntorna som företagen behövde förhålla sig till steg mer än vad statistiken visar.

Diagram 14. Räkntor på företagens upplåning
Procent



Anm. Räkntan på nya banklån avser genomsnittlig företagsränta (MFI). Räkntan på marknadsfinansiering avser ett 3-månaders glidande medelvärde av räntekostnaden för under månaden emitterat belopp (företagscertifikat och företagsobligationer, samtliga valutor).
Källa: SCB

Bankernas utlåning ökade, i synnerhet på korta löptider och till stora företag

Banklån utgör den vanligaste formen av finansiering för företagen, och den enda externa källan till finansiering för många små och medelstora företag som inte har tillgång till marknadsfinansiering. I den här analysen bryter vi ner bankernas utlåning utifrån företagsstorlek och lånens löptider. Löptiden på ett lån kan fungera som en indikator för lånets ändamål. Något förenklat kan man säga att företag behöver låna pengar av två skäl:

- i. för att finansiera investeringar
- ii. för att hantera den kortfristiga balansen mellan intäkter och utgifter, det så kallade *rörelsekapitalet* ("working capital").

Investeringar finansieras föredragsvis med lån på längre löptid. Detta för att avbetalningen av lånet ska kunna matchas med strömmen av de framtida intäkter som investeringen genererar. Genom att i möjligaste mån matcha dessa kassaflöden kan företaget skapa en långsiktig balans mellan intäkter och utgifter, och minska risken att hamna i likviditetsproblem. Den kortsiktiga balansen mellan intäkter och utgifter varierar dock över tid av naturliga skäl, till exempel på grund av cykliska mönster eller andra störningar i efterfrågan. För att hantera dessa kortsiktiga fluktuationer använder sig företagen primärt av banklån med korta löptider och kreditlinor hos bankerna.^{46, 47}

En uppdelning av banklånen utifrån företagsstorlek och löptider, visar tydliga mönster. Stora företag ökade både sin kortfristiga och mer långfristiga upplåning mellan februari och augusti. Detta står i viss kontrast till mindre företag, som visserligen ökade sin kortfristiga upplåning mycket kraftigt, men upplåningen med längre löptider har samtidigt minskat något för dessa företag (se Diagram 15).⁴⁸

46 Eftersom korta banklån har lägre räntor än kreditlinor föredrar företagen vanligtvis att använda sig av banklån för att hantera de förutsägbara svängningarna i rörelsekapitalet, som exempelvis säsongbaserade svängningar. Kreditlinor däremot, vars fördel är att de finns omedelbart tillgängliga, används i större utsträckning för att hantera de oförutsägbara störningarna i rörelsekapitalet.

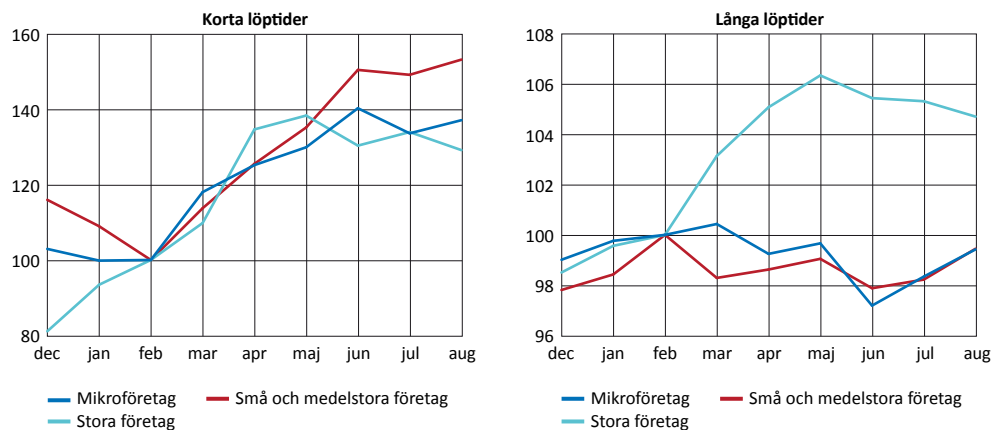
47 Cirka 79 procent av banklånen är på långa löptider (över ett år), 14 procent är på korta löptider (mindre än ett år) och resterande 7 procent är på ospecificerade löptider. Källa: Riksbanken och SCB.

48 I nedbrytningen av bankernas utlåning använder vi genomgående data från Riksbankens kreditdatabas (KRITA) som innehåller monetära finansinstituts (MFI:s) krediter till samtliga sektorer utom hushåll, lån-för-lån. Den första observationen för KRITA-statistiken är december 2019, vilket gör det svårt att identifiera och ta hänsyn till säsongsmässiga variationer i data som analyserats. KRITA är en relativt ny databas och kvalitetssäkring av uppgifterna pågår fortfarande vilket gör att uppgifterna ska tolkas med viss försiktighet. Det är svårt att direkt jämföra den nedbrutna KRITA-statistik som redovisas i artikeln med den mer aggregerade MFI-statistiken för kreditutvecklingen, då den senare är volymvägd och bland annat inkluderar lån till bostadsrättsföreningar och lån som saknar specificerad löptid.

Flera olika faktorer samverkar sannolikt till att förklara utvecklingen. Stora företag har generellt en bättre motståndskraft mot störningar i efterfrågan eftersom de har större balansräkningar som kan absorbera minskade intäkter. Att de stora företagen ändå ökade sina kortfristiga banklån kan sannolikt förklaras av att de ersatte delar av sin marknadsfinansiering, vilket diskuteras i nästa avsnitt. Men det kan också bero på att man ville bygga upp en likviditetsbuffert om situationen förvärrades ytterligare, något som flera företag uppgav i Riksbankens företagsundersökningar. De stora företagens kortfristiga lån ökade med ungefär 30 procent mellan februari och augusti (se Diagram 15).

För de mindre, mer utsatta företagen blev det under pandemin istället naturligt att avvakta med sina investeringar, som i huvudsak finansieras med långfristiga lån. När intäkterna minskade drastiskt hade dessa företag ett stort behov av att även minska sina kostnader och trappa ner sin produktion av varor och tjänster. Detta minskade även behovet av kortfristig finansiering för exempelvis insatsvaror och arbetskraft. I statistiken kan vi också se att utnyttjandet av företagens kontokrediter hos bankerna minskade.⁴⁹ Intäkterna föll dock mer än kostnaderna, och företagen behövde istället öka sina kortfristiga banklån för att överbygga den akuta likviditetssituationen.⁵⁰ Den kortfristiga bankupplåningen kom också att öka med ungefär 40–50 procent för dessa företag under våren och sommaren (se Diagram 15).

Diagram 15. Bankernas utlåning till företag fördelat på företagsstorlek och löptider
Index, februari = 100



Anm. Korta och långa löptider avser upp till respektive mer än 1 års löptid på lånet (inte räntan). Storleksindelning i enlighet med EU-kommissionens rekommendation (2003/361/EG), där kombinationen antal anställda, omsättning och tillgångar avgör storleksklassificeringen.

Källa: Riksbanken

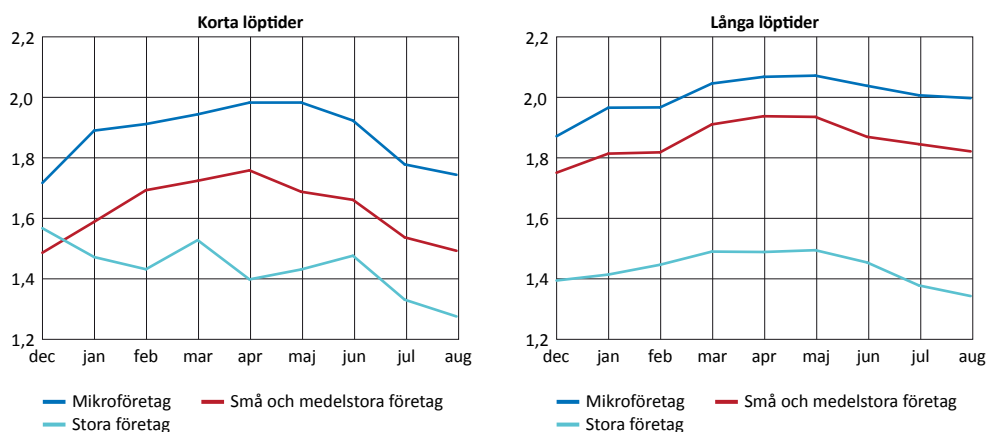
En annan möjlig förklaring till att de mindre företagen ökade sina kortfristiga banklån men minskade sina långfristiga är att bankerna blev mindre benägna att bevilja mer långfristiga krediter när framtidsutsikterna blev mer osäkra. Därmed "tvingade" de mindre företag till mer kortfristig finansiering för att minska kreditrisken i sin egen utlåning. Riksbankens företagsundersökningar ger visst stöd för att företagen upplevde en sådan utveckling (se Diagram 17). Att de stora företagen ökade sin långfristiga upplåning mer än de mindre företagen skulle också kunna förklaras av att flera av de större företagen, som normalt har en betydande andel marknadsfinansiering, tidvis hade det svårt att emittera obligationer på den europeiska marknaden. Istället vände de sig då till bankerna för lån på motsvarande längre löptider.

49 Se SCB:s finansmarknadsstatistik, <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansmarknadsstatistik/finansmarknadsstatistik/>.

50 Som exempel var det mot bakgrund av detta behov som Almi lanserade ett så kallat bryggglån i slutet av mars. Lånet syftade specifikt till att tillgodose små och medelstora företags finansieringsbehov under krisen. Under en tioveckorsperiod efter lanseringen ansökte närmare 3000 företag om lånet.

Vad gäller räntorna på företagens banklån tyder statistiken under våren och sommaren inte på några större förändringar, även när statistiken delas upp utifrån företagsstorlek och lånens löptider. Mindre företag kommer normalt med en större kreditrisk och utlåning på längre sikt utgör också en större risk för långgivaren att inte få fullt betalt. Det bidrar till att förklara varför olika krediter kostar olika mycket för olika företag. Räntorna på kortfristiga lån var generellt något lägre i augusti än i februari (se Diagram 16). För lån med längre löptider var räntorna marginellt högre jämfört med februari för de minsta företagen medan större företag mötte marginellt lägre räntor i augusti (se Diagram 16).

Diagram 16. Genomsnittlig ränta på banklån till företag fördelat på företagsstorlek och löptid
Procent



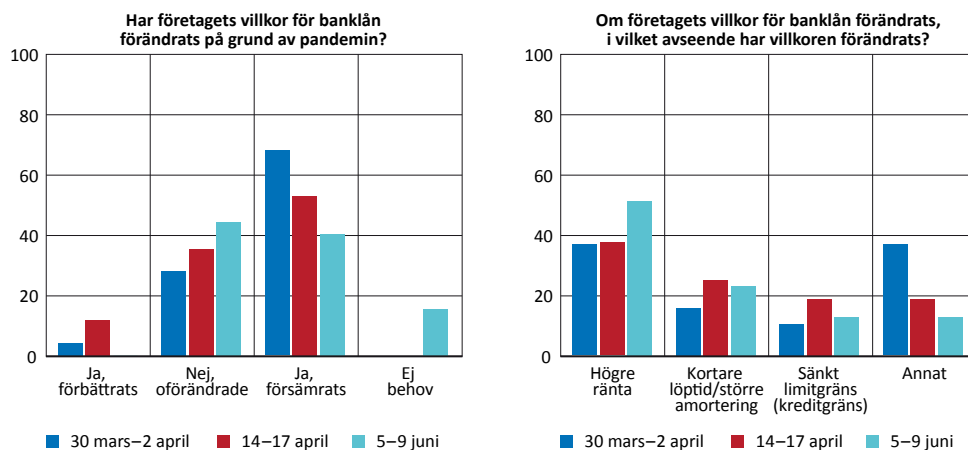
Anm. Korta och långa löptider avser upp till respektive mer än 1 års löptid på lånet (inte räntan). Storleksindelning i enlighet med EU-kommissionens rekommendation (2003/361/EG), där kombinationen antal anställda, omsättning och tillgångar avgör storleksklassificeringen.

Källa: Riksbanken

I Riksbankens företagsundersökningar upplevde nästan 70 procent av företagen en försämring av kreditvillkoren under krisens mer turbulenta skede. Men under våren och sommaren minskade den andelen gradvis (se Diagram 17). I samma undersökning uppgav de företag som upplevt en förändring i kreditvillkoren att det till betydande del handlat om högre räntor, men även i viss mån en förskjutning mot kortare löptider för lånen och lägre limitgränser (se Diagram 17).

Diagram 17. Har företagets villkor för banklån förändrats på grund av pandemin och i så fall hur?

Andel av svar, procent



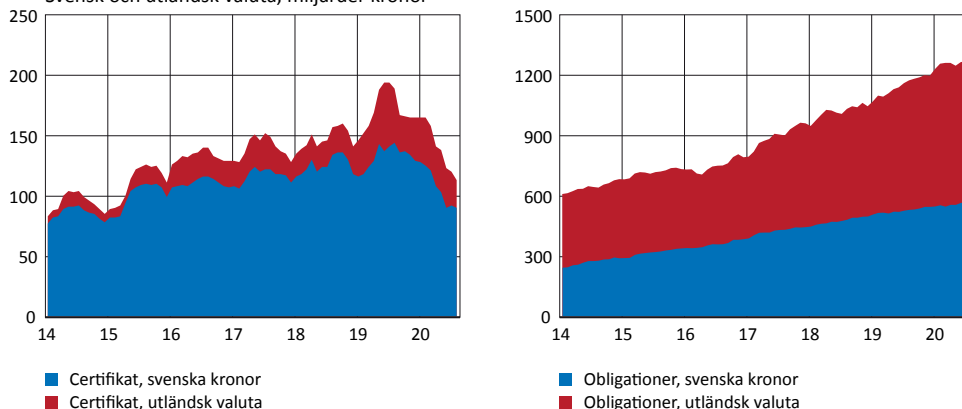
Källa: Riksbankens företagsundersökningar

Stora företag upplevde snabbt försämrade möjligheter för marknadsfinansiering

Det är relativt få och stora företag som använder marknadsfinansiering som finansieringsform.⁵¹ När Riksbanken beslutade sig för att köpa företagscertifikat i mars var det ungefär 70 företag som hade utestående certifikat och knappt 300 företag som hade utgivna obligationer.⁵² Under krisens mer turbulenta skede avtog aktiviteten på primärmarknaderna för företagspapper tydligt, i synnerhet för certifikat. Medan volymen av utestående obligationer återhämtade sig snabbt, minskade volymen av utestående certifikat markant under våren och sommaren (se Diagram 18). Det innebar ett tydligt skift i den trendmässiga utvecklingen, och mellan januari och augusti krympte marknaden för företagscertifikat med nära en tredjedel, från 165 miljarder kronor till 113 miljarder kronor i nominella volymer.⁵³ En trolig förklaring till det är att löptiderna för certifikaten är korta och att många företag därför blev tvingade att återfinansiera dessa lån under våren. När marknaderna för företagspapper fungerade dåligt framstod marknadsfinansieringen som ett relativt svårt och dyrt sätt att täcka sina kortfristiga finansieringsbehov. Många av de stora företagen valde då istället att utöka sina banklån. Det är svårare att vid en första anblick identifiera en tydlig nedgång i företagets mer långfristiga marknadsfinansiering. Men den utestående volymen företagsobligationer utgivna i utländsk valuta var i stort sett oförändrad mellan februari och augusti efter att i genomsnitt ha vuxit med över 15 procent per år 2017–2019. Även tillväxten i volymen företagsobligationer utgivna i svenska kronor mattades i någon mån av under våren och sommaren (se Diagram 18). Att utvecklingen där var starkare än för certifikat förklaras sannolikt till stor del av att behovet av att ersätta finansiering som förfallit var mindre.

Diagram 18. Utestående nominella volymer av företagscertifikat och företagsobligationer

Svensk och utländsk valuta, miljarder kronor



Källa: Riksbanken

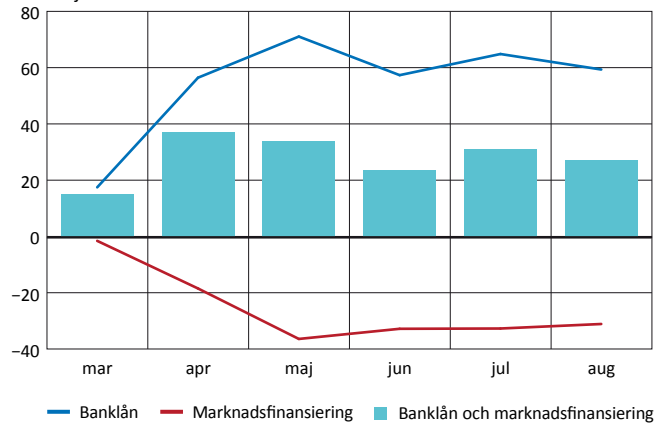
För att närmare undersöka beteendet hos de företag som använde sig av marknadsfinansiering vid krisens utbrott matchar vi mikrodataunderlaget i Riksbankens kreditdatabas (KRITA) med motsvarande underlag i den Svenska värdepappersdatabasen (SVDB). Det blir då möjligt att studera hur bankutlåningen och de samlade kreditvolymerna utvecklades mer specifikt för dessa företag. En sådan analys ger stöd för att dessa företag i större utsträckning valt banklån framför marknadsfinansiering under krisen, då deras ökade bankupplåning mer än kompenenserade för den minskade marknadsfinansieringen mellan februari och augusti (se Diagram 19). Upplåningen i utländsk valuta minskade samtidigt för dessa företag. Marknadsfinansieringen i utländsk valuta minskade och banklån i utländsk valuta var nära oförändrade.

⁵¹ För en mer detaljerad beskrivning av marknaderna för företagspapper, se Wollert (2020) och Sveriges riksbank (2020a).

⁵² Av företagen som emitterat certifikat var det ungefär 30 företag vars certifikat uppfyllde de kriterier som Riksbanken aviserat för sina köp. Sett till emitterade volymer dominerades dessa av fastighetsbolag.

⁵³ Den procentuella nedgången var något mindre för certifikat utgivna i kronor, som i augusti utgjorde nära 80 procent av den utestående volymen.

Diagram 19. Ackumulerad förändring i utlåning till företag med marknadsfinansiering, samtliga valutor
Miljarder kronor

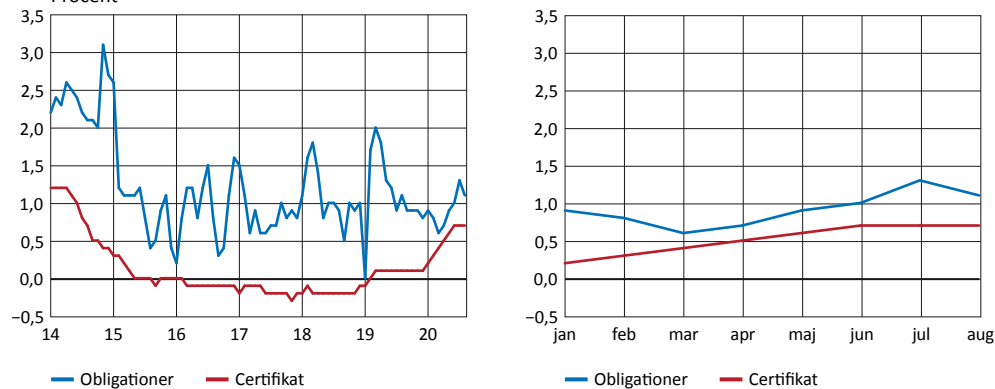


Anm. Företag med tillgång till marknadsfinansiering avser företag som själva eller via koncern emitterat företagscertifikat eller företagsobligationer sedan december 2019.

Källa: Riksbanken

De räntor som företagen kunde emittera till steg något för såväl certifikat som obligationer och i augusti var de fortfarande något högre än innan krisens utbrott (se Diagram 20). Det är dock värt att notera att uppgången på 30–40 baspunkter inte är särskilt stor i ett historiskt perspektiv. SCB:s volymvägda statistik för dessa räntor är dessutom volatil och ska tolkas med försiktighet. Jämfört med de räntor företagen fick betala för banklån tycks räntorna för marknadsfinansiering generellt sett ha gått upp något mer både för kortare och längre löptider (se Diagram 16 och 20). I någon mån skulle det kunna förklara de större företagens skift i finansieringsform, från marknadsfinansiering till banklån.

Diagram 20. Räntor på nyemitterade företagscertifikat och företagsobligationer utgivna i svenska kronor
Procent



Källa: SCB

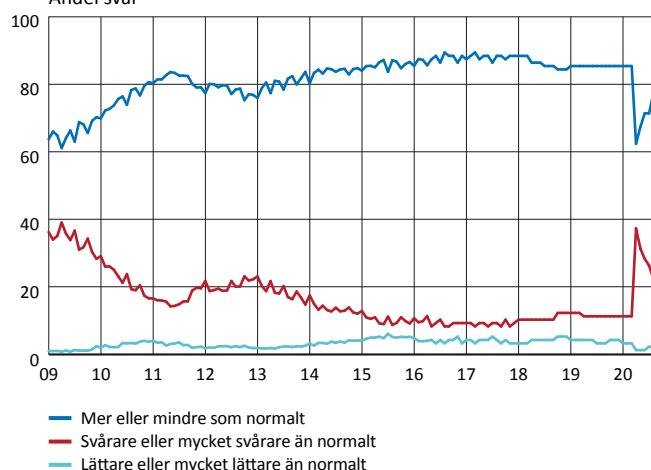
Mellan februari och augusti hade den sammantagna volymen av företagens finansiering via certifikat och obligationer minskat något. Företagens räntekostnader på nyemitterade värdepapper i svenska kronor hade också ökat något, både i absoluta termer och i förhållande till räntor på banklån. Den bilden är i stort förenlig med vad företagen vittnade om i Riksbankens företagsundersökningar. I början av juni tillfrågades företagen hur deras marknadsfinansiering hade förändrats till följd av pandemin. Eftersom relativt få företag är aktiva på den marknaden är det naturligt att många företag svarade att de var opåverkade. Men av de företag som upplevt en förändring i villkoren för marknadsfinansiering angav hälften att finansieringen nu skedde till en högre ränta. Ungefär vart fjärde av dessa företag

upplevde svårigheter att emittera önskade volymer. Vissa företag upplevde också att man nu behövde emittera papper med kortare löptider.

Andra indikatorer tyder på försämrad finansieringssituation för företagen

Även andra enkätundersökningar gav uttryck för att företagens finansieringssituation försämrades. I Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer ökade andelen som upplevde sin finansieringssituation som svårare eller mycket svårare än normalt snabbt i april i spåren av turbulensen på de finansiella marknaderna.⁵⁴ Andelen minskade därefter gradvis något men var i augusti fortfarande högre än före krisen (se Diagram 21).

Diagram 21. Att finansiera företagets verksamhet är för närvarande ...
Andel svar



Källa: Konjunkturinstitutet

Vidare kan undersökningen brytas ner i såväl bransch som företagsstorlek. I en bransch-uppdelning bekräftas den gängse bilden av att det framför allt var tjänstesektorn och handeln som drabbades hårt. Företag med färre anställda uttryckte också i större utsträckning att de hade en svårare finansieringssituation än företag med fler anställda. Samtidigt upplevde en högre andel företag finansieringssituationen som svårare i samtliga branscher och storleksgrupperingar i augusti än före krisen.

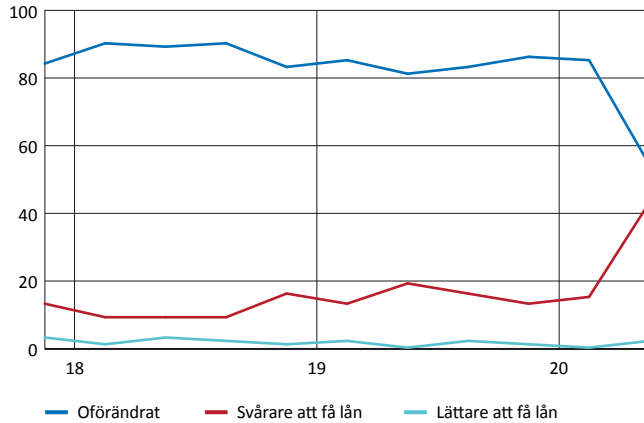
Även Almi genomför regelbundna undersökningar med bankkontorschefer för att följa utvecklingen i bankernas utlåning till hushåll och företag i den så kallade Låneindikatorn.⁵⁵ Almis undersökning indikerade i likhet med Konjunkturbarometern att företagen fick svårare att finansiera sig under andra kvartalet 2020 och att tjänstenäringen och detaljhandeln var hårdast drabbad. Andelen chefer som bedömde att företagen fick svårare att få lån ökade kraftigt och uppgick till drygt 43 procent jämfört med 15 procent under första kvartalet (se Diagram 22). En större andel chefer bedömde också att bankens utlåning till företag minskade och att fler kreditförfrågningar avslogs.

54 Under perioden februari 2018 till april 2020 ställdes dessa frågor på kvartalsbasis. Undersökningen riktar sig till ungefär 5 500 företag i olika storleksklasser inom industrin, bygg, handeln och tjänstebanscher. Svarefrekvensen är 70 procent för tillverkningsindustrin och bygg och anläggning och ungefär 60 procent för handeln och tjänstesektorn.

55 Almis låneindikator är baserad på telefonintervjuer med 150 bankkontorschefer och Almis vd i de regionala bolagen inom företagspartner över hela landet. Bankkontorens företagsutlåning går huvudsakligen till små och medelstora företag. Almis utlåning går till små och medelstora företag över hela landet. Undersökningen för det andra kvartalet är baserad på telefonintervjuer under perioden 26 maj till 10 juni 2020.

Diagram 22. Bedömer du att det för bankens företagskunder är enklare, svårare eller ingen skillnad att få lån jämfört med tidigare kvartal?

Andel av svar

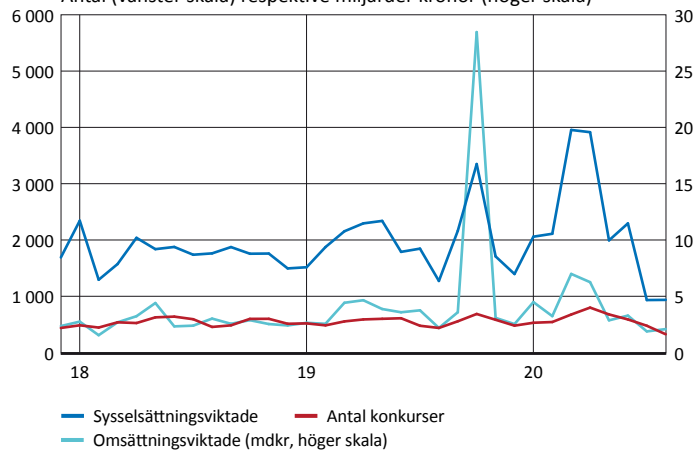


Källa: Almi

En ytterligare indikator på problem med företagens kreditförsörjning skulle kunna vara antalet konkurser. Antalet konkurser ökade tydligt mot slutet av mars och var betydande även under april och maj för att därefter falla tillbaka under sommarmånaderna (se Diagram 23). Det är givetvis svårt att utifrån ett aggregerat datamaterial identifiera om en åtstramning i kreditförsörjningen spelat en betydande roll för denna utveckling, eller om företagen brottades med problem redan innan krisens utbrott. I en studie av de konkurser som ägde rum under mars till juni finner dock Cella (2020) bland annat att de drabbade företagen var högt skuldsatta, olönsamma och relativt illkvida jämfört med sina konkurrenter. Det är därför åtminstone inte uppenbart att mer omfattande åtgärder för att stödja kreditförsörjningen hade haft en avgörande roll för dessa företags överlevnad.

Diagram 23. Konkurser, aktiebolag

Antal (vänster skala) respektive miljarder kronor (höger skala)



Anm. Konkursstatistiken i oktober 2019 präglas till stor del av konkurser för Thomas Cook Northern Europe och Ving Sverige (antalet anställda i dessa bolag var knappt 800 och omsättningen var knappt 18,5 miljarder kronor). All verksamhet och personal övergick dock i en nybildad koncern med nya ägare.
Källa: Creditsafe

4.3 Liten påverkan på bostadsmarknaden och hushållens kreditförsörjning

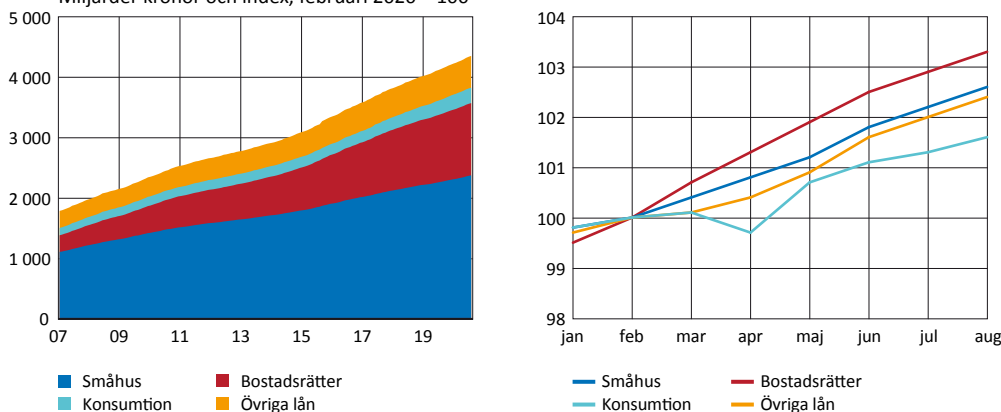
Sammantaget fanns det få tecken på att efterfrågan på bostäder och bolån föll under våren och sommaren. Det fanns heller inga tydliga indikationer på att bankerna stramade åt villkoren för bolån. Finansinspektionen gjorde det ändå möjligt för hushåll att få ett tillfälligt undantag från amorteringskravet. Den fortsatt goda efterfrågan på bostäder innebar att hushållens sammantagna skulder fortsatte att öka i ungefär samma takt som före krisen (se Diagram 24). De räntor hushållen betalade för sina lån var också i stort sett oförändrade (se Diagram 25).⁵⁶ Bankernas kostnader för att finansiera sina bolån var dessutom åter på mycket låga nivåer i augusti (se Diagram 6).

Oron i mars handlade främst om en svagare efterfrågan i spåren av pandemin, men också om att arbetslösheten skulle öka och göra bankerna mindre benägna att ge lån till hushåll. I och med att svenska banker till stor del använder marknadsfinansiering för att finansiera sina bolån till hushållen fanns det en risk att hushållens bolåneräntor kunde stiga när förhållandena på de finansiella marknaderna försämrades och bankernas finansiering blev dyrare. Eftersom hushållens skulder till drygt 80 procent utgörs av lån med bostaden som säkerhet kan hushållssektorn vara särskilt känslig för ändringar i bolåneräntorna. Normalt kan en sådan ränteuppgång motverkas av en lägre reporänta. Men som vi diskuterat tidigare kunde det vara mindre effektivt att sänka räntan på grund av restriktioner och ändrade beteenden. Därför annonserade Riksbanken istället köp av säkerställda obligationer dels för att motverka att räntorna steg, dels för att marknaden för säkerställda obligationer skulle fortsätta att fungera väl.

Trots att arbetslösheten steg gick priserna på bostäder bara ner något i april enligt bostadsprisindexet HOX. Därefter återhämtade priserna sig och var i augusti ungefär 3 procent högre än i februari. En viktig förklaring till det var sannolikt att krisen slog hårdast mot delar av tjänstenäringen. Där arbetar många unga och lågavlönade, som endast står för en liten del av den totala bolånemarknaden. En annan möjlig förklaring är att pandemin fick hushåll att värdera bostäder och bostadsyta högre än tidigare.

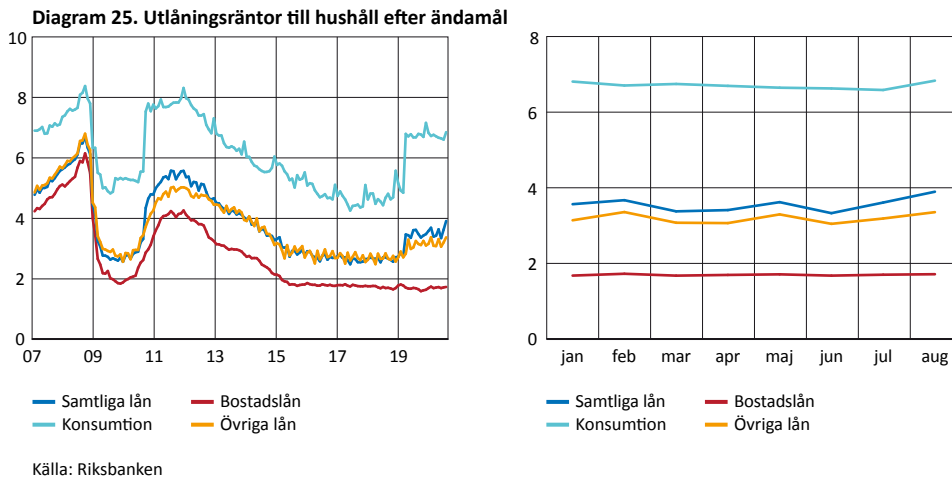
Diagram 24. Bankernas utlåning till hushåll, uppdelad på säkerhet

Miljard kronor och index, februari 2020 = 100



Källa: Riksbanken

⁵⁶ Förändringen var mycket liten för bolån på samtliga löptider.



5 Ingen omfattande kreditåtstramning men stora utmaningar för många företag

I början av 2021 fortsätter infektionen att spridas i samhällen världen över och det är för tidigt att närmare utvärdera om de åtgärder som vidtogs av Riksbanken och andra aktörer var tillräckliga för att parera coronapandemin och undvika mer långsiktiga ekonomiska skadeverkningar. Men den synkroniserade ekonomiskpolitiska responsen från både svenska och utländska regeringar och centralbanker tycks åtminstone ha förhindrat en fördjupad och sannolikt mer varaktig lågkonjunktur under pandemins första våg.

Pandemin innebar en enorm och synkroniserad påfrestning på den globala ekonomin under våren 2020 med en dramatisk global nedgång i efterfrågan och produktionen. Produktionskapaciteten minskade och efterfrågan på vissa varor och tjänster kollapsade, vilket snabbt försatte många företag i en likviditetskris. Utvecklingen fick omedelbart genomslag på de globala finansmarknaderna. Hotet om en svår finansiell kris och en djupare och mer utdragen lågkonjunktur föranledde massiva åtgärder från regeringar och centralbanker världen över. Många åtgärder syftade till att hjälpa företag, och i viss mån även hushåll, att klara perioden av smittspridning och lägre efterfrågan. Riksbanken vidtog till exempel en mängd åtgärder för att säkerställa att banker, företag och hushåll kunde finansiera sig men också för att Riksbankens låga reporänta skulle få fullt genomslag på de räntor som företagen och hushållen betalade på sina lån. Åtgärderna innefattade olika former av likviditetsstöd till banksektorn, men också omfattande tillgångsköp. Detta främst eftersom reporäntan redan var mycket låg och Riksbanken bedömde att det inte var effektivt att sänka den ytterligare i det rådande läget. Flera av åtgärderna utformades som försäkringar mot ett värre scenario med tanke på krisens karaktär och den stora osäkerheten kring hur smittspridningen skulle utvecklas. Som exempel använde bankerna Riksbankens låneprogram i en relativt liten omfattning, men de gjorde det framför allt under en period när alternativa finansieringskällor var relativt dyra. Det var sannolikt en trygghet för bankerna att veta att låneprogrammet fanns på plats om läget skulle försämrats, vilket i sig kan ha bidragit till att bankerna kunde upprätthålla kreditförsörjningen. Riksbankens likviditetsstödjande åtgärder gav bankerna tillgång till mycket stora mängder likviditet i kronor och dollar till en ränta som bara låg något över reporäntan. Riksbanken köpte också i flera fall tillgångar för att dämpa eller förhindra riskpremierna på ansträngda marknader från att stiga ytterligare och därmed riskera att höja företagens och hushållens räntekostnader ytterligare.

I denna artikel har vi främst diskuterat vilka åtgärder Riksbanken vidtog för att säkerställa en välfungerande kreditgivning till låg kostnad, men de åtgärderna verkade givetvis i nära

samspel med finanspolitiska beslut och de omfattande åtgärder som utländska regeringar och centralbanker vidtog. Sammantaget medverkade de till att de finansiella förhållandena åter blev expansiva. I augusti hade räntorna på de svenska obligationsmarknaderna sjunkit till ungefär samma nivåer som före krisen. Svenska banker vittnar också om att Riksbankens åtgärder hade effekt, i synnerhet på vissa marknader. Det är betydligt svårare att identifiera effekter av Riksbankens åtgärder i företagssektorn. Man bör samtidigt ha i åtanke att de till betydande del syftade till att förhindra ett sämre scenario där företagens låneräntor kunde ha stigit kraftigt. Men företagens kostnader för banklån och marknadsfinansiering påverkades i stort sett inte under våren och sommaren 2020. Inte heller bolåneräntorna, som är viktiga för hushållens kassaflöden, ändrades nämnvärt.

Även om det är svårt att uppskatta hur det underliggande lånebehovet förändrades under krisen minskade åtminstone lånevolymerna inte i någon större omfattning. Man bör dock inte dra några långtgående slutsatser än, eftersom stramare kreditvillkor brukar leda till lägre kredittillväxt med viss eftersläpning. Det är också mycket viktigt att ha i åtanke att företagen drabbades väldigt olika. Företag inom vissa branscher förlorade en mycket stor andel av sina inkomster, till exempel företag med nära koppling till besöksnäringen. Sådana inkomstbortfall kan också vara betydligt svårare att hantera för mindre företag med små balansräkningar och begränsade lånesäkerheter. Det är givetvis svårt att identifiera hur mycket förändringar i efterfrågan respektive utbud betydde för utvecklingen av kreditvolymerna under våren och sommaren 2020. Samtidigt som företagen kan förväntas efterfråga kortfristiga krediter i högre grad för att möta inkomstbortfall och i viss mån ersätta finansieringen via certifikat har investeringsviljan sannolikt minskat. Därmed dämpas efterfrågan på mer långfristig finansiering, vilket får visst stöd i mer disaggregerad data. Under sommaren och våren vittnade såväl Riksbankens som Konjunkturinstitutets och Almis enkätundersökningar genomgående om att företagen möte stramare villkor och högre lånekostnader än före krisen i. Även om detta inte är lika tydligt i den tillgängliga statistiken antyder det en viss kreditåtstramning från bankernas håll.

Referenser

- Adrian, Tobias, Richard Crump och Emanuel Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, vol. 110, nr 1, s. 110–138.
- ALMI (2020), "Låneindikatorn", juni.
- Alsterlind, Jan, Magnus Lindskog och Tommy von Brömsen (2020), "Ett index för de finansiella förhållandena i Sverige", Staff memo, Sveriges riksbank.
- Ang, Andrew och Geert Bekaert (2002), "International Asset Allocation with Regime Shifts", *The Review of Financial Studies*, vol. 15, nr 4, s. 1137–1187.
- Armelius, Hanna, Carl Andreas Claussen och David Vestin (2020), "Pengar och penningpolitik i kristider", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, Sveriges riksbank.
- Avdjiev, Stefan, Egemen Eren och Patrick McGuire (2020), "Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market", *BIS Bulletin*, nr 1 (april), Bank for International Settlements.
- Brunnermeier, Markus K. och Lasse H. Pedersen (2009), "Market liquidity and funding liquidity", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, nr 6, s. 2201–2238.
- Cella, Cristina (2020), "Bankruptcy at the time of COVID-19 – the Swedish experience", Staff memo, Sveriges Riksbank.
- Chen, Andrew Y., Markus Ibert och Fransisco Vazquez-Grande (2020), "The Stock Market–Real Economy "Disconnect": A Closer Look", FEDS Notes No. 2020-10-14-2.
- D'Amico, Stefania och Iryna Kaminska (2019), "Credit easing versus quantitative easing: evidence from corporate and government bond purchase programs", Staff Working Paper No. 825, Bank of England.
- Eidestedt, Richard, David Forsman och Emre Ünlü (2020), "Storbankernas finansiering och dess påverkan på hushållens bolåneräntor", *Ekonomiska kommentarer* nr 14, Sveriges riksbank.
- Eren, Egemen, Andreas Schrimpf och Vladyslav Sushko (2020), "US dollar funding markets during the Covid-19 crisis – the money market fund turmoil", *BIS Bulletin*, No. 14 (maj), Bank for International Settlements.
- Frohm, Erik, Johan Grip, Daniel Hansson och Stephan Wollert (2020), "Tudelad kreditutveckling under coronapandemin". *Ekonomiska kommentarer* nr 6, Sveriges riksbank.
- Gislén, Marushia, Ida Hansson och Ola Melander (2021), "Dollarlikviditet från Federal Reserve till andra centralbanker – varför och hur?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 27–50, Sveriges riksbank.
- Melander, Ola (2021), "Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 89–112, Sveriges riksbank.
- Schrimpf, Andreas, Hyun Song Shin och Vladyslav Sushko (2020), "Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis", *BIS Bulletin*, No. 2 (april), Bank for International Settlements.
- Sveriges riksbank (2019), Penningpolitisk rapport, december.
- Sveriges riksbank (2020a), "Den svenska marknaden för företagsobligationer", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, juli.
- Sveriges riksbank (2020b), "I spåren av coronapandemin: 'Allt har förändrats på två veckor'", Riksbankens företagsundersökning i april.
- Sveriges riksbank (2020c), Finansiell stabilitetsrapport 2020:1, maj.
- Sveriges riksbank (2020d), "Företagens kamp i spåren av pandemin: 'Hela samhället har ju pausat'", Riksbankens företagsundersökning i maj.
- Sveriges riksbank (2020e), "Telefonintervjuer 5–9 juni", Riksbankens företagsundersökning i juni.
- Sveriges riksbank (2020f), Penningpolitisk rapport, juli.

Sveriges riksbank (2020g), Penningpolitisk rapport, september.

Sveriges riksbank (2020h), Penningpolitisk rapport, november.

Wollert, Stephan (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", Staff memo, Sveriges riksbank.