



Staff memo

Investerar- beteenden på svenska obligations- marknader

Mathias Andersson

maj 2024

Innehållsförteckning

1	Inledning	4
2	Investerares innehav på växande obligationsmarknader	6
3	Investerarbeteenden under coronapandemins första kvartal	10
3.1	Coronapandemin skapade turbulens på finansiella marknader	10
3.2	Investerarbeteenden analyserad med mikrodata	14
4	Investerarbeteenden över tid	21
4.1	Riksbankens kvantitativa lättnader respektive åtstramningar påverkar investerarbeteenden	21
4.2	Priserna påverkar investerarnas beteenden på olika sätt på företagsobligationsmarknaden	30
5	Avslutande diskussion	34
	Referenser	36
	Diagramappendix	38

Staff memo

I ett staff memo kan medarbetare på Riksbanken offentliggöra kvalificerade analyser i relevanta frågor. Det är en tjänstemannapublikation som är fri från policyslutsatser och individuella ställningstaganden i aktuella policyfrågor. Publikationen godkänns av berörd avdelningschef. De åsikter som uttrycks i staff memos är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Sammanfattning

Investerares beteenden kan påverka marknadernas funktionssätt och skapa risker. I detta staff memo använder jag mikrodata om cirka 5 000 obligationer för att undersöka hur investerarbeteenden har förändrats över tid och varierat beroende på marknadssituationer. Sedan 2020 har olika situationer som coronapandemins initiala marknadseffekter, Riksbankens kvantitativa lättnader respektive åtstramningar samt skiftande räntelägen och riskpremier påverkat investerares beteenden på svenska obligationsmarknader.

Till exempel finner jag att den svenska försäkrings- och pensionssektorn, tillsammans med banker, agerade kontracykliskt på företagsobligationsmarknaden under pandemins första kvartal. De köpte två tredjedelar av företagsobligationerna som fonder med likviditetsproblem sålde på marknaden. Dessutom var försäkrings- och pensionssektorn störst köpare i emissionerna efter den värsta oron. Däremot agerade de procykliskt i säkerställda obligationer när bankerna stundtals hade svårt att emittera sådana obligationer. Detta procykliska beteende pausades när Riksbanken började köpa säkerställda obligationer och återupptogs när Riksbanken började låta sina innehav förfalla, och riskpremierna steg igen.

Marknaderna har hittills absorberat Riksbankens kvantitativa åtstramningar och utländska aktörer återvänder till de svenska obligationsmarknaderna i ungefär samma takt som de lämnade under perioden med kvantitativa lättnader. En del av dessa utländska aktörer är fonder och det finns tecken på att de har lånefinansierat en del av sitt innehav av säkerställda obligationer. Detta kan göra bankernas marknadsfinansiering mer volatil. För företagsobligationer kan flödesdrivna fonder ha hållit riskpremierna dämpade, vilket bidragit till lättare finansieringsvillkor men också skapat sårbarheter. Samtidigt har långsiktiga privata försäkrings- och pensionsföretag varit kontracykliska och främst köpt vid förhöjda riskpremier.

Författare: Mathias Andersson, verksam vid avdelningen för finansiell stabilitet.¹

¹ Jag vill tacka Erik O Andersson, Caroline Jungner, Anders Kvist, Jonas Niemeyer, Olof Sandstedt, Ulf Stejmar, Johanna Stenkula von Rosen och Stephan Wollert för värdefulla synpunkter på diverse utkast. Tack också till Daniel Hansson och Riksbankens statistikenhet, samt Gary Watson för hjälp med översättningen av publikationen, och seminariedeltagarna för kloka kommentarer.

1 Inledning

De svenska obligationsmarknaderna behöver fungera väl och det måste finnas tillräckligt mycket likviditet på dem för att olika marknadsaktörer ska kunna finansiera sig, hantera risker och få avkastning så att de kan täcka sina åtaganden.² De är en grundpelare för den finansiella stabiliteten och för att kapital effektivt ska kunna överföras från investerare till låntagare, som också kallas emittenter.³ I tider av stress kan sämre marknadsförhållanden utgöra en risk för den finansiella stabiliteten om emittenterna får problem att finansiera viktiga verksamheter, som exempelvis bankernas bostadslån till hushållen. Hur väl marknaderna fungerar hänger delvis ihop med vilka förutsättningar aktörerna på dem har och hur de beter sig.

I mars 2020 utökade Riksbanken sina köp av obligationer som en penningpolitisk åtgärd för att stävja coronapandemins negativa påverkan på den svenska ekonomin. Sedan det andra kvartalet 2022 har Riksbanken låtit obligationer förfalla, och under april 2023 började Riksbanken även sälja statsobligationer. Dessa åtgärder har ägt rum i perioder med marknadsoro, skiftande räntelägen och riskpremier. Detta skapar en möjlighet att undersöka hur dessa marknadssituationer har påverkat investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader.

Dessa obligationsmarknader är viktiga finansieringsmarknader för svenska staten, kommuner, banker och icke-finansiella företag. Aktörerna på dem kan delas upp i emittenter, marknadsgaranter och investerare.⁴ Jag behandlar också de svenska emittenternas obligationsupplåning i utländsk valuta på internationella marknader, vilket utgör ett finansieringsalternativ för många av dem.

Riksbanken bland andra har tidigare fokuserat på att identifiera sårbara investerare som kan påverka marknaderna negativt om de behöver göra större utförsäljningar av obligationer för att få likviditet. De kan då agera procykliskt, det vill säga att de säljer trots att priserna faller vilket spår på prisnedgången ytterligare. Ett exempel på det är företagsobligationsfonder som placerar i relativt illikvida obligationer samtidigt som de erbjuder sina andelsägare möjligheten till dagliga uttag. Om många försöker ta ut sina pengar samtidigt, som under coronapandemin, kan det leda till prisfall på obligationerna och snabbt stigande räntor, vilket ökar företagets kostnader att finansiera sig på marknaden. Likviditetskrisen i brittiska pensionsfonder hösten 2022 och turbulensen på bland annat den amerikanska och brittiska statspappersmarknaden i mars 2020 är andra exempel på när utförsäljningar har bidragit till problem på marknaderna.⁵

² Att definiera funktionssättet på en obligationsmarknad är svårt. Men det relaterar till hur effektiv marknaden är på att matcha köpare och säljare samt fastställa priser för transaktioner. Utbytet av information och transparens om vad andra parter är har kommit överens om spelar också en roll. Dessutom finns det kvantitativa indikatorer som mäter funktionssättet och likviditeten på marknaden, se exempelvis Crosta och Zhang (2020).

³ En obligation är ett löpande skuldebrev som intygar att innehavaren har lånat ut pengar till utgivaren. När lånet löper ut ska utgivaren betala tillbaka det med ränta. Obligationer ges ut med löptider om minst ett år.

⁴ Marknadsgarantens verksamhet går ut på att ställa både köp- och säljpriser i obligationer och därigenom vara beredd på att både sälja och köpa dem.

⁵ Se Andersson (2023) respektive Schrimpf, m.fl. (2020).

För att komplettera denna analys kan vi identifiera de investerare som istället har förmågan att agera kontracykliskt i sådana situationer, det vill säga att de köper när priserna faller eftersom de finner dem attraktiva. Sådant beteende kan i sin tur bidra till att mildra prisfallen och finansieringskostnaderna för företag i ansträngda finansieringsmiljöer. Investerare agerar dock inte pro- eller kontracykliskt i alla marknadssituationer, eller på alla marknader. Därför är det betydelsefullt att undersöka deras beteendemönster både under normala marknadsförhållanden och under perioder av ökad finansiell stress.

Vidare är det viktigt att undersöka investerarkollektivets incitament, och i viss mån förmåga, att köpa de obligationer som emittenterna ger ut för att ersätta Riksbankens innehav av obligationer som förfaller. Detta blir särskilt relevant om emittenterna samtidigt får ett ökat lånebehov och därmed behöver öka sitt utbud av obligationer. Dessutom är det betydelsefullt att belysa vilka de investerarna är. Vissa av dem kan vara mer sårbara eller flyktiga än andra och skulle därigenom kunna göra aktörernas marknadsfinansiering mer volatil eller påverka marknadernas funktionssätt negativt vid framtida chocker.

Jag analyserar därför investerares innehav i nominella värden, kallat face value, av samtliga obligationer utgivna av svenska emittenter. Det omfattar närmare 5 000 olika obligationer i olika valutor.⁶ Jag delar upp analysen i två perioder: coronapandemins första kvartal och över tid, vilket sträcker sig från 2018 kv4 till 2024 kv1. Dessa perioder kompletterar varandra genom att de omfattar beteenden både under den initiala marknadsoron som uppstod till följd av pandemin och över en femårsperiod med Riksbankens kvantitativa lättnader respektive åtstramningar, samt skiftande räntenivåer och riskpremier.

Trots att jag berör fyra typer av obligationer fokuserar jag huvudsakligen i båda perioderna på bankernas säkerställda obligationer och obligationer emitterade av de icke-finansiella företagen.⁷ Inledningsvis ger jag dock en överblick av samtliga obligationstyper. Det beror på att de är sammanlänkade med varandra, särskilt statsobligationer, säkerställda obligationer och kommunobligationer utgivna av Kommuninvest. Investerare finner ofta dessa som substitut för varandra eftersom de alla har låg kreditrisk och är relativt lätta att omsätta. Men den mindre skillnaden i kreditrisk och likviditet som finns gör att säkerställda obligationer och kommunobligationer löper med en något högre ränta än statsobligationer med samma löptid.⁸

⁶ Jag använder databasen för värdepappersinnehav (VINN) samt svensk värdepappersdatabas (SVDB).

⁷ En säkerställd obligation innebär att innehavaren har prioriterad rätt till en viss typ av säkerhet i händelse av konkurs. De främsta tillgångarna som ligger till grund för svenska säkerställda obligationer är hushållens bostadslån.

⁸ Se Finansiella stabilitetsrådet (2023). De är också godkända som säkerheter för bankers lån i Riksbanken.

2 Investerares innehav på växande obligationsmarknader

I denna del illustrerar jag innehaven för olika investerare – såväl svenska som utländska – på fyra svenska obligationsmarknader, samt deras innehav av obligationer i utländsk valuta (FX) som är utgivna av svenska emittenter. Vidare lyfter jag fram några strukturella förändringar som har påverkat investerarnas marknadsandelar under de senaste åren och som är av betydelse för analysen i detta staff memo.

Obligationer en är stor och viktig finansieringskälla för emittenterna

Vid slutet av mars 2023 uppgick den totala svenska skulden i räntebärande värdepapper till över 9 700 miljarder kronor, vilket motsvarar nästan 155 procent av Sveriges BNP. Merparten av denna skuld – nästan fyra femtedelar – utgjordes av obligationer och resten av penningmarknadsinstrument. De största delarna av denna skuld består i fallande ordning av: säkerställda obligationer emitterade av banker, icke-säkerställda obligationer från finansiella företag och banker, statsobligationer, företagsobligationer från icke-finansiella företag, kommunobligationer (inklusive Kommuninvests obligationer) och obligationer från övriga finansiella bolag.⁹

Säkerställda obligationer är viktiga för bankerna som använder dem för att finansiera en betydande del av hushållens bostadslån. Statsobligationer är inte bara nödvändiga för att täcka statens lånebehov utan även för prissättningen på andra, mer riskfyllda, obligationer. Företagsobligationer utgör en stor del av de icke-finansiella företagens totala upplåning och fungerar som ett väsentligt komplement till banklån och kommunobligationer är avgörande för den kommunala och regionala finansieringen.

Riksbankens ägande påverkar den handelsbara volymen obligationer

Genom att äga obligationer minskar centralbanken den tillgängliga mängden obligationer för handel, vilket på engelska kallas free float. Det innebär att om Riksbanken köper en obligation från en aktör, ökar de övriga aktörernas andelar av free float. Det minskar alltså mängden obligationer som investerarna kan omsätta på marknaden. Spiegelvänt minskar deras andelar om Riksbanken säljer en obligation eller låter den förfalla, och emittenten sedan ger ut en ny obligation som köps av en annan aktör.

Riksbankens köpte flera typer av obligationer

Riksbanken köpte sedan februari 2015 statsobligationer i syfte att göra penningpolitiken mer expansiv. Vid coronapandemins utbrott hade redan Riksbanken ett betydande innehav av statsobligationer (se Diagram 1, till vänster). För att mildra effekterna på svensk ekonomi av pandemin genomförde Riksbanken från mars 2020 fram

⁹ Se [Ökad upplåning i räntebärande värdepapper \(scb.se\)](https://www.scb.se/nyheter/nyhetsartiklar/2023/04/04/okad-upplanning-i-raentebaraandevardepapper).

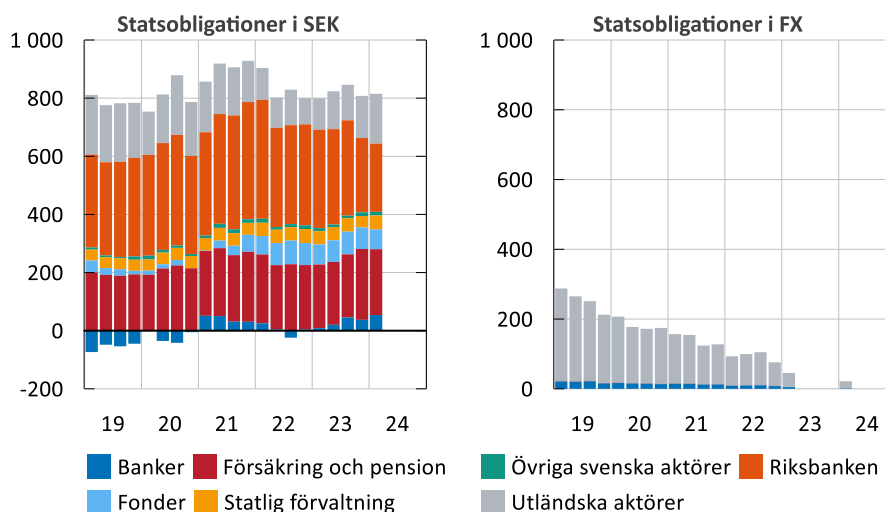
till den 31 december 2021 utökade köp av värdepapper med en total ram på 700 miljarder kronor, utöver de planerade köpen före pandemin.¹⁰ Dessa köp kom att omfatta – förutom statsobligationer – säkerställda obligationer, kommunobligationer, företagscertifikat, statsskuldsväxlar och företagsobligationer. Om man inte tar hänsyn till Riksbankens köp av statsskuldsväxlar och företagscertifikat, utgjordes köpen av 67 procent säkerställda obligationer, 17 procent kommunobligationer, 14 procent statsobligationer och 2 procent företagsobligationer. Under 2022 riktades köpen mot att kompensera för förfallande obligationer, och i april 2022 beslutade direktionen att minska köptakten för att successivt börja minska Riksbankens innehav. Från och med 2023 genomfördes inga ytterligare köp, och i april 2023 började Riksbanken istället sälja statsobligationer.

Sammansättningen av investerare i svenska obligationer har förändrats

Utöver Riksbanken är försäkrings- och pensionssektorn – vilket inkluderar de statliga AP-fonderna – samt utländska aktörer av olika slag, stora aktörer på den svenska marknaden för **statsobligationer**. På senare tid har fonder också blivit en större del av marknaden. Det är värt att notera att statens obligationsupplåning i svenska kronor har varit relativt konstant över de senaste fem åren.

Diagram 1. Investerares innehav av svenska statsobligationer

Miljarder kronor



Anm. Banker avser monetära finansinstitut som banker, kreditmarknadsföretag. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna. Negativa värden i diagrammet till vänster för statsobligationer betyder att investerargruppen har nettosålt lånade obligationer i syfte att köpa tillbaka dem i framtiden.

Källor: SCB och Riksbanken

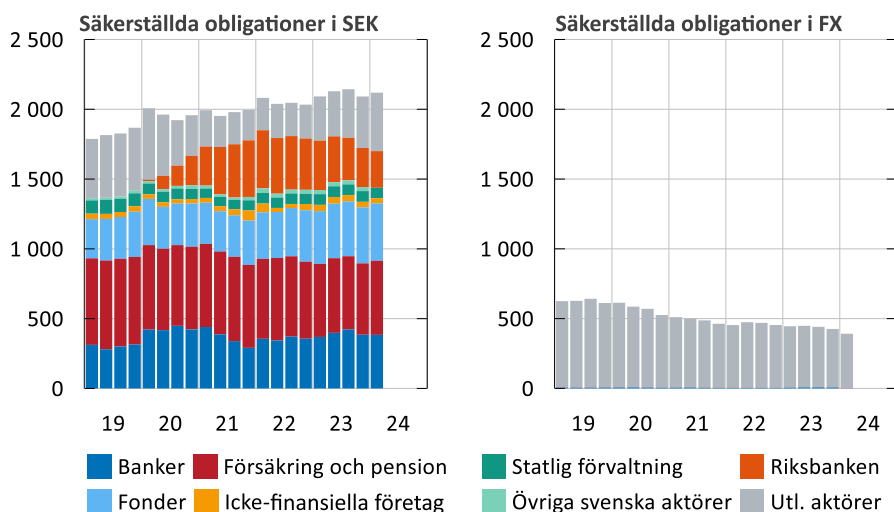
¹⁰ För en detaljerad genomgång av Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022, se Andersson, m.fl. (2022).

Till höger i Diagram 1 kan vi se att statens obligationsupplåning i utländsk valuta har minskat avsevärt. Det beror bland annat på att Riksbanken i februari 2021 började finansiera sin egen valutareserv genom att köpa utländsk valuta på valutamarknaden istället för att låta Riksgälden låna upp utländsk valuta åt Riksbanken på obligationsmarknaden.¹¹

På marknaden för **säkerställda obligationer** har Riksbanken blivit en betydande aktör efter att ha köpt obligationer i det utökade obligationsköpsprogrammet som jag beskrev ovan. Precis som på statsobligationsmarknaden är försäkrings- och pensionssektorn en betydande aktör på marknaden, även om de har minskat sina andelar de senaste åren (se Diagram 2, till vänster). Samtidigt har fonderna ökat sina innehav. Utländska aktörer äger också en betydande del av obligationerna i svenska kronor, liksom bankerna där en del av innehavet utgörs av att bankerna äger varandras säkerställda obligationer.

Diagram 2. Investerares innehav av säkerställda obligationer

Miljarder kronor



Anm. Banker avser monetära finansinstitut som banker, kreditmarknadsföretag. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB och Riksbanken

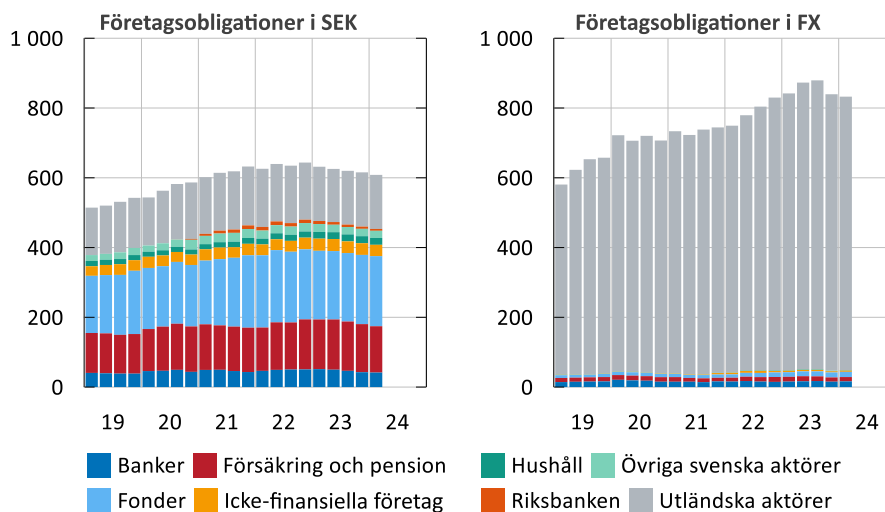
För **företagsobligationer** i SEK är fonderna de största ägarna (se Diagram 3, till vänster). En betydande del av de utländska investerarna i kronobligationer är fonder med hemvist utomlands, främst i Luxemburg, som förvaltas av svenska fondförvaltare, inklusive de svenska bankernas fondförvaltningsbolag.¹² Sedan 2022 har upplåningen i svenska kronor minskat medan den har ökat markant i utländsk valuta. En del av ökningen av upplåningen i utländsk valuta beror på att kronan har försvagats under perioden, vilket ökar värdet på utestående obligationer uttryckt i kronor.

¹¹ Riksgälden bibehåller en viss nivå av upplåning i utländsk valuta för att ha tillgång till upplåningen om det skulle behövas, se [Obligationer i utländsk valuta - Riksgälden.se \(riksgalden.se\)](https://www.riksdagen.se/sv/om-riksdagen/riksdagens-funktioner/riksdagen-i-utlandsk-valuta-riksgalden.se).

¹² Se Myers (2023).

Diagram 3. Investerares innehav av företagsobligationer

Miljarder kronor



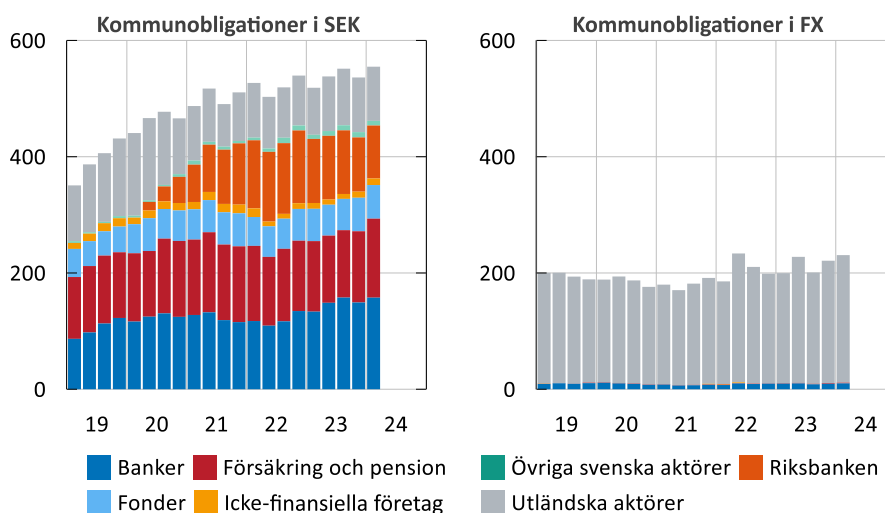
Anm. Banker avser monetära finansinstitut som banker, kreditmarknadsföretag. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB och Riksbanken

Förutom utländska aktörer är svenska banker störst ägare av **kommunobligationer**, inklusive obligationer emitterade av Kommuninvest – vilka till stor del är i utländsk valuta (se Diagram 4). Även på denna svenska obligationsmarknad är försäkrings- och pensionssektorn betydande ägare, tillsammans med fonder och Riksbanken.

Diagram 4. Investerares innehav av kommunobligationer

Miljarder kronor



Anm. Inkluderar obligationer emitterade av Kommuninvest. Banker avser monetära finansinstitut som banker, kreditmarknadsföretag. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB och Riksbanken

3 Investerarbeteenden under coronapandemins första kvartal

Under det första kvartalet 2020 fick företagsobligationsfonder stora utflöden, vilket skapade ett betydande säljtryck och bidrog till stressen på företagsobligationsmarknaden. Jag uppskattar att den svenska försäkrings- och pensionssektorn, tillsammans med banker, köpte två tredjedelar av företagsobligationerna som fonder sålde på sekundärmarknaden. Dessutom var försäkrings- och pensionssektorn störst köpare i emissionerna efter den värsta oron. Däremot agerade de procykliskt i säkerställda obligationer och sålde betydligt mer än fonderna. Fonderna sålde initialt säkerställda obligationer, eftersom de var lättare att avyttra än deras företagsobligationer i det rådande marknadsläget, men köpte sedan tillbaka dem i slutet av kvartalet när den värsta oron hade lagt sig.

För att få en fullständig bild av turbulensen som uppstod på marknaderna till följd av coronapandemins utbrott analyserar jag transaktioner i samtliga svenska obligationer, men med särskilt fokus på företagsobligationer och säkerställda obligationer då dessa marknader påverkades mest.

3.1 Coronapandemin skapade turbulens på finansiella marknader

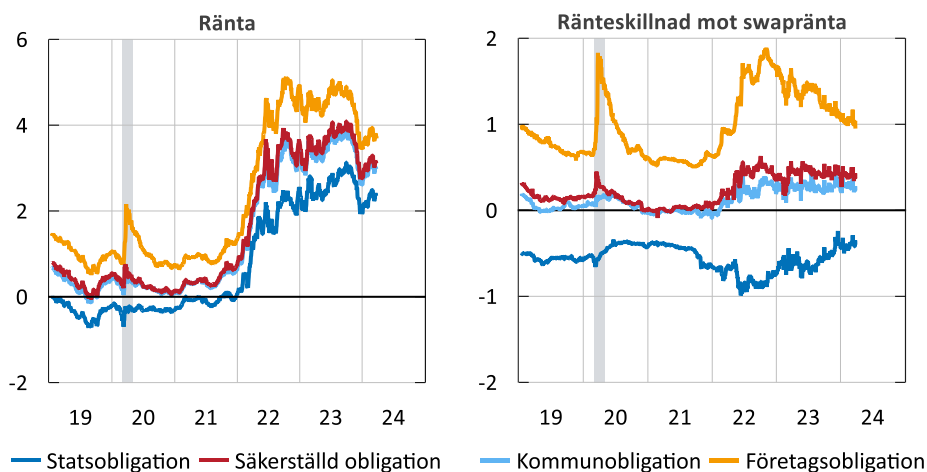
Svårare för svenska banker och icke-finansiella företag att finansiera sig

I mars 2020 eskalerade oron på de globala finansiella marknaderna när det stod klart att spridningen av coronaviruset inte kunde hindras. Investerare flydde till säkrare tillgångar, som statsobligationer, vilket fick börserna att falla och riskpremierna att öka på mer riskfyllda obligationer, som säkerställda obligationer och företagsobligationer (se Diagram 5, till höger).¹³ I den stramare finansieringsmiljön drabbades särskilt de icke-finansiella företagen. Under en period emitterades inga nya obligationer alls, utan primärmarknaden för företagsobligationer stod helt still då investerare och utgivare inte kunde mötas prismässigt.

¹³ Riskpremien speglar skillnaden mellan investerares förväntade avkastning på tillgången och den riskfria räntan. Riskpremien påverkas av faktorer som bland annat kreditrisk och likviditetsrisk.

Diagram 5. Räntor på olika typer av svenska obligationer, 5 års löptid

Procent (vänster), procentenheter (höger)



Anm. Diagrammet avser nollkupongränta beräknad med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande investment grade. Säkerställda obligationer avser säkerställda obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest.

Källor: Bloomberg, Refinitiv och Riksbanken

Räntan, och därigenom företagens finansieringskostnader, påverkas indirekt av förhållandena på sekundärmarknaden, där investerare handlar med befintliga obligationer. När säljtrycket ökade, särskilt för företagsobligationer, resulterade det i prisfall på grund av brist på köpare.¹⁴ Även marknaden för säkerställda obligationer påverkades negativt, och bankerna hade stundtals svårt att emittera sådana obligationer.¹⁵ I viss mån sålde även investerare statsobligationer med långa löptider till förmån för kortare löptider, men det blev inte lika problematiskt som i till exempel USA, där problem uppstod på statspappersmarknaden.

Riksbankens vidtog flera åtgärder under coronakvartalet

Under coronakrisen beslutade Riksbanken om flera åtgärder för att hålla ränteläget lågt och ge ett brett stöd till kreditförsörjningen, inklusive utökade köp av räntebärande värdepapper.¹⁶ Större delen av dessa köp genomfördes efter första kvartalet 2020 och redovisas därför inte här utan i senare del. Däremot hade aviseringen av köpen omedelbara effekter.¹⁷ Köpen av nominella statsobligationer inleddes direkt i mitten på mars. Köpen av säkerställda obligationer och företagscertifikat startade en till två veckor efteråt och köpen av kommunobligationer kom igång i slutet av april. Under mars uppgick Riksbankens coronarelaterade köp i statsobligationer till 3 miljarder kronor och säkerställda obligationer till 10 miljarder kronor.

¹⁴ Se Wollert (2020) för en fördjupning i företagsobligationsmarknaden under coronapandemin.

¹⁵ Se Sveriges riksbank (2020a).

¹⁶ Andra åtgärder inkluderar lån till banker för vidareutlåning till företag och lån till bankerna i amerikanska dollar, se Sveriges riksbank (2020b).

¹⁷ Se Gustafsson (2020).

Från och med nu kommer jag att avgränsa mig till att fokusera på de övriga aktörernas transaktioner.

Likviditetsdrivna utförsäljningar pressade obligationsmarknaderna

Företagsobligationsfonder investerar i relativt illikvida företagsobligationer samtidigt som de erbjuder dagliga uttag till sina andelsägare. När allt fler andelsägare plötsligt ville ta ut sina pengar blev fonderna tvungna att sälja företagsobligationer, vilket ökade säljtrycket samtidigt som det var brist på köpare. Fonder sålde initialt mer likvida tillgångar, som säkerställda obligationer, vilket även påverkade den marknaden negativt.¹⁸ Stressen på marknaden för säkerställda obligationer avtog dock relativt snabbt i samband med att Riksbankens aviserade köp av sådana obligationer och när fonderna började köpa tillbaka mer obligationer än de sålde i slutet av kvartalet. Problemen på företagsobligationsmarknaden fortsatte dock.

Bankernas handelslager fylldes snabbt

Flera storbanker agerade som så kallade marknadsgaranter genom att köpa obligationer med avsikt att sälja dem vidare och tjäna pengar på skillnaden mellan köp- och säljkurserna. Det lindrade säljtrycket något och tillät marknaderna att fungera relativt normalt under en tid. Men bankerna nådde snart sina gränser för hur mycket de ville hålla på sina balansräkningar, särskilt företagsobligationer men även säkerställda obligationer och i viss mån statsobligationer.¹⁹ Den övervägande delen av deras nettoköp – över 100 miljarder kronor – bestod av säkerställda obligationer (se Diagram 6).²⁰ Jag definierar nettoköp här som köp minus försäljningar och förfall. Framför allt köpte bankerna varandras säkerställda obligationer, men även en mindre del från sina egna hypotek.²¹

Till vänster i Diagram 7 ser vi att storbankerna ökade sina innehav av svenska obligationer i kronor under coronakvartalet. Deras största nettoköp var i säkerställda obligationer och statsobligationer, där de köpte tillbaka en stor del av de statsobligationer som de tidigare hade lånat och sålt (en så kallad kort position). De mer än fördubblade sina innehav av företagsobligationer, men det var från en låg nivå sett till deras övriga innehav. Till höger i samma diagram ser vi att storbankerna nettosålde lika mycket företagsobligationer på sekundärmarknaden under 2020 efter coronakvartalet, som de köpte under coronakvartalet. Jag redogör för hur jag isolerar handeln på sekundärmarknaden i nästa del.

¹⁸ Se Sveriges riksbank (2020a). Dessutom valde svenska fondbolag att tillfälligt stänga handeln i ett trettio-tal av sina fonder, vilket motsvarade en fondförmögenhet på över 120 miljarder kronor, eller 2,5 procent av den totala svenska fondförmögenheten.

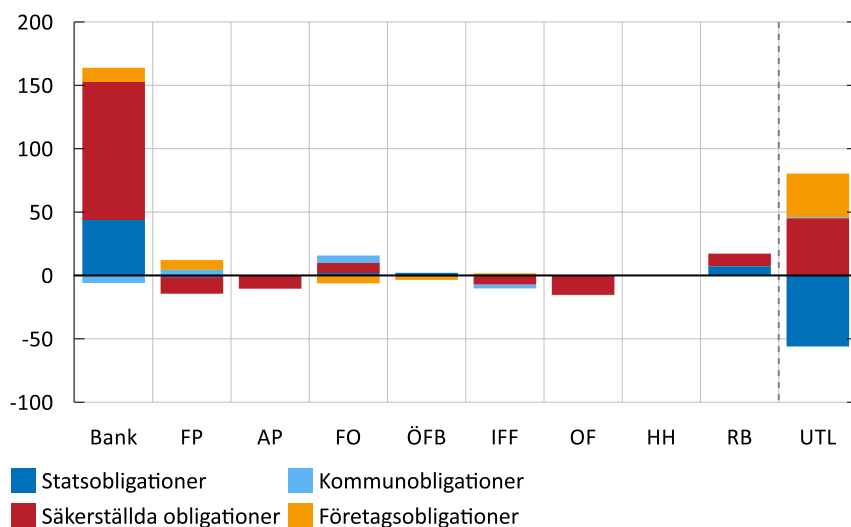
¹⁹ Se Gustafsson och von Brömsen (2021) för en detaljerad beskrivning av den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020.

²⁰ Bankerna har faktiska avtal med varandra och därmed en skyldighet att fungera som marknadsgarant för varandras säkerställda obligationer. Dyliga avtal existerar inte på samma sätt för företagsobligationer. I vissa fall kan dock den bank som har varit företrädare vid emissionen åtagit sig att upprätta en viss handel i obligationen.

²¹ Hypotek är ofta helägda dotterbolag till bankerna som agerar bolåneinstitut.

Diagram 6. Förändring i innehav av svenska obligationer, första kvartalet 2020

Miljarder kronor

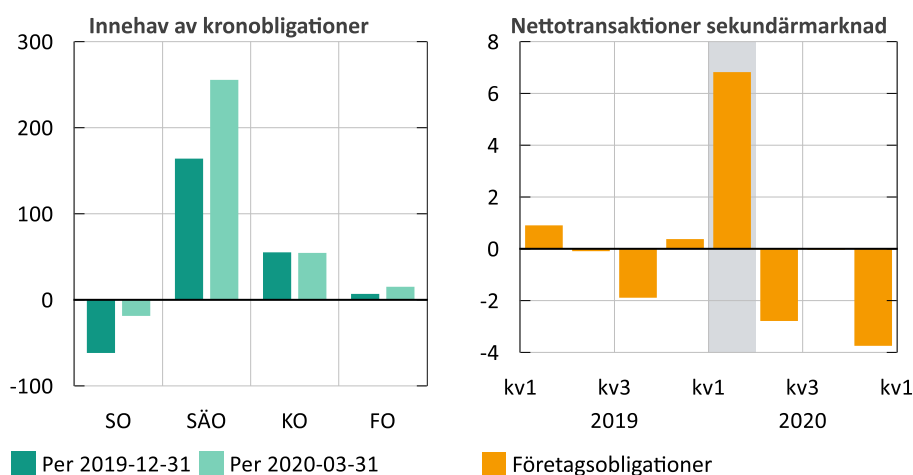


Anm. Diagrammet avser nominella värden på innehav i samtliga valutor. Bank syftar på monetära finansinstitut som banker och kreditmarknadsföretag, FP står för försäkringsföretag och pensionsinstitut, AP för de statliga buffertfonderna, FO för fonder, ÖFB för övriga finansiella bolag, IFF för icke-finansiella företag, OF för offentlig förvaltning, HH för hushåll, RB för Riksbanken och för UTL utländska aktörer.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Diagram 7. Storbankernas innehav av svenska obligationer och nettotransaktioner i företagsobligationer

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet avser nominella värden på obligationer. SO syftar på statsobligationer, SÄO på säkerställda obligationer, KO på kommunobligationer och FO på företagsobligationer. Negativa värden i diagrammet till vänster för statsobligationer betyder att storbankerna hade netto-sålt lånade obligationer i syfte att köpa tillbaka dem i framtiden. Nettotransaktioner är köp minus försäljningar. Storbankerna är svenska storbanks och svenska filialer hos nordiska storbanks som var aktiva på marknaden under perioden. Skuggat område markerar coronakvartalet, 2020 kv1.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

3.2 Investerarbeteenden analyserad med mikrodata

För att isolera handeln på sekundärmarknaden, som bidrog till den finansiella stressen, använder jag mikrodata och analyserar varje transaktion för varje enskild obligation.

Jag delar in obligationerna i fem kategorier baserat på det utestående nominella beloppet i början och slutet av kvartalet. Om en obligation tillkom under kvartalet antar jag att investerarna köpte den på primärmarknaden. Om obligationen inte längre finns vid kvartalets slut antar jag att den har förfallit eller att emittenten har löst in den, och därmed betalat tillbaka lånet till investeraren. Om det utestående nominella beloppet i lokal valuta förblir oförändrat, antar jag att handeln skedde på sekundärmarknaden. Vissa obligationer finns både i början och slutet av kvartalet, men det utestående beloppet har ökat eller minskat. Detta inträffar när emittenten emitterar i, eller löser in delar av, en befintlig obligationsutgåva. Om det är en så kallad benchmarkobligation är det vanligt att emittenten köper tillbaka delar av obligationen på sekundärmarknaden, vilket jag redovisar separat för säkerställda obligationer.

Svenska företagsobligationer

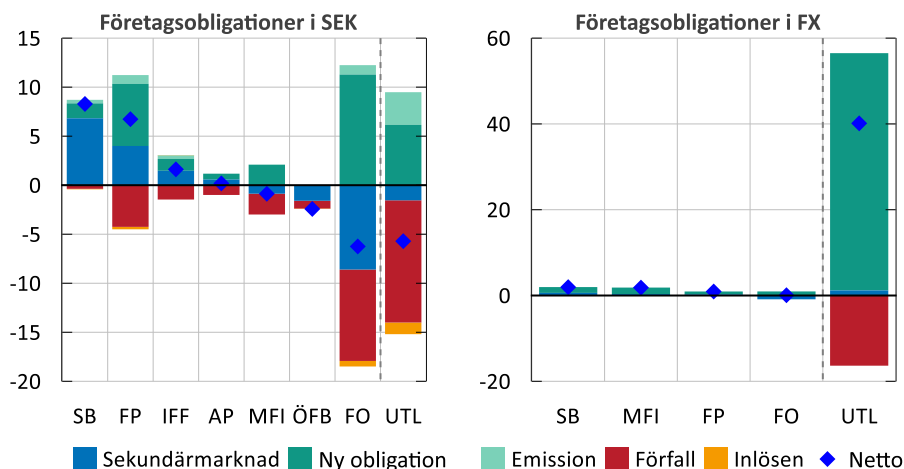
Precis som på den europeiska marknaden för företagsobligationer saknar den svenska marknaden regelrätta marknadsgaranter, vilket skiljer den från den svenska marknaden för statsobligationer och säkerställda obligationer. De relativt små utestående volymerna per obligation och varierande kreditkvalité hos låntagarna gör det svårare att upprätthålla en marknadsgarantfunktion i företagsobligationer. I många avseenden fungerar den som en så kallad buy-and-hold-marknad, där investerare vanligtvis köper obligationer vid emissionstillfället och håller dem till förfall, eller passar på att förlänga sitt innehav när löptiden blivit kort. Bankerna som arrangerat emissionen åtar sig normalt att upprätthålla handel i obligationen när det är möjligt. Större affärer blir dock ofta mäklade direkt mellan köpare och säljare eftersom bankerna har begränsade möjligheter att själva ta på sig risken som det innebär att äga obligationen.

Fonder sålde företagsobligationer till banker samt försäkrings- och pensionssektorn

Fondsektorn nettosålde svenska företagsobligationer på sekundärmarknaden för totalt 9,5 miljarder kronor, varav 8,6 miljarder var i obligationer i svenska kronor (se Diagram 8). Men deras innehav minskade samtidigt bara med 6,2 miljarder kronor. Anledningen är att de även köpte en betydande del av emissionerna på primärmarknaden under samma kvartal, innan den finansiella oron bröt ut (se Diagram 11 längre ned). Fonderna nettosålde 263 olika obligationsutgåvor på sekundärmarknaden för 14 miljarder kronor, där banker köpte 37 procent av de sålda obligationerna, försäkrings- och pensionssektorn 28 procent och utlandet 18 procent (se Diagram 9). Trots att fonderna var nettosäljare på sekundärmarknaden nettoköpte de enskilda obligationer till ett värde av 5,3 miljarder kronor, främst från utländska aktörer. Detta innebär att bankerna samt försäkrings- och pensionssektorn i princip var de enda köparna av fondernas obligationer nettomässigt.

Diagram 8. Nettotransaktioner i svenska företagsobligationer, första kvartalet 2020

Miljarder kronor

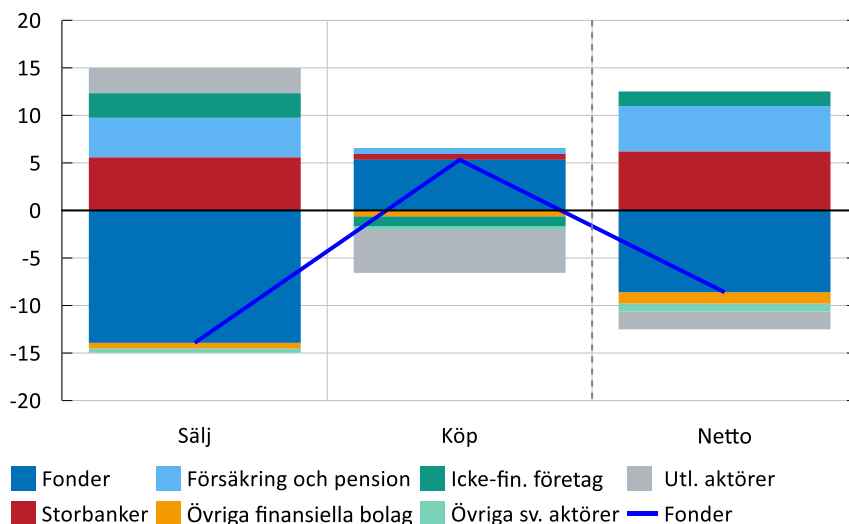


Anm. Urval av investerargrupper. Nettotransaktioner är förändring i nominella värden på innehav av obligationer. SB syftar på svenska storbanker och svenska filialer hos nordiska storbanker som var aktiva på marknaden under perioden, FP står för försäkringsföretag och pensionsinstitut, IFF för icke-finansiella företag, AP för de statliga buffertfonderna, MFI för monetära finansinstitut som inte är storbanker, ÖFB för övriga finansiella bolag, FO för fonder och för UTL utländska aktörer.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Diagram 9. Nettotransaktioner i företagsobligationer i SEK som handlades av fonder, första kvartalet 2020

Miljarder kronor



Anm. Nettotransaktioner är köp minus försäljningar. "Sälj" visar de obligationer som fonderna nettosådde i, och "Köp" de obligationer som fonderna nettoköpte i. "Netto" visar summan av dessa två staplar. Respektive stapel summerar till noll.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

En betydande del av obligationerna kunde inte handlas på grund av bland annat bristande transparens och likviditet, vilket resulterade i stora skillnader mellan köp- och säljkurserna.²² Det resulterade i en dålig marknadsfunktion trots att både banker och försäkrings- och pensionsföretag agerade köpare. Det fanns helt enkelt fler säljare än köpare.

Banker, försäkrings- och pensionsföretag stabiliserade inom olika marknadssegment

Företagsobligationer med kreditbetyget high yield handlades i mycket begränsad omfattning på sekundärmarknaden och hade därför inte någon större påverkan på marknadsfunktionen. I de få transaktioner som ägde rum var det främst fonder som sålde dem till utländska aktörer (se Diagram 10). Det bör nämnas att volymen av high yield-obligationer är relativt liten i Sverige.

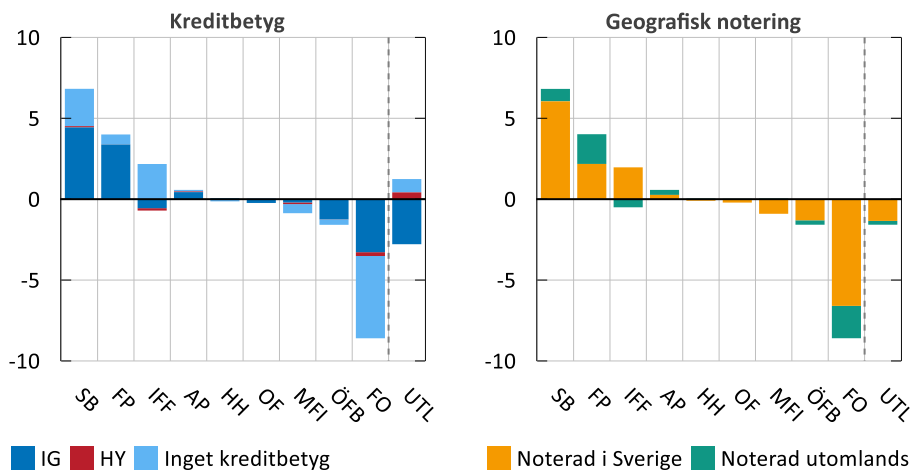
En tredjedel av obligationerna som bankerna köpte och höll på sina balansräkningar saknade kreditbetyg, medan försäkrings- och pensionssektorn nästan uteslutande köpte obligationer med betyget investment grade. Många svenska företag saknar fortfarande kreditbetyg, och cirka en fjärdedel av den totala utestående volymen på den svenska marknaden har inte något kreditbetyg. Det är en hög andel jämfört med den europeiska marknaden. Det var obligationer utan kreditbetyg som fonderna sålde i störst utsträckning. Dessutom var hälften av de kronobligationer som försäkrings- och pensionssektorn köpte noterade på utländska handelsplatser, medan bankerna nästan uteslutande köpte obligationer noterade i Sverige. På så vis kan vi se att aktörernas kontracykliska ageranden inom olika marknadssegment tillsammans hade en stabiliserande effekt på marknaden som helhet.

Även om försäkrings- och pensionssektorn inte var lika aktiva på sekundärmarknaden som storbankerna, var de betydande aktörer på primärmarknaden när återhämtningen började i slutet av mars 2020 (se Diagram 11). Ungefär hälften av deras köp på primärmarknaden under coronakvartalet genomfördes från vecka 13 och framåt.

²² Se Wollert (2020).

Diagram 10. Nettotransaktioner i företagsobligationer i SEK, uppdelade på kreditbetyg och geografisk notering, första kvartalet 2020

Miljarder kronor

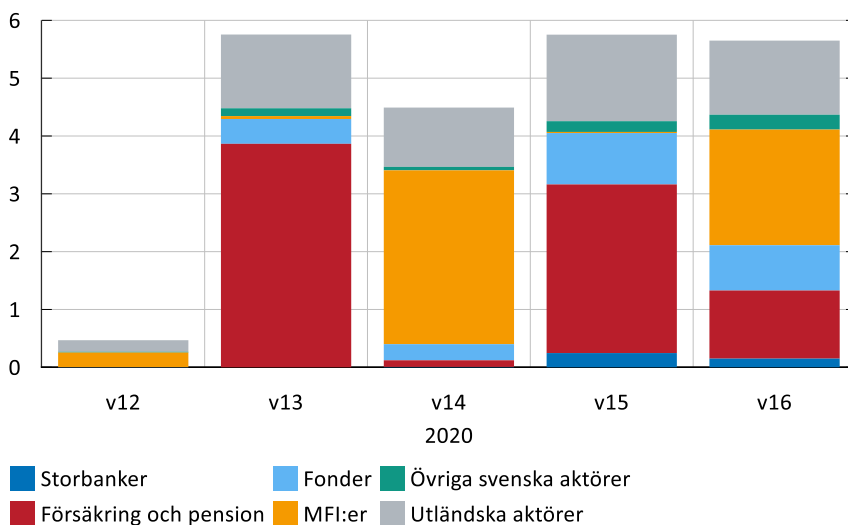


Anm. Nettotransaktioner är köp minus försäljningar. Kreditbetyg är antingen för företaget eller för obligationen. Emissioner där utgivaren inte har kreditbetyg men där annan part står som garant ingår under "inget kreditbetyg". IG står för investment grade och HY för high yield. SB syftar på svenska storbanker och svenska filialer hos nordiska storbanker som var aktiva på marknaden under perioden, Fp står för försäkringsföretag och pensionsinstitut, IFF för icke-finansiella företag, AP för de statliga buffertfonderna, HH för hushåll, Of för offentlig förvaltning, MFI för monetära finansinstitut som inte är storbanker, ÖFB för övriga finansiella bolag, FO för fonder och för UTL utländska aktörer.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Diagram 11. Emissioner av svenska företagsobligationer i alla valutor uppdelade på vilka som köpte dem, fem veckor från och med 2020-03-16

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet avser nominella värden på obligationer. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna. MFI:er är monetära finansinstitut som inte är svenska storbanker och svenska filialer hos nordiska storbanker som var aktiva på marknaden under perioden.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Svenska säkerställda obligationer

Den svenska marknaden för säkerställda obligationer kännetecknas av standardiserade obligationslån, kända som benchmarkobligationer, samt regelbundna mindre emissioner, så kallade on tap-emissioner.²³ Vid en on tap-emission får marknadsgaranterna möjlighet att först köpa obligationer för att sedan sälja dem vidare till investerare på sekundärmarknaden. Det är också vanligt att emittenter köper tillbaka delar av en benchmarkobligation när den närmar sig förfall och har mindre än ett år kvar, särskilt när de anser att det finns fördelaktiga priser på marknaden.²⁴

De frekventa on tap-emissionerna och återköpen gör det svårt att särskilja olika typer av transaktioner på sekundärmarknaden. I Diagram 12 använder jag beteckningarna "benchmark (emission)" och "benchmark (återköp)" för att visa de obligationer vars utestående belopp ökar eller minskar under kvartalet. Det är dock inte möjligt att med säkerhet fastställa hur mycket en aktör har köpt eller sålt av en viss utgåva på marknaden där även emissioner eller återköp från emittenten har genomförts under perioden.

Bankerna köpte främst varandras emissioner och senare även sina egna

För att stödja kreditförsörjningen under pandemin lättade Riksbanken på kraven för säkerheter när bankerna lånade pengar hos Riksbanken. Bankerna fick då möjlighet att använda en större andel säkerställda obligationer som säkerheter, inklusive de som deras egna hypotek hade emitterat. Totalt sett emitterade bankerna säkerställda obligationer i svenska kronor till ett värde av 139 miljarder kronor och köpte drygt 77 procent av dessa, främst varandras. Under coronakvartalet köpte bankerna en mindre del av sina egna obligationer (se "EO" i Diagram 12). Men mot slutet av året utgjorde nästan 14 procent av deras innehav av säkerställda obligationer sådana som deras egna hypotek hade emitterat (se Diagram 13).

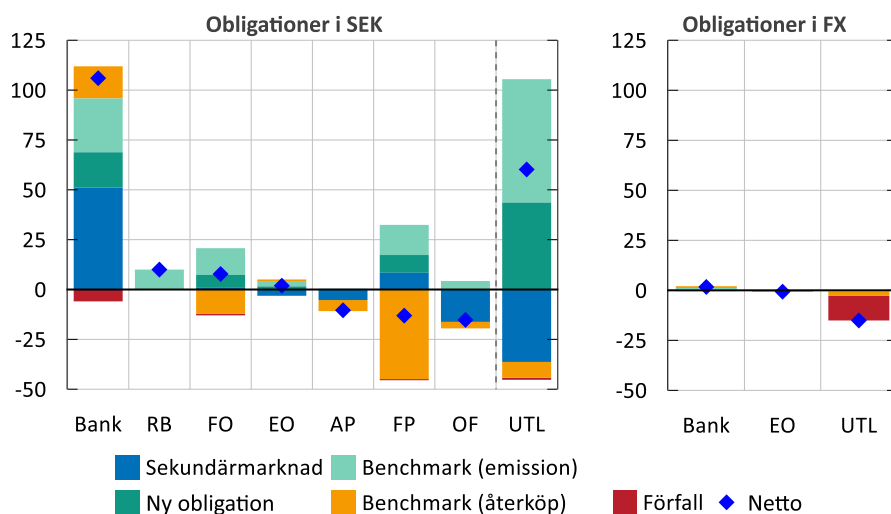
Under coronakvartalet köpte bankerna ungefär hälften av varandras obligationer i svenska kronor på sekundärmarknaden, främst från utländska aktörer men även från offentlig förvaltning, inklusive AP-fonderna. Den återstående hälften bestod av nya emissioner, antingen nya obligationsutgåvor eller genom on tap-emissioner.

²³ Se Fager Wettergren, m.fl. (2013).

²⁴ Investerarna erbjuds då att byta ut den förfallande obligationen mot en med längre löptid och aktuell ränta. Detta görs oftast för att minska risken att inte kunna refinansiera den förfallande obligationen.

Diagram 12. Nettotransaktioner i säkerställda obligationer, första kvartalet 2020

Miljarder kronor

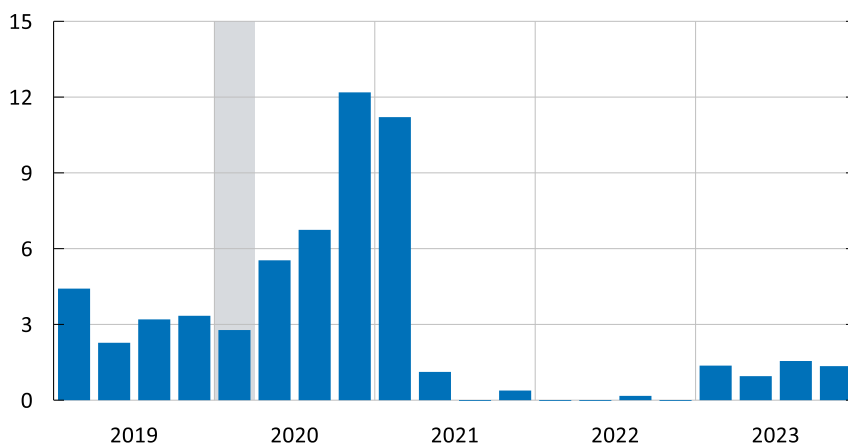


Anm. Urval av investerargrupper. Nettotransaktioner är förändring i nominella värden på innehav av obligationer. Bank syftar på monetära finansinstitut som banker och kreditmarknadsföretag, RB står för Riksbanken, FO för fonder, EO för bankernas innehav av obligationer från deras egna hypotek, AP för de statliga buffertfonderna, FP för försäkringsföretag och pensionsinstitut, OF för offentlig förvaltning och UTL för utländska aktörer.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Diagram 13. Andel av bankernas innehav av säkerställda obligationer som utgörs av obligationer från deras egna hypotek

Procent



Anm. Skuggade området markerar perioden när Riksbanken började tillåta bankerna att använda en större andel säkerställda obligationer som säkerheter när de lånade pengar hos Riksbanken, inklusive de som deras egna hypotek hade emitterat. Detta trädde i kraft den 23 mars 2020.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Inte främst fonder med likviditetsproblem som sålde säkerställda obligationer

Räntorna på bankernas säkerställda obligationer ökade under coronakvartalet, vilket ledde till svårigheter att emittera nya obligationer under vissa perioder. En faktor bakom detta var att fonderna, som behövde likviditet, sålde säkerställda obligationer eftersom det var lättare än företagsobligationer.²⁵ Trots det var fonderna nettoköpare av säkerställda obligationer under kvartalet. De sålde tillbaka ungefär lika mycket benchmarkobligationer till emittenterna som de köpte obligationer från emittenterna genom on tap-emissioner. Man kan därmed anta att de köpte tillbaka en del av sitt innehav mot slutet av kvartalet när den mest akuta osäkerheten hade lugnat sig. Dock förmodar jag att beloppen som fonderna initialt sålde för var små jämfört med vad försäkrings- och pensionssektorn sålde för under kvartalet.

²⁵ Se Sveriges riksbank (2020a).

4 Investerarbeteenden över tid

Marknaderna har hittills absorberat Riksbankens kvantitativa åtstramningar och utländska aktörer återvänder till de svenska obligationsmarknaderna i ungefär samma takt som de lämnade under perioden med kvantitativa lättnader. En del av dessa utländska aktörer är fonder och det finns tecken på att de har lånefinansierat en del av sitt innehav av säkerställda obligationer. Detta kan göra bankernas marknadsfinansiering mer volatil. För företagsobligationer kan flödesdrivna fonder ha hållit riskpremierna dämpade, vilket bidragit till lättare finansieringsvillkor men också skapat sårbarheter. Samtidigt har långsiktiga privata försäkrings- och pensionsföretag varit kontracykliska och främst köpt vid förhöjda riskpremier.

I denna del visar jag vilka investerare som har köpt de obligationer som ersatt Riksbankens förfallna innehav och de statsobligationer som Riksbanken har sålt. Jag fokuserar på säkerställda obligationer eftersom Riksbanken huvudsakligen köpte sådana obligationer under det senaste obligationsköpsprogrammet. Utöver detta belyser jag också hur priserna påverkar investerares beteenden på olika sätt på företagsobligationsmarknaden och vilka sårbarheter det kan skapa.

4.1 Riksbankens kvantitativa lättnader respektive åtstramningar påverkar investerarbeteenden

När en centralbank meddelar sin avsikt att köpa, sälja eller låta obligationer förfalla påverkar det investerares beteenden på flera sätt. Förutom deras förväntningar på den framtida styrräntan kan det också påverka priserna på de specifika obligationer som centralbanken handlar med, samt närsläktade obligationer.²⁶ Det kan också påverka den premie som investerare kräver för att investera i obligationer med längre löptider eller från emittenter med lägre kreditvärdighet än staten.²⁷ Om free float, vilket jag beskrev i en tidigare del, minskar för vissa löptidssegment och vissa investerare är ovilliga att byta till andra segment kan det leda till att investerarna trängs ut från marknaden.

²⁶ Resultaten i Gustafsson (2020) indikerar att Riksbankens köp under pandemin bidrog till att skapa mer expansiva finansiella förhållanden genom lägre räntor, särskilt på kommunobligationer och säkerställda obligationer.

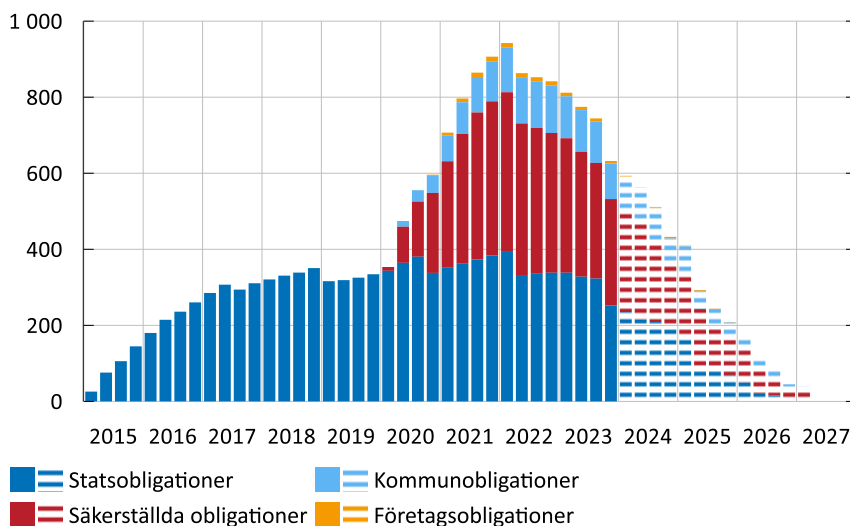
²⁷ Effekten på löptidspremien är främst relevant för statsobligationer. Gustafsson och Beechey Österholm (2023) finner att Riksbankens köp under pandemin förklarar en relativt liten del av förändringen i löptidspremien på svenska statsobligationer.

Obligationsmarknaderna har absorberat QT men nettoemissioner har varit små

Sedan halvårsskiftet 2022 har Riksbanken påbörjat kvantitativa åtstramningar (QT), vilket innebär att Riksbanken låter sitt obligationsinnehav minska genom att både låta obligationer förfalla och samtidigt sedan april 2023 sälja statsobligationer.²⁸ En framskrivning av Riksbankens innehav av obligationer ser vi i Diagram 14. När Riksbanken säljer statsobligationer ökar free float. Det gör den också när obligationer som Riksbanken äger går mot förfall – förutsatt att emittenterna behöver ersätta den förfallande upplåningen genom att ge ut nya obligationer. Både försäljningar och förfall kan alltså resultera i ett ökat utbud av obligationer som behöver hitta nya investerare.

Diagram 15 visar vilka investerare som hittills har tagit på sig denna roll, där utländska aktörer utgör en betydande del. Under QT har den samlade obligationsupplåningen i samtliga valutor på dessa marknader varit relativt oförändrad, vilket innebär att emittenterna som grupp fullt ut har refinansierat sina förfallna lån. Däremot har statens obligationsupplåning i svenska kronor minskat med nästan 90 miljarder kronor. Att Riksbankens innehav av statsobligationer har minskat med mer än vad upplåningen har minskat med beror på att Riksbanken har sålt statsobligationer för ungefär 50 miljarder kronor sedan april 2023. När det gäller säkerställda obligationer har nettoupplåningen i kronor varit positiv, vilket betyder att bankerna har refinansierat de belopp som förfallit i Riksbankens innehav och dessutom emitterat nästan 30 miljarder utöver det.

Diagram 14. Riksbankens innehav av obligationer och framskrivning av innehavet
Miljarder kronor



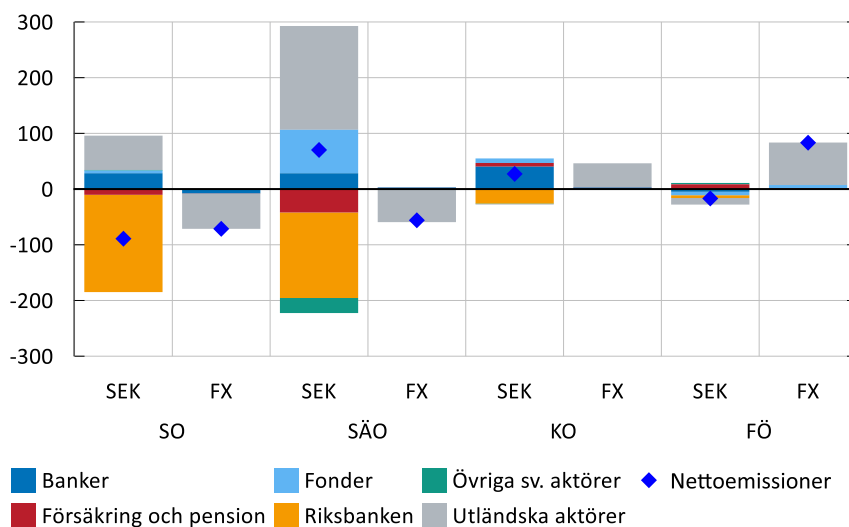
Anm. Från Penningpolitisk rapport i mars 2024. Diagrammet avser nominella värden på obligationer. De streckade staplarna representerar en framskrivning av Riksbankens obligationsinnehav. Serierna i diagrammet slutar 2027 kv1, som är det sista kvartalet i Riksbankens treåriga prognoshorizont. Riksbankens totala värdepappersinnehav har tidigare även inkluderat stats-skuldväxlar och företagscertifikat.

Källa: Riksbanken

²⁸ QE och QT är förkortningar av de engelska uttrycken "quantitative easing" och "quantitative tightening".

Diagram 15. Nettotransaktioner i svenska obligationer hittills under QT

Miljarder kronor



Anm. SO syftar på statsobligationer, SÄO på säkerställda obligationer, KO på kommunobligationer och FO på företagsobligationer. Nettotransaktioner är förändring i nominella värden på innehav av obligationer från 2022 kv2 till 2024 kv1. Banker syftar på monetära finansinstitut som banker och kreditmarknadsföretag. Försäkrings och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

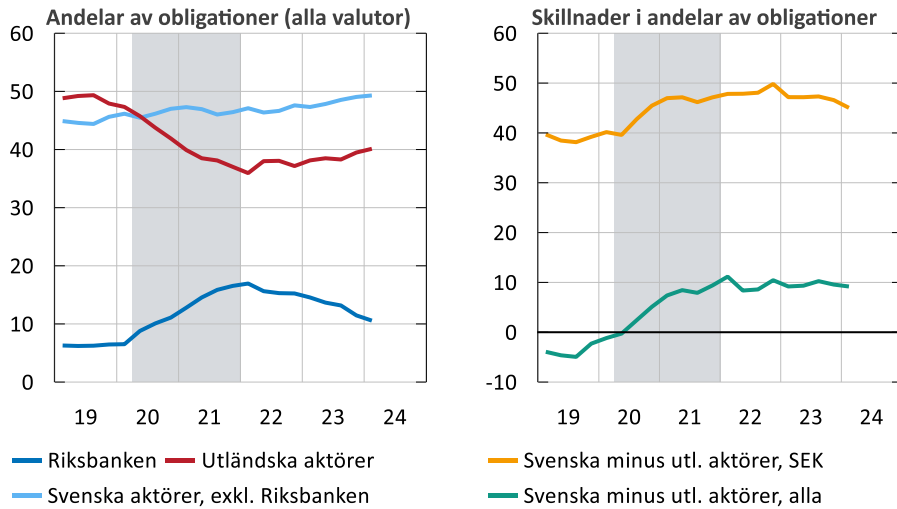
Utländska aktörer återvänder till kronobligationer

Utländska aktörer har hittills under QT nettoköpt kronobligationer för cirka två tredjedelar av de belopp som har förfallit och sålts från Riksbankens obligationsinnehav (se Diagram 15). Detta är en spegelvänd situation jämfört med den tidigare perioden av kvantitativa lättnader (QE) 2020–2022 när utländska investerare sålde en betydande del av sina innehav av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer till Riksbanken, vilket Österholm (2022) tidigare har visat. Justerat för förfall återvänder utländska aktörer till kronobligationer i ungefär samma takt som de lämnade dem under QE.

Sett till samtliga valutor har rockaden mellan Riksbanken och utländska aktörer som finansiärer av svenska emittenter inte varit lika framträdande (se Diagram 16). Istället har de övriga svenska aktörernas andelar ökat, medan de förblev relativt stabila under QE-perioden.²⁹ Förklaringen till detta är att den andel av obligationsupplåningen som var i svenska kronor ökade från 68 till 73 procent under QE, medan den har förblivit på den nivån under QT-perioden hittills. Obligationer i utländsk valuta ägs nämligen främst av utländska investerare. De andra två aktörerna som har nettoköpt mycket obligationer är svenska banker och fonder, där fonder har visat en särskilt stark efterfrågan på säkerställda obligationer.

²⁹ Österholm (2022) finner att utländska aktörer är mer känsliga för storleken på den utestående mängden obligationer, särskilt för statsobligationer, än vad svenska investerare är.

Diagram 16. Investerarnas andelar av svenska obligationer och skillnader i andelar
 Procent (vänster), procentenheter (höger)



Anm. De skuggade områdena avser QE-perioden 2020 kv1 till 2022 kv4.

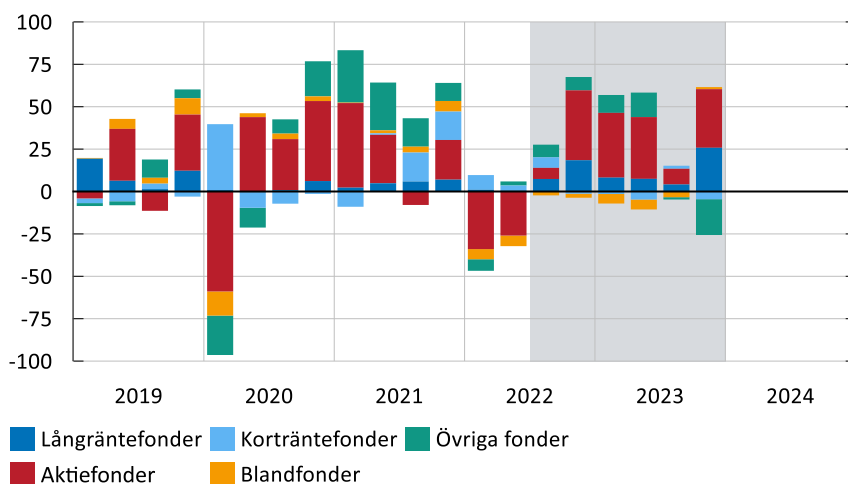
Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Fonder med stora nettoinflöden har absorberat säkerställda obligationer

Efter utländska aktörer har svenska fonder köpt den största mängden säkerställda obligationer under QT (se Diagram 15), vilket har ökat deras innehav med en fjärdedel. De har gjort det efter att ha fått in betydande nettoinflöden till svenska långräntefonder, vilket har ökat fondernas behov av att köpa obligationer (se Diagram 17). Under det fjärde kvartalet 2023 såg vi det största kvartalsvisa nettoinflödet till långräntefonder på tio år. Hur mycket av kapitalinflödet fonderna i sin tur vill investera i säkerställda obligationer beror bland annat på hur riskpremierna på dem utvecklas.

Diagram 17. Nettoflöden i svenska fonder uppdelade på fondtyp

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet omfattar investeringsfonder registrerade i Sverige under Finansinspektionens tillsyn. Övriga fonder inkluderar fond-i-fonder. Skuggat område avser QT.

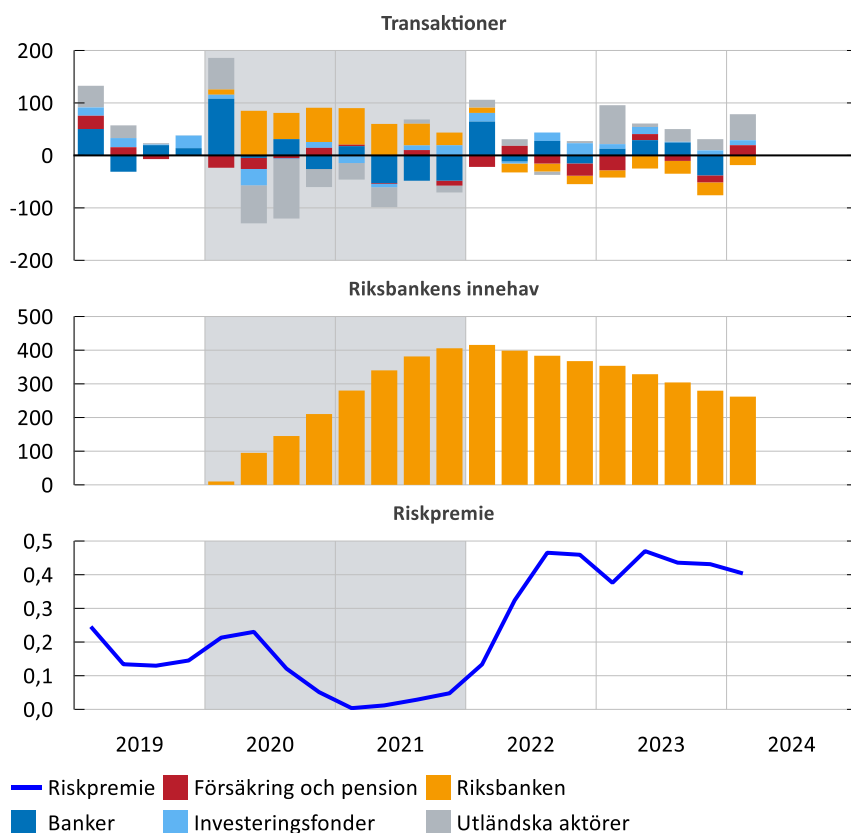
Källa: SCB

I Diagram 18 ser vi en kraftig nedgång i riskpremierna för säkerställda obligationer efter coronakvartalet, när Riksbanken började köpa dem.³⁰ Under QE-perioden var Riksbanken i princip den enda nettoköparen av säkerställda obligationer. Efter att Riksbanken avslutade sina köp steg riskpremierna igen, och fonderna började då mer konsekvent att nettoköpa säkerställda obligationer. Riskpremierna påverkar alltså långräntefondernas beteende genom att de styr vilken risk fonderna tar i sina portföljer, och i viss mån även hur mycket exempelvis blandfonder viktat om till obligationer.³¹

³⁰ Se även Alsterlind (2021) som visar att riskpremierna på säkerställda obligationer från samtliga bostadsinstitut konvergerade och minskade till nära noll, även på de som Riksbanken inte köpte i.

³¹ Blandfonder står för en tiondel av den samlade svenska fondförmögenheten. En del av dessa kallas generationsfonder, där aktieandelen successivt minskar till förmån för räntor allt närmare investerarnas närmande till pensionsåldern.

Diagram 18. Nettotransaktioner i säkerställda obligationer i SEK
Miljarder kronor (översta två), procentenheter (understa)



Anm. Nettotransaktioner är förändring i nominella värden på innehav av obligationer. Riskpremien är skillnaden mellan 5-årig nollkupongränta på säkerställda obligationer och 5-årig swapränta. Räntorna är genomsnittliga dagliga räntor under kvartalet. Banker syftar på monetära finansinstitut som banker och kreditmarknadsföretag. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

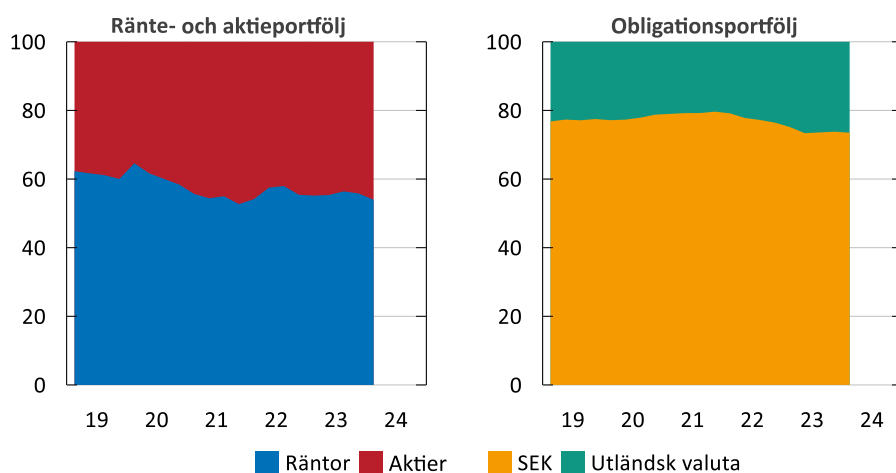
Försäkrings- och pensionssektorn efterfrågan på säkerställda obligationer kan öka igen av högre realräntor

Trots att riskpremierna till och med är högre nu än före pandemin, har försäkrings- och pensionssektorn under QT varit nettosäljare på den svenska marknaden för säkerställda obligationer (se Diagram 15 ovan). När marknadsräntorna var låga ökade sektorn sin andel av mer riskfyllda tillgångar, som aktier och företagsobligationer, i ett försök att bättre täcka sina långsiktiga finansiella garantier och leverera mer avkastning till sina försäkrings- eller pensionstagare. Trots att de nominella långräntorna har

stigit markant de senaste åren har denna trend inte vänt (se Diagram 19, till vänster).³² Dessutom har andelen obligationer i utländsk valuta i försäkrings- och pensionsföretagens obligationsportfölj växt (se Diagram 19, höger sida).³³ En del av garantierna räknas upp med inflationen, vilket kan leda till att företagen blir mer avaktande med att köpa obligationer tills de reala långräntorna etablerar sig vid högre nivåer och därmed ger högre inflationsjusterad avkastning.

I slutet av 2023 nådde realräntan över en procent, och sektorn nettoköpte statsobligationer för första gången på flera kvartal (se Diagram 20). De nettoköpte också säkerställda obligationer för 20 miljarder kronor, dubbelt så mycket som svenska fonder, under det första kvartalet 2024 (se Diagram 18 ovan).

Diagram 19. Ränte- och aktieportfölj för svenska försäkrings- och pensionsföretag
Procent



Anm. Diagrammet avser marknadsvärderade värdepapper. Tio företag som primärt tillhandahåller depåförsäkringar, fondförsäkringar eller båda har exkluderats.

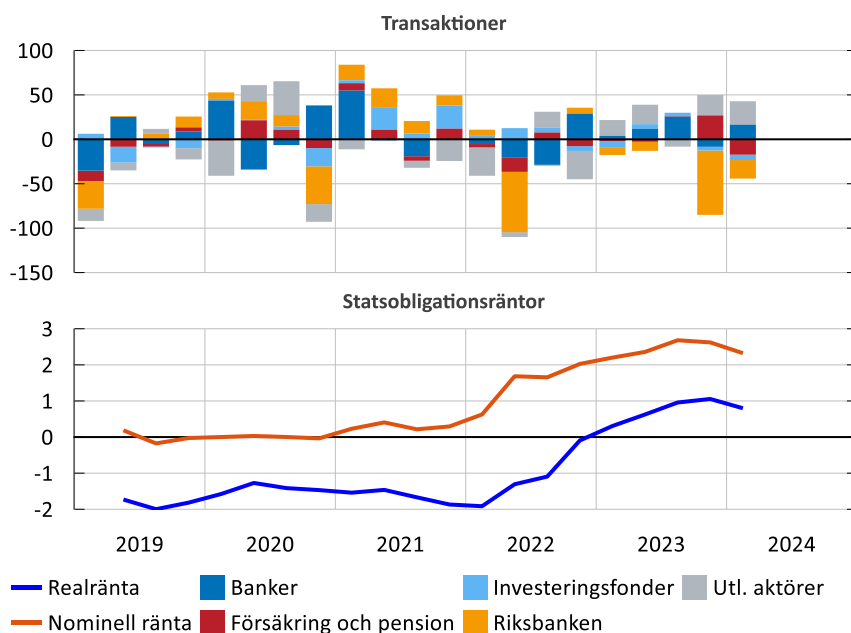
Källa: Riksbanken

³² Se Finansinspektionen (2023) för en längre tidsperiod. Denna trend verkar även fortsätta för europeiska motsvarigheter, se Eiopa (2023). Det bör noteras att de även kan öka sin exponering mot räntor genom räntederivat. Sektorns ränteswappar ökade fram till mitten av 2022 för att sedan sjunka igen, se Sveriges riksbank (2023d).

³³ Det bör noteras att eftersom obligationerna är marknadsvärderade har kronans depreciering under perioden ökat värdet på de utländska obligationerna när de räknas om till svenska kronor.

Diagram 20. Nettotransaktioner i statsobligationer i SEK

Miljarder kronor (övre), procentenheter (undre)



Anm. Nettotransaktioner är förändring i nominella värden på innehav av obligationer. Räntorna är genomsnittliga dagliga räntor under kvartalet och avser 5-åriga nollkupongräntor. Banker syftar på monetära finansinstitut som banker och kreditmarknadsföretag. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Utländska fonder verkar ha lånefinansierat sitt innehav av säkerställda obligationer

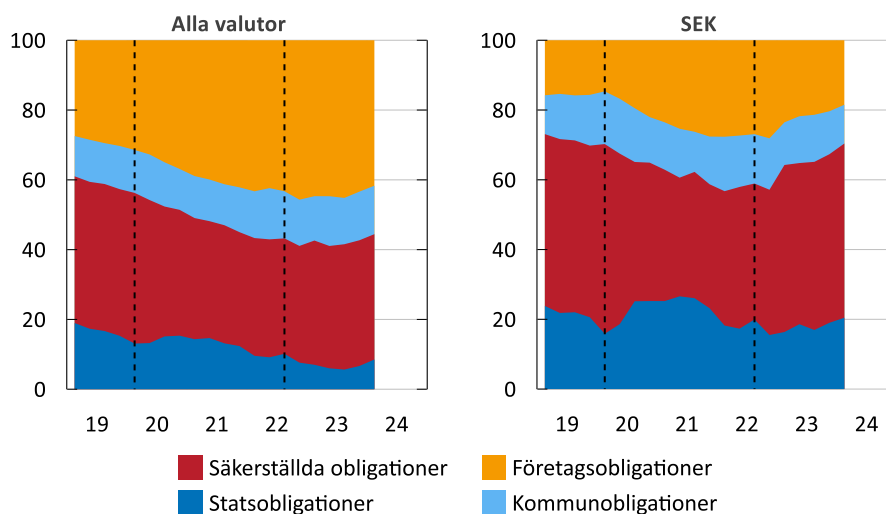
Utländets innehav – beräknat som en restpost av de svenska aktörernas innehav – består i själva verket av olika typer av investerare. Indikativa data antyder att över tid är en fjärdedel av dem försäkrings- och pensionsföretag och över en tredjedel är fonder.³⁴ Sedan Riksbanken påbörjade QT har utlandet minskat sin exponering mot offentliga obligationer till förmån för säkerställda obligationer och företagsobligationer (se Diagram 21, till vänster). Dessa innehav har historiskt varit vanligare hos utländska fonder än utländska försäkrings- och pensionsföretag, vilka i så fall brukar köpa säkerställda obligationer i utländsk valuta. En del av dessa fonder är hedgefonder, som ofta lånar pengar för att finansiera sina innehav genom repor. Ökningen av omsättningen i repor, som Riksbankens penningpolitiska motparterna gör med sina utländska kunder, tyder på att de utländska aktörerna har finansierat en del av sina innehav av säkerställda obligationer i svenska kronor genom lån (se Diagram 22).³⁵ Omsättningen ökade snabbt efter att riskpremien på säkerställda obligationer steg kraftigt i början av 2022.

³⁴ Se Österholm (2022) och Myers (2023).

³⁵ En repa är ett avtal där en part säljer ett värdepapper till en annan part mot likvida medel och sedan återköper det till ett förutbestämt pris vid en senare tidpunkt.

Diagram 21. Utländska aktörers portfölj av svenska obligationer

Procent

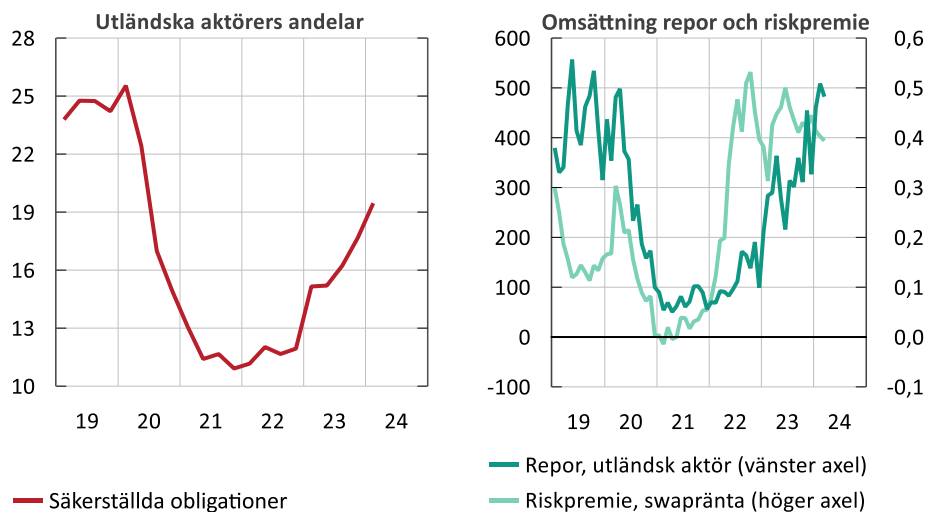


Anm. Diagrammet avser nominella värden på obligationer. Streckade linjer markerar början på Riksbankens QE respektive QT.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Diagram 22. Utländska aktörers marknadsandelar av säkerställda obligationer i SEK, omsättning repor och nivå på riskpremie

Procent (vänster), miljarder kronor (höger, v.a.), procentenheter (höger, h.a.)



Anm. Diagrammet till vänster avser nominella värden på obligationer. Diagrammet till höger visar omsättning i repor, summerade månadsvis, som Riksbankens penningpolitiska motparter har gjort med utländska kunder. Riskpremien är skillnaden mellan den 5-åriga nollkupongräntan på säkerställda obligationer och den 5-åriga swapräntan.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

4.2 Priserna påverkar investerarnas beteenden på olika sätt på företagsobligationsmarknaden

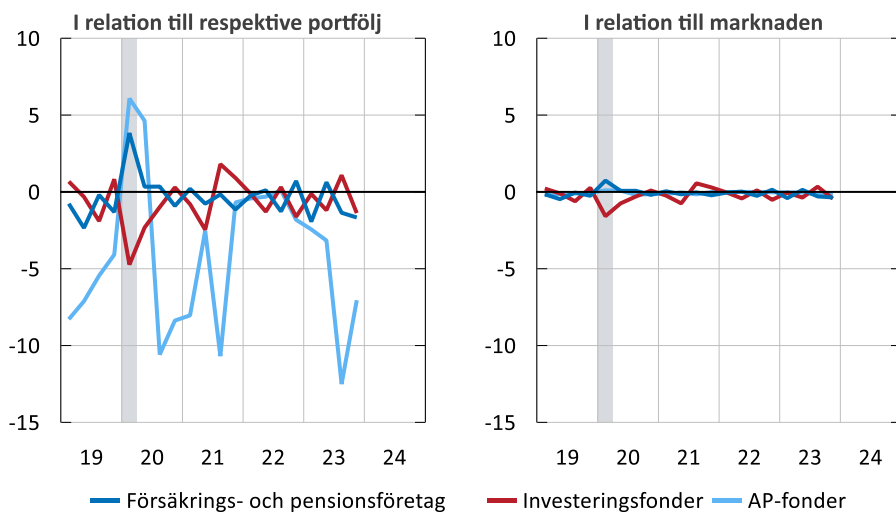
Under coronakvartalet bidrog sårbara företagsobligationsfonder till turbulensen på företagsobligationsmarknaden. För att förstå hur sådana sårbarheter byggs upp är det viktigt att analysera fondernas beteende över tid och att identifiera aktörer som antingen agerar pro- eller kontracykliskt på marknaden. Det är särskilt relevant på företagsobligationsmarknaden, där svårigheter att omsätta obligationer på sekundärmarknaden gör den särskilt känslig för stora utförsäljningar.

Utan marknadsstress är fonder relativt inaktiva på sekundärmarknaden

När marknaderna inte är stressade omsätter svenska fonderna inte mer än andra svenska kapitalförvaltare sett till storleken på deras portfölj av företagsobligationer eller marknadens storlek (se Diagram 23).³⁶ Samtidigt köper de kontinuerligt en hög andel av de icke-finansiella företagens nettoemissioner (emissioner minus förfall) på primärmarknaden (se Diagram 24). Detta gällde även under en period där icke-finansiella företag mötte svårare finansieringsvillkor än tidigare, vilket jag har markerat med en skuggad yta i diagrammet. Det är det stora och kontinuerliga nettoinflödet i fonderna som har möjliggjort deras nettoköp (se Diagram 26 i Diagramappendix). Fondernas procykliska agerande är därför främst kopplade till stora uttag ur fonderna. Det är värt att notera att försäkrings- och pensionssektorn, utom AP-fonderna, omsätter väldigt lite i företagsobligationer på sekundärmarknaden. AP-fondernas innehav är mindre i relation till marknadens storlek och det bör noteras att de var nettoköpare under coronakvartalet.

³⁶ Nettoomsättning är nettoköp eller nettosälj dividerat med antingen storleken på innehavet i det föregående kvartalet eller värdet på samtliga utestående obligationer.

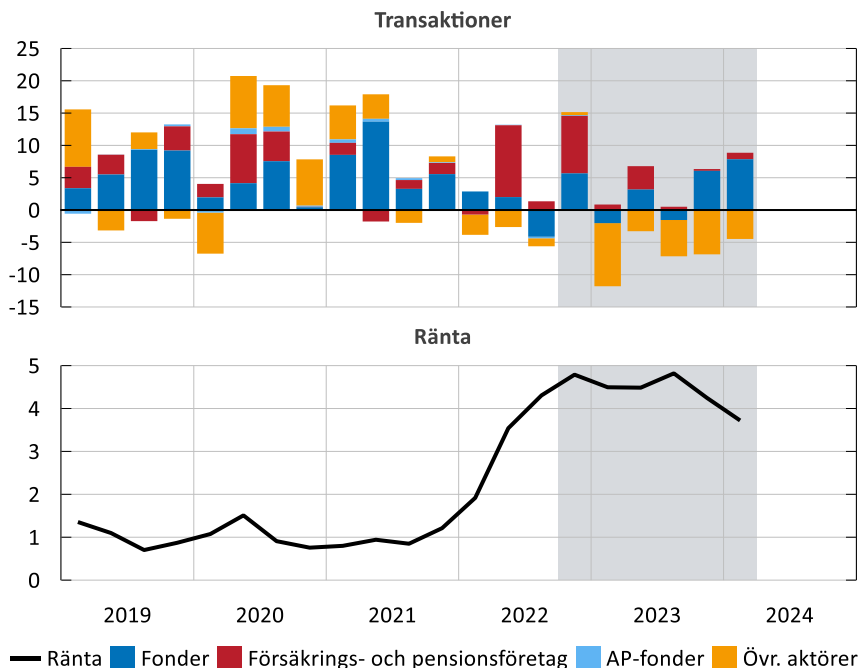
Diagram 23. Kapitalförvaltarens nettoomsättning på företagsobligationsmarknaden
 Procent av innehav i föregående kvartal



Anm. Diagrammet avser nominella värden på obligationer. De skuggade områdena visar perioden coronakvartalet 2020 kv1.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Diagram 24. Köp av emissioner minus förfallna innehav av företagsobligationer i SEK
 Miljarder kronor (övre), procentenheter (undre)



Anm. Avser förändring i nominella värden på innehav av obligationer. Räntan är den genomsnittliga dagliga räntan under kvartalet och avser en 5-årig nollkupongränta på obligationer från företag med kreditbetyg motsvarande investment grade.

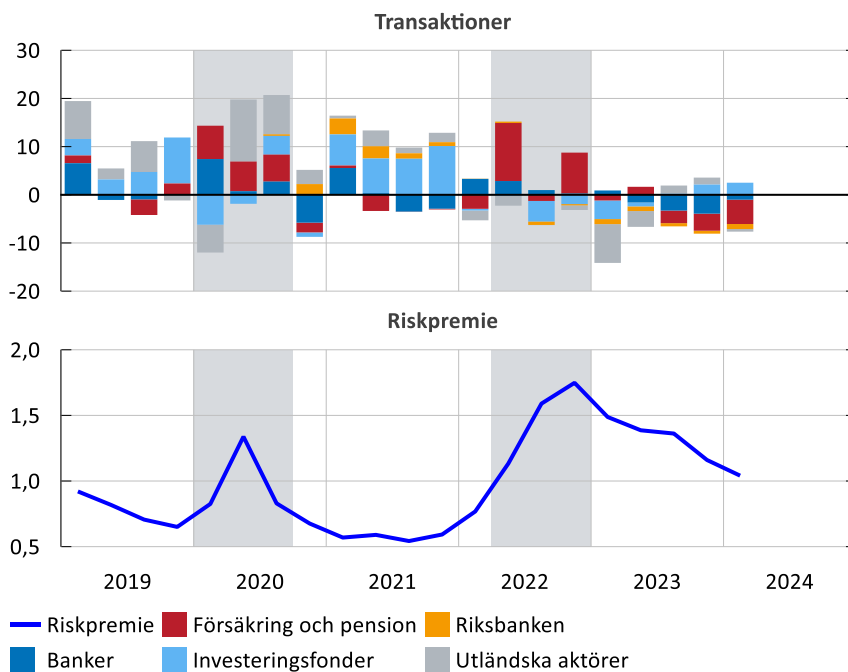
Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Försäkrings- och pensionssektorn följer förhöjda riskpremier medan fonder följer flöden

Försäkrings- och pensionssektorn köper obligationer under svårare finansieringsmiljöer när avkastningen är högre. Men i de skuggade delarna av Diagram 25 ser vi att de är mer selektiva när de köper än vad fonderna är. Under 2022, när riskpremierna var högre än under coronapandemin, var försäkrings- och pensionsföretagen nästan de enda som nettoökade sina innehav av företagsobligationer. Fonder köper å andra sidan mer kontinuerligt och agerar när de har flöden, eftersom de har incitament att vara fullinvesterade även i perioder då riskpremierna är dämpade.³⁷ Försäkrings- och pensionsföretagen kan istället välja vilka tillgångar de vill allokera till i varje läge, vilket gör att de kan placera nya inbetalda premier till en högre förväntad riskjusterad avkastning.

Diagram 25. Nettotransaktioner i företagsobligationer i SEK

Miljarder kronor (övre), procentenheter (undre)



Anm. Nettotransaktioner är förändring i nominella värden på innehav av obligationer. Riskpremiem är skillnaden mellan en 5-årig nollkupongränta på företagsobligationer med kreditbetyg motsvarande investment grade och en 5-årig swapränta. Räntorna är genomsnittliga dagliga räntor under kvartalet. Banker syftar på monetära finansinstitut som banker och kreditmarknadsföretag. Försäkring och pension inkluderar de statliga AP-fonderna.

Källor: SCB, Riksbanken och författarens beräkningar

Försäkrings- och pensionssektorn har förmågan att agera långsiktigt på företagsobligationsmarknaden

Försäkrings- och pensionsföretagen tenderar att ha stora och kontinuerliga inflöden av nettopremier från sina försäkrings- eller pensionstagare. Att säga upp eller flytta

³⁷ Det kan även vara på grund av andra skäl, såsom hur deras investeringsmandat är fastställda.

försäkringsavtal tar betydligt längre tid än att göra uttag ur fonder, och sannolikheten för likviditetsdrivna försäljningar är ur den aspekten betydligt mindre. Riksbanken har tidigare påpekat att högre och mer varierade riskpremier kan locka till långsiktiga investeringar.³⁸ Sektorn har ökat sina innehav sedan dess, och vi kan se att de är långsiktiga ägare i de obligationer de köper. AP-fonderna har däremot visat en viss benägenhet att sälja obligationer på sekundärmarknaden.

Men sektorn kan också agera kortsiktigt i vissa situationer, främst kopplade till deras användning av derivat.³⁹ Med tanke på att sektorn har en god finansiell ställning, skulle det krävas mycket innan de behöver sälja illikvida företagsobligationer. Men om de har sålt mer likvida tillgångar som säkerställda obligationer kan det innebära att de har en större andel företagsobligationer än de brukar. Det kan leda till att de säljer av tillgångar på lång sikt för att återställa balansen i sina portföljer.

³⁸ Se Sveriges riksbank (2023d).

³⁹ Se Sveriges riksbank (2023c).

5 Avslutande diskussion

I detta staff memo har jag belyst hur olika marknadssituationer sedan 2020 har påverkat investerarbeteenden på svenska obligationsmarknader. Jag har också visat att investerare inte agerar pro- eller kontracykliskt i alla situationer eller på alla marknader. Försäkrings- och pensionssektorn är ett bra exempel på detta. De agerade kontracykliskt i företagsobligationer under coronapandemins första kvartal men procykliskt i säkerställda obligationer.

För företagsobligationer hade försäkrings- och pensionssektorns allokeringsbeslut en stödjande effekt inom de marknadssegment där bankerna inte var lika aktiva. Men säljtrycket från fonder var för stort. Efter krisen har aktörer inom sektorn uttryckt att de hade velat köpa mer företagsobligationer än de gjorde, men att bristande transparens och otillräcklig likviditet på andrahandsmarknaden hindrade dem från det. Dessutom understryker det faktum att sektorn nästan uteslutande köpte obligationer med kreditbetyg vikten av dessa betyg. Om fler obligationer betygsattes skulle det kunna öka sektorns handlingsutrymme, eftersom försäkrings- och pensionsföretagens interna mandat ofta styr hur mycket de får investera i icke-betygsatta obligationer.

Försäkrings- och pensionssektorns procykliska beteende i säkerställda obligationer kan delvis förklaras av deras likviditetshantering. Under coronakvartalet sålde de säkerställda obligationer för att frigöra kapital till att köpa mer riskfyllda tillgångar som företagsobligationer och aktier. Detta procykliska beteende pausades under perioden då Riksbanken köpte säkerställda obligationer. När marknadsräntorna började stiga igen ökade deras likviditetsbehov i takt, främst på grund av att marginalsäkerhetskraven på deras derivat ökade – och de började sälja igen.⁴⁰

De mer flödesdrivna fonderna har regelbundet köpt företagsobligationer när de har haft nettoinflöden, och därigenom i viss mån hållit riskpremierna nere, då nettoinflödena har varit betydande. De kontinuerliga köpen har visserligen varit stödjande, särskilt under perioder med stramare finansieringsvillkor, men de kan leda till två stabilitetsbekymmer. För det första kan dämpade riskpremier göra det mindre attraktivt för andra aktörer att kliva in. Fonderna får då en större marknadsandel, vilket innebär att om det uppstår finansiell stress blir effekten av likviditetsdrivna utförsäljningar större. För det andra innebär dämpade riskpremier att priserna vid stress skulle falla från högre höjder. Detta är något som bör analyseras vidare, särskilt hur det förhåller sig till andra länder.

Hittills under Riksbankens kvantitativa åtstramningar (QT) har fonder spelat en stor roll i att absorbera obligationerna som ersatt Riksbankens förfallna innehav. Det är tydligt att efterfrågan på långräntefonder har varit stark på senare tid, men deras incitament och förmåga att absorbera kommer att påverkas bland annat av vilka fondkategorier som får nettoinflöden i framtiden. Om det istället sker nettoutflöden skulle det öka utbudet av obligationer på marknaden. Det kan ske om hushållen behöver

⁴⁰ Se Riksbanken (2023c) för en mer utförlig beskrivning av deras ökade likviditetsbehov under stigande räntor.

lösa in fondandelar till exempel för att hantera om räntorna fortsätter att vara höga och konjunkturen dämpad.⁴¹ Däremot skulle högre räntor, speciellt realräntor, förmodligen öka försäkrings- och pensionssektorns efterfrågan på obligationer markant. Sektorn är historiskt sett underviktad i kronobligationer, vilket kan öka deras benägenhet att köpa sådana obligationer. Det är dock viktigt att komma ihåg att Riksbanken inte är ensam om att bedriva QT. Följaktligen kommer svenska emittenter att konkurrera med både stater och företag som ska ge ut nya obligationer när exempelvis Federal Reserves (Fed) eller Europeiska centralbankens (ECB) innehav av obligationer löper ut.

Om emittenterna skulle behöva låna mer än vad de gör idag, skulle det ytterligare öka mängden obligationer som behöver hitta investerare. Svensk BNP-tillväxt har varit svag och väntas stiga gradvis. Samtidigt går den svenska staten mot ett budgetunderskott med en relativt låg statskuld som utgångspunkt. På grund av det planerar Riksgälden att öka sin emission av statsobligationer i svenska kronor till 171 miljarder kronor 2024 och 2025.⁴² Detta kan jämföras med QT-perioden hittills som har inneburit ett nettoförfall på 90 miljarder kronor. Investerare som kan tänkas köpa svenska statsobligationer har också ett utbud från länder med högre statskuldsvåer där oroligheter kring skuldnivån redan har drivit upp räntorna, till exempel i USA men även i några av Europas större ekonomier. För bankernas del leder QT även till att det blir mindre likviditet tillgängligt i banksystemet. För att kompensera för det kan bankerna välja att öka sin långfristiga finansiering exempelvis genom att ge ut fler säkerställda obligationer.⁴³

Slutligen har marknaden hittills absorberat Riksbankens QT. Det verkar också finnas incitament hos icke-banker att köpa ytterligare obligationer i den senare delen av QT. En betydande del av dessa aktörer är utländska fonder. Eftersom det finns tecken på att en del av deras innehav av säkerställda obligationer är lånefinansierat, bör man ha i åtanke att det kan göra den marknadsbaserade finansieringen av svenska banker mer volatil. Vidare, eftersom utländska aktörers marknadsandelar på de svenska obligationsmarknaderna speglar Riksbankens andelar till ungefär två tredjedelar, kan även nya obligationer i kronor som köps av utländska aktörer ha en förstärkande effekt på kronan, beroende på i vilken utsträckning dessa aktörer valutasäkrar sina innehav.

⁴¹ Se Finansinspektionen (2023).

⁴² Se Riksgälden (2024).

⁴³ Se Andersson och Kaplan (2024).

Referenser

- Alsterlind, Jan (2021), "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", *Ekonomisk kommentar*, nr 13, Sveriges riksbank.
- Andersson, Björn, Meredith Beechey Österholm och Peter Gustafsson (2022), "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", *Riksbanksstudie*, nr 2, Sveriges riksbank.
- Andersson, Erik och Peter Kaplan (2024), "Vad drev de kraftiga svängningarna i inlåningen mellan 2020 och 2023?", *Ekonomisk kommentar*, nr 6, Sveriges riksbank.
- Andersson, Mathias (2023), "Likviditetskrisen i brittiska pensionsfonder ur ett svenskt perspektiv", *Staff memo*, januari, Sveriges riksbank.
- Crosta, Alberto och Dong Zhang (2020), "Nya likviditetsindikatorer för räntemarknaden", *FI-analys*, nr 21, Finansinspektionen.
- Eiopa (2023), "Financial Stability Report", December 2023.
- Fager Wettergren, Johanna, David Forsman, Maria Sandström, Johanna Stenkula von Rosen (2013), "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank.
- Finansinspektionen (2023), "Stabiliteten i det finansiella systemet", 2023:2.
- Gustafsson, Peter och Tommy von Brömsen (2021), "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.
- Myers, Samantha (2023), "Mapping Swedish cross-border links to the investment fund sector", *Staff memo*, augusti, Sveriges riksbank.
- Riksgälden (2024), "Statsupplåning - prognos och analys", 2024:1.
- Schrimpf, Andreas, Hyun Song Shin och Vladyslav Sushko (2020), "Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis", *BIS Bulletin*, nr 2.
- Finansiella stabilitetsrådet (2023), "Obligationemarknaderna – en kartläggning".
- Sveriges riksbank (2020a), "Finansiell stabilitetsrapport", 2020:1.
- Sveriges riksbank (2020b), "Penningpolitisk rapport", september 2020.
- Sveriges riksbank (2020c), "Finansiell stabilitetsrapport", 2023:1.
- Sveriges riksbank (2020d), "Finansiell stabilitetsrapport" 2023:2.

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

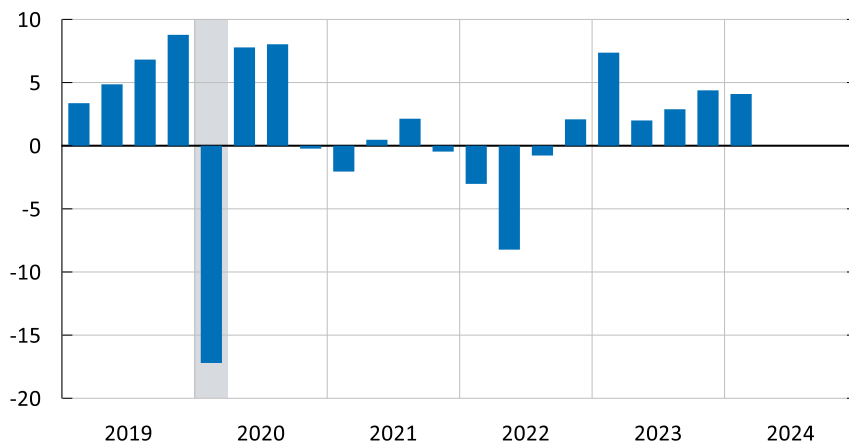
Beechey Österholm, Meredith och Peter Gustafsson (2023), "Estimating the effect of Riksbank government bond purchases on bond term premia and yields", *Staff memo*, december, Sveriges riksbank.

Beechey Österholm, Meredith (2022), "The Riksbank's bond purchases: who sold the bonds to the Riksbank?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank.

Diagramappendix

Diagram 26. Kvartalsvisa nettoflöden för svenska företagsobligationsfonder

Miljarder SEK



Anm. Nettofondflöden utgörs av skillnaden mellan insättningar och uttag från fonderna. Skuggat område markerar coronakvartalet.

Källa: Macrobond.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK