



Ekonomisk kommentar

Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obli- gationer under co- ronapandemin

Jan Alsterlind

NR 13 2021, 8 november

Innehållsförteckning

1	Hur utvecklades premierna på säkerställda obligationer under pandemin?	4
1.1	Bakgrund till köpen	4
1.2	Premierna för säkerställda obligationer	4
1.3	Hur utvecklades premierna för de obligationer Riksbanken har köpt?	5
1.4	Hur utvecklades premierna för de obligationer Riksbanken inte köpt?	7
2	Avslutning	8
	Referenser	10

Ekonomiska kommentarer

Ekonomiska kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Riksbanken. Den kan författas av både enskilda direktionsledamöter och medarbetare på Riksbanken. Medarbetares kommentarer godkänns av avdelningschef medan direktionsledamöterna själva ansvarar för innehållet i sina kommentarer.

Sammanfattning

Jan Alsterlind¹

Författaren är verksam vid Riksbankens avdelning för penningpolitik

Denna kommentar undersöker hur räntorna på säkerställda obligationer, det som i dagligt tal även kallas för bostadsobligationer, har utvecklats under coronapandemin fram till början av sommaren i år.² Som alla marknadsräntor påverkas dessa räntor av förväntningar på penningpolitiken och av risk- och likviditetspremier. Dessutom påverkas de av specifika faktorer på marknaden för säkerställda obligationer och de enskilda institutens finansieringsvillkor.

Skillnader i löptid och kupongränta innebär att det kan bli missvisande att direkt jämföra obligationsräntor med varandra. Därför beräknas det här ett mått – en typ av ränteskillnad eller premie – som gör det möjligt att belysa den del av ränteutvecklingen som är specifik för marknaden för säkerställda obligationer och som gör att de olika institutens obligationsräntor blir jämförbara.

Det här måttet visar att räntorna på institutens obligationer med en löptid mellan tre och fem år steg i samband med pandemiutbrottet i mars 2020, men sjönk sedan kraftigt fram till hösten 2020. Den turbulens som rådde på finansiella marknader och det faktum att många åtgärder sattes in ungefär samtidigt av såväl centralbanker som regeringar i både Sverige och omvärlden innebär att det är svårt att fastställa hur mycket Riksbankens olika åtgärder bidrog till detta. Däremot kan man konstatera att de premier som är specifika för säkerställda obligationer, och som initialt ökade under pandemin, föll till i princip noll efter att Riksbanken erbjöd sig att köpa obligationer. Ränteskillnaden mellan institutens obligationer krympte också ihop och räntorna sjönk även på säkerställda obligationer som Riksbanken inte har köpt.

¹ Författaren vill tacka Johan Almenberg, Mikael Apel, Henrik Eriksson, Jens Iversen, Björn Lagerwall, Stefan Laséen och Åsa Olli Segendorf för värdefulla synpunkter. De åsikter som uttrycks i ekonomiska kommentarer är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens syn i dessa frågor.

² En säkerställd obligation kan ha olika underliggande säkerheter. I Europa finns exempelvis offentliga säkerställda obligationer, där säkerheten utgörs av projekt i infrastruktur och vars finansiering garanteras av den offentliga sektorn. Den huvudsakliga underliggande säkerheten för svenska säkerställda obligationer utgörs av hushållens bostäder och brukar därför även kallas för bostadsobligationer.

1 Hur utvecklades premierna på säkerställda obligationer under pandemin?

1.1 Bakgrund till köpen

Under våren 2020 orsakade coronapandemin en kraftig nedgång i den ekonomiska aktiviteten världen över. Den ekonomiska situationen för hushåll och företag påverkades negativt då myndigheter införde restriktioner i varierande grad för att motverka smittspridningen. Osäkerheten om de ekonomiska effekterna av pandemin medförde att investerare försökte reducera riskerna i sina portföljer och sökte sig till säkra och likvida tillgångar. Världen över föll priserna på aktier och andra mer riskfyllda tillgångar. Mått på riskpremier, som ränteskillnader mellan riskfyllda obligationer och säkrare placeringsalternativ, steg snabbt.

För att mildra konsekvenserna av nedstängningen av ekonomierna och för att dämpa reaktionerna på de finansiella marknaderna vidtog regeringar och centralbanker omfattande åtgärder för att göra den ekonomiska politiken mer expansiv. Centralbankerna gav stöd till de finansiella marknaderna, så att de skulle kunna fortsätta att fungera, genom köp av finansiella tillgångar och likviditetsstöd till bankerna. I Sverige beslutade Riksbankens direktion om en rad olika åtgärder för att hålla räntorna låga och säkerställa en fortsatt kreditgivning och därigenom stödjade den svenska ekonomin. En av de åtgärder som beslutades var att köpa säkerställda obligationer där ett av motiven till åtgärden angavs vara att få ett brett genomslag på räntebildningen.³ Att Riksbankens köp och innehav speglar utbudet från olika emittenter och för olika löptider har redovisats.⁴ Men för att undersöka räntebildningen måste man titta närmare på vad som har hänt med räntorna på institutens obligationer.

1.2 Premierna för säkerställda obligationer

För att isolera den delen av ränteutvecklingen som är specifik för marknaden för säkerställda obligationer behöver man ta fram ett mått som kontrollerar för variationer i förväntningar om penningpolitiken och allmänna riskpremier som till exempel löptidspremier. Dessutom är räntorna på obligationer som har olika återstående löptid och olika kupongräntor inte direkt jämförbara.⁵ I denna kommentar redovisas därför ett mått på ränteskillnader beräknade enligt en metod som hanterar båda dessa

³ Se protokollsbilagan 2020-03-20 "Köp av säkerställda obligationer i ett penningpolitiskt syfte", Riksbanken.

⁴ Se särskilt bild 5 och bild 6 på sidan 10-11 i Birging och Hansson (2021).

⁵ Den här metoden att jämföra räntor har den fördelen att man hela tiden kan följa obligationens faktiska marknadspris som är observerbart. Alternativet hade varit att beräkna en syntetisk avkastningskurva där löptider och kupongeffekter kan isoleras, och sedan jämföras med en motsvarande riskfri ränta med samma löptid. Dock, att rensa för kupong och löptid kan innebära att man introducerar felkällor och den direkta kopplingen till det observerade marknadspriset försvinner.

aspekter.⁶ I korthet går metoden ut på att beräkna skillnaden mellan det faktiska priset på en obligation och det hypotetiska priset på samma obligation med en diskonteringsränta som endast innehåller förväntningar på den korta, riskfria räntan, dvs. Riksbankens styrränta, samt en löptidspremie.⁷ Metoden korrigerar samtidigt för skillnader i löptider och kupongräntor mellan obligationerna, vilket är nödvändigt för att kunna jämföra mellan olika obligationer och institut. Marknadsaktörer använder ofta s.k. swapräntor för att diskontera men ibland även statspappersräntor. Här används en diskonteringsränta som beräknas från marknadsprissättning av den förväntade styrräntan och som regelmässigt förekommer i den penningpolitiska rapporten.⁸ På så sätt blir det lättare att analysera räntorna på de säkerställda obligationerna i ett penningpolitiskt sammanhang.

1.3 Hur utvecklades premierna för de obligationer Riksbanken har köpt?

I diagram 1 visas utvecklingen för dessa ränteskillnader före och under coronapandemin. Vi ser att före coronapandemin så var räntorna på obligationerna från samtliga institut 30 till 40 baspunkter högre än på en obligation som diskonterats med marknadsprissättning av den förväntade styrräntan. Marknaden prissatte alltså en tydligt positiv riskpremie för säkerställda obligationer, precis som för andra privata obligationer. Jämfört med företagsobligationer var premien dock förhållandevis liten.

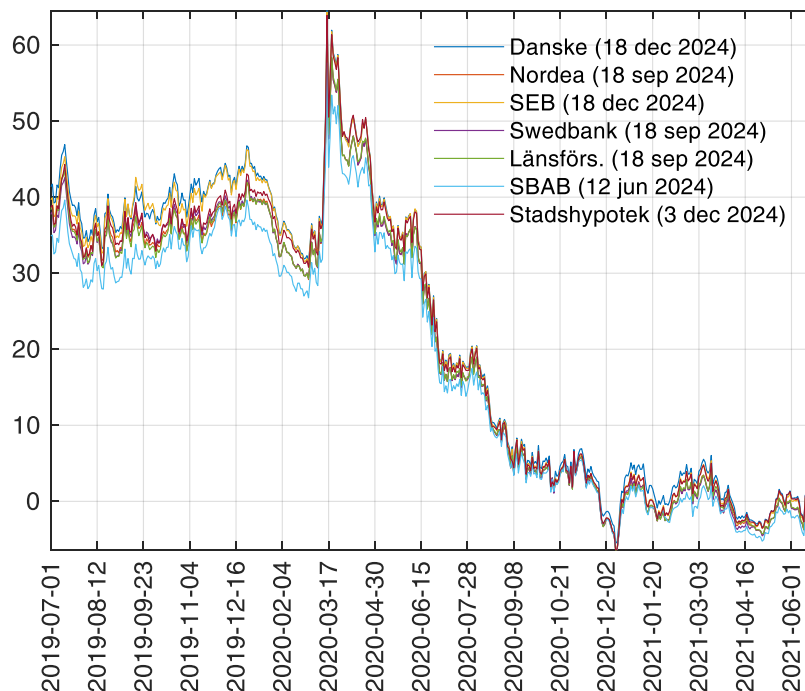
⁶ Metoden beskrivs mer utförligt i Gilchrist och Zakrajšek (2012). Metoden påminner om den så kallade asset swap spreaden (ASW) där nuvärdet av kassaflödet för en riskfylld obligation diskonteras med swapkursen och sedan jämförs med det faktiska priset. Skillnaden här är att vi använder en annan diskonteringsfunktion som är lättare att ge en penningpolitisk tolkning.

⁷ Det antas alltså att förväntningarna om penningpolitiken och löptidspremien är den samma för diskonteringsräntan som för räntorna på säkerställda obligationer. Detta antagande är realistiskt eftersom penningpolitiken påverkar den riskfria räntan i ekonomin. Dessutom kan löptidspremien antas vara den samma på alla obligationsmarknader eftersom den helt speglar risken med att äga en lång obligation jämfört med den korta riskfria räntan. Man kan dock inte utesluta att den ränteskillnad som beräknas här mellan säkerställda obligationer och en hypotetisk säkerställd obligation också kan bero av obligationens duration. Ett antagande som görs här är därför att en sådan eventuell effekt inte påverkas alltför mycket av att obligationerna från början av undersökningen har löptider som är över fyra år och som successivt blir till runt tre år.

⁸ Eftersom vi använder marknadspriser innebär det att vi inte nödvändigtvis mäter de sanna marknadsförväntningarna och det kan finnas en löptidspremie i denna ränta.

Diagram 1. Ränteskillnad för riktmärkesobligationer med löptid till 2024 utgivna av de sju stora institutet och motsvarade obligationer som diskonterats med marknadens prissättning av förväntad styrränta

Baspunkter



Anm. En baspunkt är en hundra del av procentenheten och begreppet används ofta i finansiella sammanhang. Priserna för de säkerställda obligationerna avser genomsnittet mellan köp- och säljkurs.

Källor: Bloomberg, Riksbanken och författarens egna beräkningar.

Före våren 2020 fanns vissa skillnader mellan institutens räntor, men de var inte särskilt stora. Räntan på SBAB:s obligation var lägst medan räntorna på obligationerna från Danske bank och SEB var högst. Under mars förra året började coronapandemin få synbara återverkningar på de finansiella marknaderna och riskpremierna (dvs. ränteskillnaderna) steg för samtliga institut.

Den 20:e mars 2020 meddelade Riksbanken att man avsåg att börja köpa säkerställda obligationer. Diagram 1 illustrerar att ränteskillnaderna började sjunka tillbaka successivt i slutet av mars 2020 och att de närmade sig noll under hösten förra året. Detta innebär att institutens obligationer diskonteras till marknadspriset på den förväntade styrräntan.⁹ Med andra ord väntade sig marknaden att avkastningen på obligationerna skulle vara i paritet med den avkastning man får om man istället investerade till en ränta som motsvarade den förväntade styrräntan under samma tidsperiod.

⁹ Löptiden för obligationerna blir allt kortare i och med att tiden går. Men det syntetiska priset som den faktiska obligationen jämförs med har alltid exakt samma löptid och de obligationer som analyseras har en återstående löptid på tre år eller mer i mitten av 2021.

Utvecklingen tyder på att riskpremierna föll till i princip noll för samtliga obligationer.¹⁰ Ränteskillnaderna har stundtals till och med varit negativa vilket troligen hänger samman med att den faktiska och förväntade dagslåneräntan varit lägre än styrräntan. Detta kan även vara ett resultat av de många andra penningpolitiska åtgärder som Riksbanken beslutat om och som sammantaget har medfört ett stort likviditetsöverskott i banksystemet.¹¹

Enligt de mått som redovisas i diagram 1 har även skillnaderna mellan räntorna på de olika institutens obligationer krympt betydligt jämfört med situationen före mars förra året. Alltjämt är skillnaden lägst för SBAB och högst för SEB och Danske bank. Det är dock mycket små skillnader mellan institutens räntor. Den faktiska ränteutvecklingen har således stämt överens med Riksbankens målsättning om ett brett genomslag på räntebildningen på marknaden för säkerställda obligationer.

1.4 Hur utvecklades premierna för de obligationer Riksbanken inte köpt?

De säkerställda obligationer som Riksbanken har erbjudit sig att köpa ska vara utgivna i svenska kronor och av svenska institut med återförsäljaravtal samt ha ett högt kreditbetyg. I praktiken innebär detta att Riksbanken köper så kallade riktmärkesobligationer (benchmarkobligationer) från sju svenska kreditinstitut.

Landshypotek är ett exempel på en aktör som ger ut säkerställda obligationer men som inte följer riktmärkessystemet och vars obligationer Riksbanken inte har köpt. I diagram 2 jämförs ränteutvecklingen för en obligation från Landshypotek med förfall 2024 med en riktmärkesobligation från Danske bank, med ungefär samma löptid och som är representativ för hur räntorna på riktmärkesobligationerna utvecklats. Som framgår av diagrammet har räntorna på de två obligationerna i stora drag utvecklats på ett liknande sätt. Utvecklingen ligger i linje med den ambition om ett brett genomslag på räntorna på marknaden för säkerställda obligationer som Riksbanken uttryckte i det penningpolitiska beslutet från mars 2020.

Skandiabanken har också rätt att ge ut säkerställda obligationer men i likhet med Landshypotek ger de inte ut riktmärkesobligationer. Skandiabanken har inte gett ut någon kupongobligation som förfaller 2024, men däremot en obligation som förfaller 2027. Denna obligation analyseras på ett liknande sätt som de övriga. I diagram 2 framgår att även räntan på Skandiabankens obligationer har sjunkit i linje med riktmärkesobligationerna, även om ränteskillnaden för Skandiabankens obligation steg

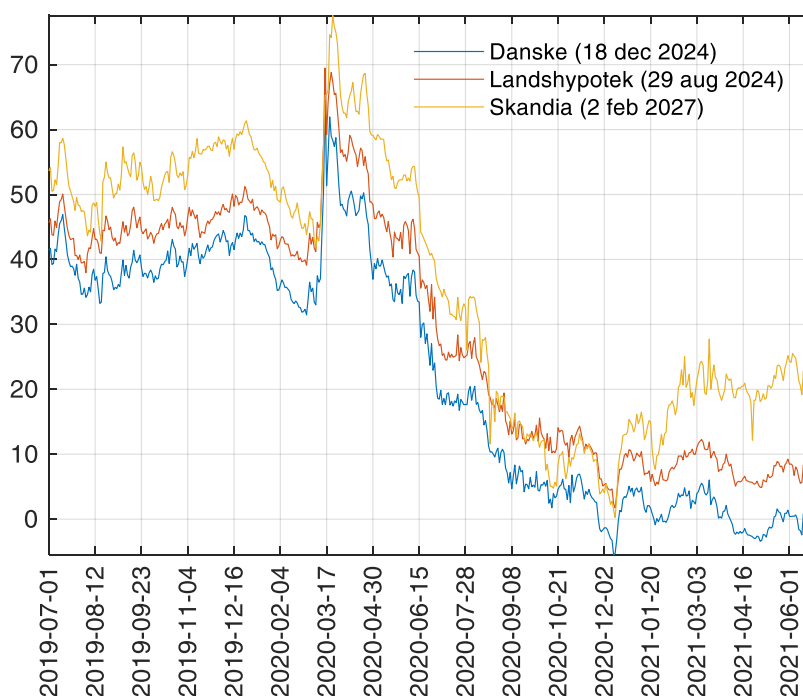
¹⁰ Att ränteskillnaden sjönk föll till i princip noll behöver inte nödvändigtvis betyda att riskpremierna föll till noll. Räntedifferensen speglar visserligen riskpremierna men kan också påverkas av en likviditetspremie. När räntedifferensen är noll måste en sådan kompensation för likviditetsrisk vara negativ för att riskpremierna alltjämt ska vara positiv. Även om man inte kan utesluta att likviditetsriskpremierna är negativ är det mest sannolikt att en räntedifferens runt noll också speglar en riskpremie runt noll.

¹¹ Likviditetsöverskottet har ökat till följd av Riksbankens tillgångsköp. Man kan heller inte utesluta att andra penningpolitiska åtgärder, som bland annat utlåningsprogram och förändrade villkor på säkerheter för att låna hos Riksbanken, påverkat räntebildningen. Under våren 2020 införde Riksbanken även ett styrsystem med en smal korridor som också kan ha påverkat räntebildningen.

något under våren 2021. När tidshorisonten är så lång som i det här fallet är tolkningen av diskonteringsräntan som ett uttryck för förväntningar på den korta styrräntan inte helt självklar. Därför bör just detta resultat tolkas med särskild försiktighet.¹²

Diagram 2. Ränteskillnad för riktmarkesobligationer med löptid till 2024 och 2027 utgivna av Landshypotek, Skandia och Danske bank (med som referens) och motsvarande obligationer som diskonterats med marknadens prissättning av förväntad styrränta

Baspunkter



Anm. En baspunkt är en hundra del procentenhet och begreppet används ofta i finansiella sammanhang. Priserna för de säkerställda obligationerna avser genomsnittet mellan köp- och säljkurs.

Källor: Bloomberg, Riksbanken och författarens egna beräkningar

2 Avslutning

I denna kommentar undersöks hur räntorna på några säkerställda obligationer i mitten av det löptidssegment där Riksbanken köpt utvecklades under coronapandemin fram till början av sommaren i år. I kommentaren redovisas ett mått som isolerar den del av ränteutvecklingen som är specifik för just marknaden för säkerställda obligationer och som samtidigt gör att de olika institutens räntor blir helt jämförbara.

Man kan inte veta säkert att det är just Riksbankens köp som påverkade räntorna, givet den turbulens som rådde på marknaderna och givet att många åtgärder sattes in

¹² Det är tveksamt om den diskonteringsfunktion som vi använder kan tolkas som marknadsprissättningen för den förväntade styrräntan när tidshorisonten är så pass lång. Dock, för att hålla jämförbarheten med de andra räntorna använder vi trots allt denna diskonteringsfunktion också i detta fall. Ränteskillnaden är helt jämförbar med de övriga skillnaderna, men tolkningen av just denna ränteskillnad i en penningpolitisk kontext bör alltså tas med en nypa salt.

samtidigt, både i Sverige och i omvärlden. Men vad som är tydligt är att räntorna på säkerställda obligationer föll kraftigt från pandemiutbrottet till hösten 2020. Räntorna för de sju institutens obligationer som Riksbanken köpt, och som har en löptid till 2024, prissätts av marknaderna som om de var diskonterade med den förväntade styrräntan. Detta innebär att riskpremierna på dessa obligationer minskade till nära noll och att även individuella skillnader i riskpremierna mellan de olika institutens obligationer i princip försvann. Räntorna sjönk också på obligationer som Riksbanken inte köpt. Den här utvecklingen är i linje med Riksbankens målsättning att köpen av säkerställda obligationer ska få ett brett genomslag på räntorna på dessa obligationer.

Under pandemin har mycket låga riskpremier bidragit till att göra de finansiella förhållandena mer expansiva. Även om säkerställda obligationer har underliggande säkerheter av god kvalité betyder inte detta att riskpremierna under mer normala omständigheter ska vara runt noll. När det sker en återgång till mer normala marknadsförhållanden kan man därför inte utesluta att riskpremierna kommer att stiga.

Referenser

Hansson, Denise och Joel Birging, (2021), "Riksbankens värdepappersköp under coronapandemin", Ekonomisk kommentar, nr. 12.

Simon Gilchrist och Egon Zakrajšek, (2012), "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations", *American Economic Review*, Vol. 102, No 4, sidor 1692-1720.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)