

Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten

MARIA SANDSTRÖM, DAVID FORSMAN, JOHANNA STENKULA VON ROSEN OCH JOHANNA FAGER WETTERGREN*

Författarna är verksamma vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.

Marknaden för säkerställda obligationer är stor i Sverige och dessa obligationer är en av de svenska bankernas främsta finansieringskällor. Därför har marknaden för säkerställda obligationer stor betydelse för det svenska finansiella systemet.

Denna artikel består av två delar. I en första del beskrivs vad som kännetecknar en säkerställd obligation, hur den svenska marknaden är uppbyggd samt den finansiella infrastruktur som omger handeln med säkerställda obligationer. De säkerställda obligationerna utmärks av ökad säkerhet för investeraren i form av en fordran både på emittenten och på en underliggande säkerhetsmassa. I Sverige består denna säkerhetsmassa huvudsakligen av svenska bolån. Den svenska marknaden för säkerställda obligationer kännetecknas av stora obligationsutgåvor, frekventa mindre on tap-emissioner och marknadsгарanter som ställer priser på sekundär- och repomarknaden.

I en andra del diskuteras kopplingar mellan bankernas användning av säkerställda obligationer och den finansiella stabiliteten. Vi visar att marknaden för säkerställda obligationer är viktig för storbankernas finansiering och i deras roll som marknadsгарanter. Det innebär att bankerna påverkas negativt när det uppstår stress på marknaden vilket inträffade i samband med den globala finanskrisen som inleddes 2007.

Användningen av säkerställda obligationer har fördelen att den bidrar till lägre finansieringskostnader för bankerna. Som Riksbanken tidigare har framhållit är bankernas omfattande finansiering via säkerställda obligationer dock förknippad med vissa svagheter. Eftersom de säkerställda obligationerna finansierar bolån med betydligt längre löptid uppstår en risk för att banken inte lyckas förnya finansieringen av bolånen. Denna likviditetsrisk är större för banksystemet i stort än för den enskilda banken, bland annat på grund av att bankerna äger varandras säkerställda obligationer. Den statliga insättningsгарantin och förväntningar på myndigheters agerande kan också bidra till att marknadsaktörerna inte tar tillräcklig hänsyn till de risker som är kopplade till säkerställda obligationer. Förnyad stress på de internationella kapitalmarknaderna och ett försämrat förtroende för svenska säkerställda obligationer, till exempel på grund av ett inhemskt husprisfall, är faktorer som skulle kunna försämra marknadens funktion.

* Vi vill tacka de marknadsaktörer som ställt upp med intervjuer och information för denna artikel. Vi vill också tacka Jonas Söderberg, Jonny Sylvén, Martin Liljeblad, Claes Berg, Olof Sandstedt, Kerstin Hallsten, Mia Holmfeldt, Lisa Marklund, Per Sonnerby och Pia Kronstedt Metz för värdefulla synpunkter.

Svenska säkerställda obligationer

Med svenska säkerställda obligationer avses i denna artikel säkerställda obligationer som är emitterade enligt den svenska lagstiftningen för säkerställda obligationer. Svenska banker emitterar även säkerställda obligationer i andra länder enligt dessa länders lagstiftning.¹ Emissionerna enligt andra länders lag säkerställs vanligtvis med tillgångar i dessa länder. Det förekommer även att utländska kreditinstitut emitterar säkerställda obligationer i svenska kronor enligt annan lagstiftning än den svenska.² I denna kartläggning avgränsar vi oss dock till svenska emittenters emissioner enligt svensk lagstiftning.

VAD ÄR EN SÄKERSTÄLLD OBLIGATION?

Säkerställda obligationer fungerar som vanliga obligationer i många avseenden. De har en fast löptid och det nominella beloppet återbetalas vid löptidens slut. De säkerställda obligationerna har dock ett antal utmärkande egenskaper jämfört med andra obligationstyper.

För det första regleras de säkerställda obligationerna i lag medan traditionella bankobligationer enbart regleras i kontrakt mellan emittent och investerare. Varje land har sin egen lagstiftning för säkerställda obligationer vilket gör att obligationerna skiljer sig åt mellan länderna. Det finns dock normgivande regler på EU-nivå.³

För det andra har innehavaren av den säkerställda obligationen både en fordran på emittenten och på en underliggande säkerhetsmassa. Det betyder att investeraren har förtur till specifika tillgångar om det emitterande institutet skulle gå i konkurs. Lagstiftningen reglerar bland annat vilka tillgångar som får ingå i säkerhetsmassan och hur den får vara sammansatt. Vid traditionella bankobligationer har innehavaren vanligtvis endast en fordran på emittenten.

För det tredje är säkerhetsmassan som är kopplad till den säkerställda obligationen dynamisk. Det innebär att tillgångar som inte håller måttet måste lyftas ur säkerhetsmassan. Vid behov måste nya tillgångar tillföras.

För det fjärde kvarstår tillgångarna i säkerhetsmassan och tillgångarnas kreditrisk på emittentens balansräkning. Det innebär att emittenten påverkas av kreditkvaliteten på de underliggande tillgångarna under hela tillgångarnas livslängd vilket stärker incitamentet att göra en god kreditriskbedömning.

För tillgångssäkrade obligationer, som tillkommer genom värdepapperisering, har investeraren också en fordran på en specifik, underliggande säkerhetsmassa. De tillgångssäkrade obligationerna kallas MBS (eng. mortgage-backed securities) då de säkerställs med bolån och ABS (eng. asset-backed securities) då de säkerställs med andra tillgångar.

1 Det emitterade beloppet uppgår till 270 miljarder kronor enligt SNL.

2 Det emitterade beloppet uppgår till 27 miljarder kronor enligt Dealogic.

3 De normgivande regelverken är UCITS-direktivet och kapitaltäckningsdirektivet CRD IV. De europeiska emittenternas intresseorganisation, European Covered Bond Council (ECBC), har även tagit fram en standard för vilka värdepapper som får betecknas som säkerställda obligationer.

Till skillnad från en säkerställd obligation kan de tillgångar som utgör underliggande säkerheter separeras från emittentens balansräkning när en MBS emitteras.⁴ Det innebär att investeraren inte längre har en fordran på emittenten utan endast på den underliggande säkerhetsmassan. Kreditrisken övergår då till investeraren när denne förvärvar obligationen. För en MBS där tillgångarna separeras från emittentens balansräkning finns inte fullt lika starka incitament att göra en god kreditriskbedömning jämfört med säkerställda obligationer.

Till skillnad från en säkerställd obligation är säkerhetsmassan för en MBS ofta statisk. Det innebär att tillgångarna i säkerhetsmassan inte nödvändigtvis byts ut om tillgångskvaliteten försämras.

Det faktum att säkerställda obligationer ger en fordran både på det emitterande institutet och på den underliggande säkerhetsmassan minskar investerarnas risk för förluster jämfört med om de enbart hade en fordran på emittenten. Det gör att investerarna inte kräver lika hög avkastning på säkerställda obligationer jämfört med traditionella bankobligationer. Investerarnas risk för förluster i händelse av emittentens konkurs avgörs även av kvalitén på tillgångarna i säkerhetsmassan. Eftersom tillgångarna stannar kvar på emittentens balansräkning har denne anledning att hålla tillgångar med hög kreditkvalité i säkerhetsmassan. Sammantaget bidrar detta till att banken i regel kan finansiera sig till lägre kostnad via säkerställda obligationer jämfört med andra obligationstyper.

Lagstiftningen för svenska säkerställda obligationer

Under 1990-talet och 2000-talet implementerade allt fler europeiska länder en särskild lagstiftning kring säkerställda obligationer. För att undvika en konkurrensnackdel för de svenska bankerna infördes 2004 den svenska lagstiftningen om säkerställda obligationer.⁵

Sedan lagstiftningen infördes har banker och kreditmarknadsföretag haft möjlighet att ansöka om tillstånd hos Finansinspektionen för att emittera säkerställda obligationer enligt lagen. En förutsättning för tillståndet var att samtliga så kallade bostadsobligationer konverterades till säkerställda obligationer. Mellan 2006 och 2008 konverterade de svenska bankerna sina bostadsobligationer till säkerställda obligationer.

Lagen definierar vilka av bankens tillgångar som får ingå i säkerhetsmassan samt reglerar belåningsgraden på de ingående lånen. De tillgångar som är tillåtna är främst krediter till bostäder, jordbruksfastigheter och kommersiella fastigheter belägna i Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet (EES). Lån till kommersiella fastigheter får dock endast utgöra 10 procent av värdet på säkerhetsmassan. Krediter till den offentliga sektorn, till exempel kommuner, är också tillåtna. Dessutom får upp till 20 procent av värdet på säkerhetsmassan bestå av andra likvida tillgångar som kassa, statspapper och säkerställda obligationer

4 Banken säljer tillgångarna till ett specialbolag som emitterar obligationer.

5 SFIS (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer. Lagstiftningen föregicks av flera års diskussion. Man kan notera att Riksbanken initialt ställde sig negativ till en särslagstiftning om säkerställda obligationer.

emitterade av andra institut. Dessa kallas för fyllnadssäkerheter.⁶ I praktiken består dock de underliggande säkerheterna huvudsakligen av svenska bostadskrediter. Det innebär att kvalitén på bankernas säkerhetsmassa är starkt kopplad till de svenska hushållens förmåga att betala på sina bolån.

Den svenska lagens krav på belåningsgrad för krediterna i säkerhetsmassan är mindre strikta än i Tyskland men mer strikta än i flera övriga länder.⁷ För bostadskrediter är den högsta tillåtna belåningsgraden 75 procent av marknadsvärdet. För jordbruksfastigheter är den 70 procent och för kommersiella fastigheter 60 procent. Om belåningsgraden för en viss kredit överstiger högsta tillåtna belåningsgrad för säkerhetsmassan kan emittenten räkna den del av krediten som understiger högsta tillåtna belåningsgrad till säkerhetsmassan. Detsamma gäller om marknadsvärdet på de fastigheter som utgör underliggande säkerheter till krediterna skulle falla.

Lagen säger också att det nominella värdet av säkerhetsmassan fortlöpande minst måste motsvara det nominella värdet av de utestående säkerställda obligationerna för respektive emittent. Emittenten ska därför föra ett register över de underliggande säkerheterna samt de utgivna säkerställda obligationerna och relaterade derivatavtal. De säkerheter som överstiger lagens krav kallas för översäkerheter. Figur 1 visar principen för säkerhetsmassan.

Finansinspektionen har ansvar för att se till att den svenska lagen om säkerställda obligationer efterlevs. Till sin hjälp har Finansinspektionen oberoende granskare som framförallt ska övervaka emittentens register över de underliggande säkerheterna.

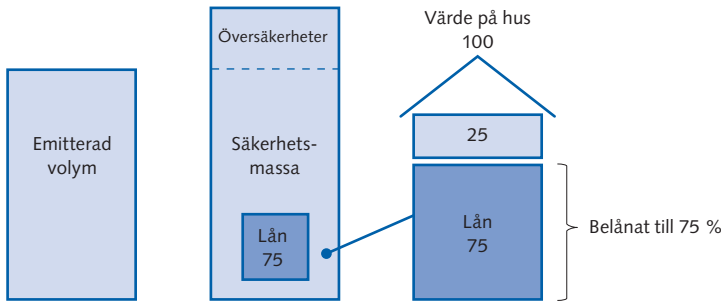
Slutligen reglerar lagen vad som händer om en emittent skulle gå i konkurs och inte längre kan fullgöra sina förpliktelser gentemot sina fordringsägare. Då ska de tillgångar som utgör den underliggande säkerhetsmassan hållas skilda från konkursboets övriga tillgångar. De som investerat i de säkerställda obligationerna har rätt att få betalt ur dessa tillgångar. Om tillgångarna i säkerhetsmassan inte är tillräckligt stora har investerarna i säkerställda obligationer samma rätt att få betalt ur det övriga konkursboet som emittentens andra fordringsägare.⁸

6 Finansinspektionen kan vid särskilda skäl ge tillstånd för att låta fyllnadssäkerheterna utgöra upp till 30 procent av säkerhetsmassan.

7 Enligt Europeran Covered Bond Council är LTV-kravet för bostadskrediter i Tyskland 60 procent, i Danmark 75 eller 80 procent, i Storbritannien 80 procent och i Frankrike 80 procent. I Spanien finns ett implicit LTV-krav på 80 procent.

8 År 2010 gjordes en ändring i lagen för att tillåta att den som förvaltar emittentens konkursbo ska kunna ingå avtal för den underliggande säkerhetsmassans räkning. Detta innebär att förvaltaren till exempel skulle kunna ta upp finansiering och ingå derivatavtal för att förvalta de underliggande säkerheterna och då lättare kunna sälja säkerheterna under ordnade former.

Figur 1. Illustration av säkerhetsmassan



MARKNADEN FÖR SVENSKA SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER⁹

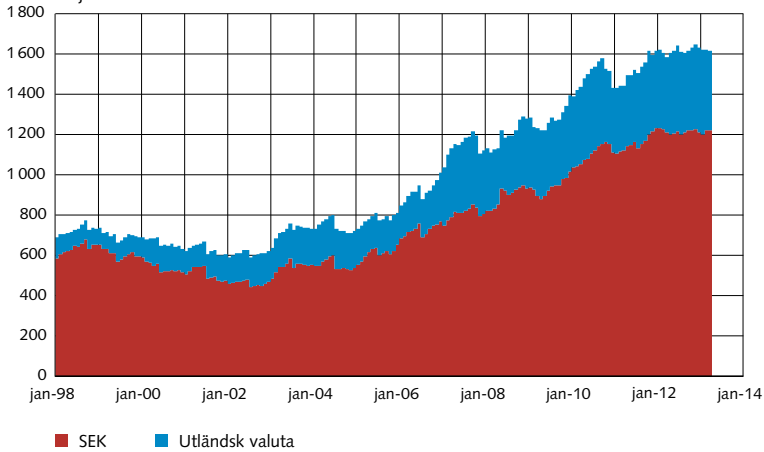
Sverige har en lång tradition av bolånefinansiering via bostadsinstitut som har emitterat så kallade bostadsobligationer sedan tidigt 1900-tal. Dessa obligationer var formellt icke säkerställda men kunde i mångt och mycket likställas med obligationer säkerställda med bolån. Skälet var att investerare i praktiken skulle få rätt till bolånen på institutets balansräkning om institutet skulle gå i konkurs. Marknaden för säkerställda obligationer har sitt ursprung i den tidigare marknaden för bostadsobligationer.

Marknaden för svenska säkerställda obligationer har vuxit kraftigt under 2000-talet vilket i huvudsak beror på bankernas ökade bolånelåning (se diagram 1). I dagsläget uppgår den totala utestående volymen av svenska säkerställda obligationer till 1 940 miljarder kronor vilket även motsvarar drygt halva Sveriges BNP. Den är därmed större än marknaden för svenska statspapper som uppgår till ungefär 1 190 miljarder kronor.

För säkerställda obligationer som säkerställs med bolån är den svenska marknaden fjärde störst i världen efter Spanien, Danmark och Tyskland. Den svenska marknaden är även världens femte största sett till säkerställda obligationer med samtliga tillgängstyper. Merparten av de svenska säkerställda obligationerna är emitterade i svenska kronor (75 procent) medan huvuddelen av övriga obligationer är emitterade i euro (18 procent).

⁹ Delar av detta avsnitt är baserat på intervjuer med marknadsaktörer.

Diagram 1. Utestående volymer av svenska säkerställda obligationer
Miljarder kronor



Anm. Innan 2006 avser data bostadsobligationer. Från och med 2007 inkluderar data inte säkerställda obligationer emitterade av SEB eftersom SEB fusionerade bostadsinstitutet med moderbolaget.

Källor: SCB och Riksbanken

Marknadens struktur

På den svenska marknaden finns i dagsläget sju banker och kreditinstitut¹⁰ som emitterar säkerställda obligationer för att finansiera sin verksamhet (se vidare under avsnittet om emittenter). På marknaden i svenska kronor handlas större delen av obligationerna i stora utgåvor som följer en viss standard. Dessa obligationer kallas för benchmarkobligationer och löper normalt mellan ett och sex år.¹¹

För dessa obligationer finns möjlighet att emittera under befintliga utgåvor, så kallade *on tap-emissioner*. Sekundärmarknaden underhålls av *marknadsgaranter*. Systemet med marknadsgaranter och *on tap-emissioner* är relativt ovanligt jämfört med marknaderna i andra länder.

Marknadsgaranterna¹² har en central roll på den svenska marknaden. De utgörs av en speciell funktion hos bankernas kapitalmarknadsavdelningar som har i uppdrag att upprätthålla likviditeten på sekundärmarknaden, det vill säga i handeln mellan olika investerare. Marknadsgaranterna säljer även obligationerna på primärmarknaden, det vill säga när emittenterna ger ut obligationer till investerare.

Marknadsgarantens affärsmodell går till stor del ut på att tjäna pengar på skillnaden mellan köp- och säljpris på obligationerna. De har via ett avtal med emittenten förbundit

10 Swedbank hypotek, Stadshypotek (Handelsbanken), Nordea hypotek, SEB, Swedish Covered Bond Company (SCBC) dotterbolag till SBAB, Landshypotek och Länsförsäkringar. Under 2013 har även Skandiabanken beviljats tillstånd att emittera obligationer.

11 Med benchmarkobligation på den svenska marknaden syftas i denna artikel till en obligation som handlas via marknadsgaranterna.

12 På marknaden för svenska säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor finns för närvarande sex marknadsgaranter, de fyra svenska storbankerna samt Danske Bank och Nykredit.

sig att kontinuerligt ställa köp- och säljpriser på sekundärmarknaden för benchmarkobligationerna.¹³ Indikativa priser går att följa via elektroniska informationssystem och vid förfrågan ger marknadsgaranterna de priser som gäller för en faktisk transaktion.

Åtagandet innebär att alla som investerar i en säkerställd obligation har möjlighet att vid behov sälja sina innehav till marknadsgaranterna. På så vis upprätthålls likviditeten på marknaden. För att inte bli sittande med stora innehav kan marknadsgaranterna sälja obligationerna vidare. Det kan också finansiera innehavet exempelvis genom en repa, det vill säga genom att byta obligationerna mot kronor under en förutbestämd period för att sedan byta tillbaka igen.

Emissioner på primärmarknaden

När ett kreditinstitut avser emittera en ny obligation vänder sig institutet till någon eller några av sina återförsäljare som får i uppdrag att förbereda villkor inför försäljning av obligationen. Återförsäljarna är vanligen också marknadsgaranter på den svenska obligationsmarknaden. Hur stort belopp en bank behöver emittera avgörs av finansieringsbehovet. Emittenten håller regelbunden kontakt med marknadsgaranten för att bilda sig en uppfattning om efterfrågan och för att avgöra när det är ett bra tillfälle att emittera.

Normalt sett återköper emittenterna en stor andel av obligationerna ungefär nio till tolv månader innan de förfaller. Investerares erbjuds då att byta obligationen som förfaller mot en obligation med längre löptid och med då gällande ränta. Ett skäl till detta förfarande är att emittenten vill minska risken att inte kunna refinansiera obligationen som förfaller.

Det emitteras även säkerställda obligationer i svenska kronor som inte är benchmarkobligationer. Detta sker till exempel då investerare vill ha en annan typ av obligation än vad som redan finns på marknaden, till exempel med längre löptid. Den typen av obligationer handlas normalt aldrig på sekundärmarknaden. Däremot kan emittenten erbjuda sig att återköpa obligationen när den närmar sig förfall.

On tap-emissioner

Efter det initiala emissionstillfället kan ytterligare belopp emitteras i samma obligationsutgåva, det är detta som kallas on tap-emissioner. Man ger alltså ut nya obligationer inom ramen för samma avtal, till samma villkor. Det enda som är nytt är priset (räntan) vilket anpassas till den rådande marknadssituationen.

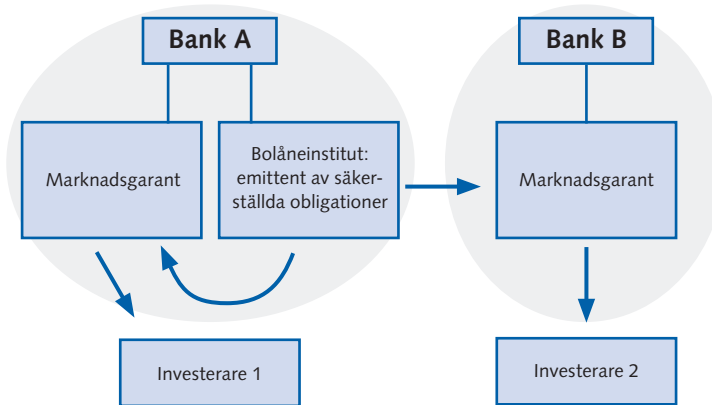
När efterfrågan bedöms som god kan emittenten besluta att genomföra en on tap-emission. Den görs i enlighet med det grundavtal som emittenten tidigare tecknat med marknadsgaranten och tack vare standardiserad dokumentation kan förfarandet äga rum på en dag. Om on tap-emissionen sker på initiativ av emittenten kan emittenten erbjuda samtliga marknadsgaranter att sälja obligationen vidare till investerare. Marknadsgaranterna kontaktar då i sin tur investerarna med uppgifter om vilken volym som säljs till vilket pris.

¹³ Det är inte nödvändigtvis så att alla marknadsgaranter har avtal med samtliga emittenter.

Emissioner kan också ske på initiativ av investerare som vänder sig till marknadsgaranten och efterfrågar en viss volym i en specifik utgåva. Då kan emittenten genomföra en riktad emission till den investeraren via en marknadsgarant.

Genom det svenska systemet, där mindre on tap-emissioner sker på daglig eller vecko-basis kan emittenten kontinuerligt anpassa utbudet av säkerställda obligationer efter marknadens efterfrågan. Det bidrar också till att upprätthålla handeln. Figur 2 illustrerar flödena vid en emission.

Figur 2. Schematisk bild över emissioner och rollfördelning



Svenska säkerställda obligationer i andra valutor än svenska kronor

De svenska bankerna finansierar sig i utländsk valuta för att sprida risken i sin finansiering och för att de behöver utländsk valuta. Tidvis har det också varit lönsamt. En fjärdedel av de svenska säkerställda obligationerna är emitterade i andra valutor än svenska kronor. Det motsvarar 495 miljarder kronor varav två tredjedelar utgörs av obligationer utgivna i euro.

Svenska säkerställda obligationer emitterade i euro är i regel emitterade under så kallade Euro Medium Term Note (EMTN) program enligt engelsk lag som utgör standard på stora delar av finansmarknaderna i Europa.¹⁴ Reglerna kring obligationens utformning och tillsyn följer dock den svenska lagen om säkerställda obligationer. Det innebär att investerarna i svenska säkerställda obligationer utgivna i utländsk valuta har samma rättigheter till den underliggande säkerhetsmassan som investerarna i obligationer utgivna i svenska kronor.

På marknaden för säkerställda obligationer utgivna i euro är det inte vanligt med frekventa, mindre on tap-emissioner. Istället lånas det totala beloppet upp vid emissionstillfället som i enstaka fall kompletteras med on tap-emissioner. Standardbeloppet för en emission

¹⁴ Att använda sig av EMTN-program är ett vanligt emissionsformat bland europeiska banker och företag. Det innebär att emittenten ger ut ett grundprospekt som i regel följer engelsk lagstiftning. Under detta grundprospekt kan olika typer av obligationer kontinuerligt emitteras efter behov, ofta i olika valutor.

på euromarknaden har varit 1 miljard euro men trenden går mot mindre emissionsvolym, dock som lägst 500 miljoner euro för att obligationen ska klassificeras som en benchmarkobligation.¹⁵

På marknaderna i andra valutor finns också återförsäljare som ansvarar för försäljningen av obligationer på primärmarknaden. De har dock i regel inte lika långtgående förpliktelser som de svenska marknadsгарanterna att ställa priser på sekundärmarknaden. Ett antal svenska och internationella banker ställer dock, utan avtal med emittenterna, köp- och säljpriser på de svenska säkerställda obligationerna på sekundärmarknaden.

Jämfört med den svenska marknaden är möjligheten till att investera i obligationer med kortfristig placeringshorisont mer begränsad på euromarknaden. Enligt uppgifter från banker som handlar de svenska euroobligationerna har merparten av investerarna som är aktiva på denna marknad avsikten att behålla obligationerna tills de löper ut.

Löptiden på de svenska säkerställda obligationerna

Att ge ut ett bolån är normalt ett långfristigt åtagande från banken vilket skulle kunna motivera långfristig finansiering. Löptiden på de svenska bankernas säkerställda obligationer är dock betydligt kortare än för många bolån som löper på 40 år. Den genomsnittliga löptiden på den utestående stocken av svenska säkerställda obligationer var vid slutet av 2012 knappt tre år medan den genomsnittliga löptiden på nyemitterade obligationer var 4,5 år.¹⁶ Det är kortare än i många andra europeiska länder. Cirka 40 procent av de benchmarkobligationer som emitterades på euromarknaden under 2010 hade löptider på över sju år.¹⁷ De långfristiga obligationerna är särskilt vanliga i Danmark och Tyskland.

Flera marknadsaktörer uppger att tradition och erfarenhet är viktigt för marknadens funktionssätt. Det faktum att det finns en tradition av en likvid marknad för säkerställda obligationer med mellan ett och sex års löptid kan därför spela en viss roll för löptiden på obligationerna. Om investerare köper obligationer med längre löptid kan de kräva en premie i kompensation för avsaknaden av likviditet.

KOPPLINGAR MELLAN DELMARKNADER

För att förstå dynamiken i marknaden för säkerställda obligationer är det viktigt att känna till de kopplingar som finns mellan olika delmarknader. Det finns viktiga kopplingar inte bara mellan primär- och sekundärmarknaden utan också till andra delmarknader som repo- och valutamarknaden.

Primär- och sekundärmarknaden för säkerställda obligationer

Primär- och sekundärmarknaden för säkerställda obligationer är nära sammankopplade. Då en bank ska emittera en säkerställd obligation jämför investerarna med den prisbild som

¹⁵ Mindre volymer benämns private placements.

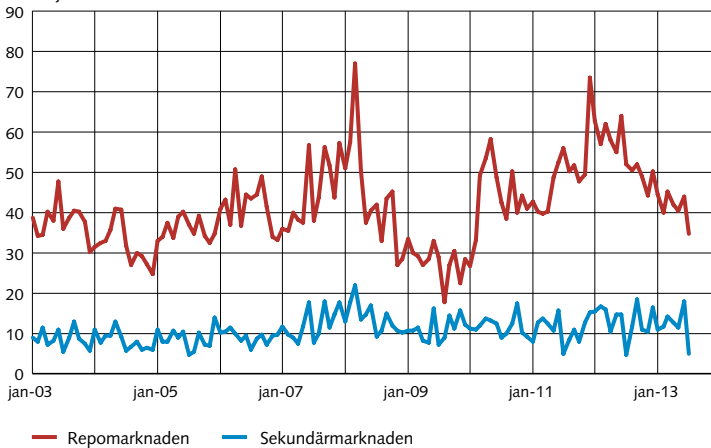
¹⁶ Enligt Association of Swedish Covered Bond Issuers.

¹⁷ Enligt European Covered Bond Council.

råder på sekundärmarknaden, eftersom detta utgör en alternativ placering. Därför ligger räntorna på sekundärmarknaden till grund för räntorna vid emissioner. Möjligheten att emittera på primärmarknaden påverkas därför negativt under perioder av stort säljtryck på sekundärmarknaden eftersom räntorna då stiger.

Under 2012 omsattes säkerställda obligationer för i genomsnitt 13 miljarder kronor per dag på sekundärmarknaden. Det innebär att ungefär 0,7 procent av den totala volymen säkerställda obligationer omsätts varje dag. Omsättningen har varit relativt stabil över tid och ökat i takt med den växande volymen utestående säkerställda obligationer (se diagram 2).

Diagram 2. Genomsnittlig daglig omsättning på repomarknaden och sekundärmarknaden
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

Kopplingen till repomarknaden

En repotransaktion med säkerställda obligationer innebär att obligationsinnehavaren säljer obligationen till en motpart i utbyte mot likvida medel. Samtidigt kommer parterna överens om att säljaren ska köpa tillbaka obligationen vid en senare tidpunkt. Repoinstrumenten fungerar i stort sett som lån mot säkerhet över repans löptid.

Vissa investerare i säkerställda obligationer vill likvidisera sina obligationsinnehav genom att belåna dessa på repomarknaden. Motparten i en sådan transaktion är vanligtvis bankernas kapitalmarknadsavdelning, alltså marknadsgaranterna. Den vanligaste löptiden på en repotransaktion är en vecka.

Marknadsgaranten kan i sin tur välja att finansiera sitt lager av säkerställda obligationer på repomarknaden. Motsatsen gäller om en marknadsgarant skulle möta större efterfrågan på säkerställda obligationer än vad den har i lager. Då kan obligationen också införskaffas på repomarknaden. Om marknadsgaranten inte skulle finna den säkerställda obligationen på repomarknaden kan den vända sig till emittenten. Enligt marknadsgarantavtalet ska emittenten erbjuda repor till marknadsgaranten vid behov.

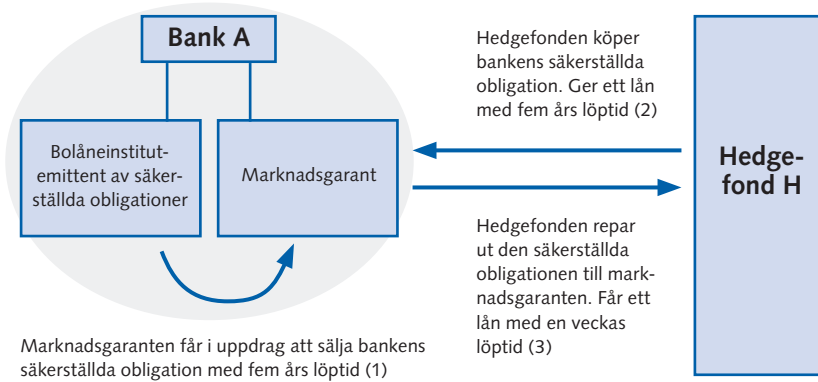
Enligt marknadsaktörer har det under senare år funnits fler investerare som vill repo-finansiera sina innehav av säkerställda obligationer än investerare som vill erhålla säkerställda obligationer i utbyte mot kronor via repomarknaden. Därför kan marknadsgaranterna sällan finansiera sitt totala innehav på repomarknaden. Som en konsekvens måste marknadsgaranterna finansiera sina lager av säkerställda obligationer på annat sätt. Det sker oftast via interna lån från andra delar av banken som till exempel kan komma från inlåning eller kortfristig finansiering.

Omsättningen på repomarknaden för säkerställda obligationer under 2012 var i genomsnitt 54 miljarder kronor per dag, alltså betydligt högre än på sekundärmarknaden. Det innebär att cirka tre procent av den utestående volymen säkerställda obligationer omsätts på repomarknaden varje dag. Omsättningen minskade kraftigt efter finanskrisen 2008 men har sedan återhämtat sig (se diagram 2).

Vissa ägare till säkerställda obligationer, till exempel hedgefonder, vill finansiera sitt innehav av säkerställda obligationer på repomarknaden under längre tid. Både en bank som ger ut säkerställda obligationer och en investerare kan ha intresse av att banken, i sin roll som marknadsgarant, finansierar investerarens innehav av säkerställda obligationer. Figur 3 ger en förenklad bild av en sådan transaktion. En bank emitterar en säkerställd obligation via sitt bolåneinstitut som bankens egen marknadsgarantavdelning får i uppdrag att sälja (1). Obligationen har i exemplet en löptid på fem år. Marknadsgaranten säljer den femåriga obligationen till en hedgefond (2). Men hedgefonden vill finansiera obligationen genom en repa med en veckas löptid. Marknadsgaranten ger då ett lån med en veckas löptid till hedgefonden i utbyte mot den säkerställda obligationen (3). Denna transaktion minskar inte bankens likviditetsrisk eftersom banken först lånar upp pengar från hedgefonden som den sedan lånar tillbaka. Jämfört med utgångsläget kan banken dock förlänga den genomsnittliga löptiden i sin finansiering. Att banken erbjuder investeraren att finansiera sitt innehav av säkerställda obligationer via marknadsgaranten kan också öka efterfrågan på bankens obligationer. Hedgefonden kan å andra sidan tjäna pengar på skillnaden mellan den högre räntan på den långfristiga obligationen och den lägre räntan på repa med en veckas löptid.¹⁸ I vissa fall kan marknadsgaranten rulla repokontraktet med hedgefonden under lång tid.

¹⁸ Hedgefonden kan även hantera ränterisken genom räntederivat.

Figur 3. Hedgefond repofinansierar sitt innehav av säkerställda obligationer



Kopplingen till valutamarknaden

En del av de svenska säkerställda obligationerna som emitteras i utländsk valuta finansierar tillgångar i svenska kronor, exempelvis bolån. Denna finansiering i utländsk valuta byts mot kronor med en annan motpart via en så kallad valutaswap. Det innebär att motparterna byter valuta med varandra med avtal om att byta tillbaka vid en framtida tidpunkt. Motparten är ofta en utländsk bank men swappen kan även ske internt med en annan del av samma bank. Eftersom svenska banker har ett behov av att byta delar av sin finansiering i utländsk valuta mot svenska kronor är de beroende av en välfungerande marknad för valutaswappar.¹⁹

Kopplingar till terminsmarknaden

De svenska storbankerna är även marknadsgaranter i terminskontrakt med säkerställda obligationer som underliggande tillgång. Detta gäller dock enbart vissa av de svenska emitenternas obligationer. Det förekommer standardiserade kontrakt, där de underliggande obligationerna är antingen tvååriga eller femåriga, vilket underlättar handeln.²⁰ Handeln på terminsmarknaden uppgick under 2012 till i genomsnitt drygt 7 miljarder kronor per dag.

MARKNADSAKTÖRER

I detta avsnitt beskrivs de marknadsaktörer som är verksamma på marknaderna för svenska säkerställda obligationer, det vill säga emittenter, investerare och intresseorganisationer. Även marknadsgaranter och återförsäljare fyller en viktig funktion men de har behandlats under avsnittet om marknadens struktur.

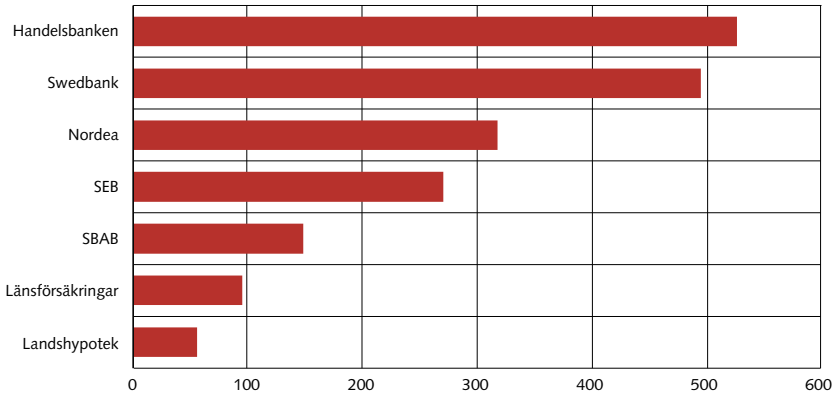
19 Se Eklund, Johanna, Milton, Jonas och Rydén, Anders (2012), Svenska bankers användning av valutaswapmarknaden för att omvandla upplåning i utländsk valuta till svenska kronor, *Penning- och valutapolitik*, 2012:2, Sveriges riksbank.

20 Terminskontrakten förfaller på nästkommande IMM-dag, det vill säga löptiden är som mest 3 månader.

Emittenter

Det finns åtta banker och deras bolåneinstitut som har tillstånd från Finansinspektionen att emittera säkerställda obligationer enligt den svenska lagstiftningen. I dagsläget har sju av dessa banker emitterat säkerställda obligationer.²¹ Handelsbanken står för den största marknadsandelen (28 procent) åtföljd av Swedbank (26 procent). Därefter kommer Nordea (17 procent) och SEB (14 procent). SEB är den enda banken som har bolåneverksamheten införlivad i banken medan övriga banker har separata bolåneinstitut.

Diagram 3. Utestående säkerställda obligationer per emittent, juni 2013
Miljarder kronor



Källa: Publik information från respektive bank

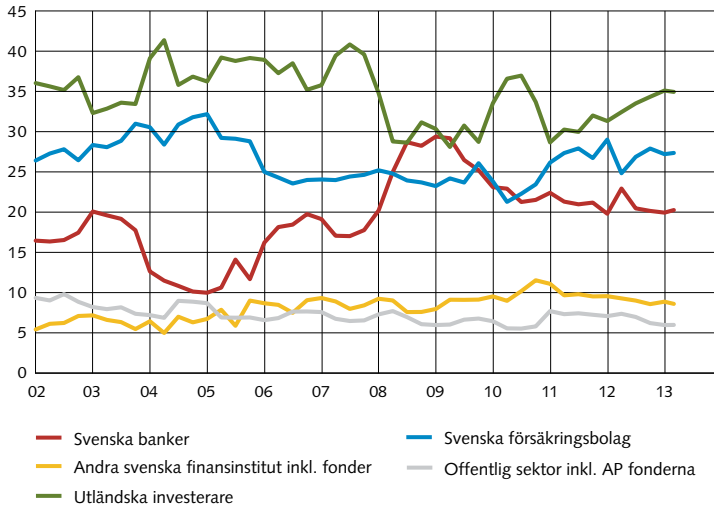
Investerare

De huvudsakliga ägarna av svenska säkerställda obligationer är försäkringsbolag, banker och obligationsfonder inklusive pensionsfonder, alltså traditionella aktörer på räntemarknaden. Ofta har dessa en långsiktig placeringshorisont. Bland de svenska investerarna är försäkringsbolagen störst (28 procent) följda av de svenska bankerna själva (cirka 21 procent) (se diagram 4). Bankerna äger obligationerna bland annat i rollen som marknadsgaranter och för sina likviditetsbuffertar. Andra svenska finansinstitut inklusive fonder äger knappt 10 procent.

Runt 35 procent av de säkerställda obligationerna emitterade av svenska kreditinstitut ägs av utländska investerare, vilket inkluderar obligationer emitterade i utländsk valuta. Det finns ingen officiell statistik över de olika kategorierna av utländska ägare men att döma av motsvarande statistik över säkerställda obligationer utgivna i euro är tillgångsförvaltarna de största investerarna, följt av försäkringsbolagen och bankerna.

²¹ Swedbank hypotek, Stadshypotek (Handelsbanken), Nordea hypotek, SEB, SCBC (SBAB), Landshypotek, Länsförsäkringar hypotek och Skandiabanken. Skandiabanken har ännu inte emitterat några säkerställda obligationer.

Diagram 4. Ägandet av svenska säkerställda obligationer per investerartyp
Procent



Anm. Sedan 2007 ingår ej SEBs säkerställda obligationer.

Källa: SCB

På den svenska marknaden för säkerställda obligationer finns investerare med mer kortsiktig placeringshorisont, som mer frekvent går in i och ur positioner med säkerställda obligationer. Även investerare med kortsiktig placeringshorisont är viktiga för marknadsfunktionssätt. De bidrar till frekvent handel i obligationerna vilket kan förbättra marknadslikviditeten. Då flera av dessa investerare är aktiva på repomarknaden kan repomarknadens funktionssätt sägas vara viktigt för att marknaden i övrigt ska fungera. Förekomsten av kortsiktiga aktörer är också förenat med risker (se avsnittet om Finanskrisen).

Kreditvärderingsföretag

Som för andra värdepapper bidrar en hög kreditvärdighet för säkerställda obligationer till en låg finansieringskostnad. Därför spelar kreditvärderingsföretagens utlåtanden en roll på marknaden för säkerställda obligationer. Samtliga svenska emittenter låter sina säkerställda obligationer kreditvärderas av minst ett av kreditvärderingsinstituten Moody's och Standard and Poor's (se tabell 1).

Samtliga svenska emittenter har alltid haft högsta möjliga kreditbetyg, för sina säkerställda obligationer.²² Kreditvärderingsmetoderna skiljer sig åt mellan instituten men i regel finns ett samband mellan statens kreditbetyg, emittentens kreditbetyg och det maximala kreditbetyget som de säkerställda obligationerna kan uppnå. Om emittentens kreditbetyg blir alltför lågt kan inte högsta möjliga kreditbetyg uppnås för dess säkerställda obligationer oavsett värdet på den underliggande säkerhetsmassan. Det beror huvudsakligen på att en ökad risk för emittentens konkurs också ökar sannolikheten för betalningsförseningar på

²² Högsta möjliga kreditbetyg är AAA enligt Standard and Poor's skala och Aaa enligt Moody's skala.

de säkerställda obligationerna. Ett annat vanligt krav för att ett kreditvärderingsföretag ska ge högsta möjliga kreditbetyg är att värdet av de underliggande säkerheterna överskrider värdet på de utestående obligationerna med cirka 5–15 procent.

Tabell 1. De svenska emittenternas kreditbetyg

BANK	MOODY'S			STANDARD AND POOR'S		
	Långfristig rating	Kortfristig rating	Säkerställda obligationer	Långfristig rating	Kortfristig rating	Säkerställda obligationer
Landshypotek				A	A-1	AAA
Länsförsäkringar	A3	Prime-2	Aaa	A	A-1	AAA
Nordea	Aa3	Prime-1	Aaa	AA-	A-1+	AAA
Handelsbanken	Aa3	Prime-1	Aaa	AA-	A-1+	
SBAB	A2	Prime-1	Aaa	A	A-1	AAA
SEB	A1	Prime-1	Aaa	A+	A-1	
Skandiabanken	A3	Prime-2				
Swedbank	A1	Prime-1	Aaa	A+	A-1	AAA

Källor: Moody's, Standard and Poor's och Riksbanken

Tillsynsmyndighet

Ett antal internationella överenskommelser och svenska lagar för kreditinstitut och investerare påverkar marknaden för svenska säkerställda obligationer. Det är i huvudsak Finansinspektionen som ansvarar för att denna reglering följs.

Finansinspektionen beviljar också tillstånd för utgivandet av säkerställda obligationer och ser till att den svenska lagen om säkerställda obligationer efterlevs. Finansinspektionen har också kompletterat lagen om säkerställda obligationer med mer detaljerade föreskrifter och allmänna råd.²³ Till sin hjälp i arbetet att se till att lagen efterlevs har Finansinspektionen så kallade *oberoende granskare* som är utsedda av Finansinspektionen men som får sin ekonomiska ersättning från emittenten.

Den grundläggande tillsynsfrågan handlar om att värdet av säkerhetsmassan minst ska motsvara värdet av de utgivna obligationerna. Därför kretsar tillsynen kring att bevaka belåningsgraden på lånen i säkerhetsmassan och värderingen av de tillgångar, främst fastigheter, som utgör säkerhet för lånen. Enligt Finansinspektionens föreskrifter ska emittenterna löpande bevaka prisutvecklingen på fastigheter på de orter där krediter lämnas. Om marknadsförhållandena allvarligt försämras ska den ursprungliga värderingen omprövas. En ändring i föreskrifterna som trädde i kraft 2013 innebar ett förtydligande av emittenternas möjlighet att registrera värdeökningar av de underliggande säkerheterna. Om de utnyttjar denna möjlighet måste de också registrera värdeminskningar i motsvarande omfattning. Dessutom ska emittenten utföra regelbundna stresstester för att undersöka hur sjunkande värden på de underliggande säkerheterna samt ränte- och valutaförändringar påverkar belåningsgraderna och säkerhetsmassans värde.

²³ FFFS 2013:1, Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om säkerställda obligationer.

Emittenten måste föra ett register över de utgivna säkerställda obligationerna och de underliggande säkerheterna. Registret övervakas av den oberoende granskaren. Granskaren tar minst årligen ett stickprov på lån ur säkerhetsmassan för att undersöka att de är korrekta med avseende på bland annat värdering och belåningsgrad. Resultatet av granskningen redovisas i en årlig rapport till Finansinspektionen. I och med de föreskrifter som trädde i kraft 2013 har riktlinjerna för den oberoende granskningen tydliggjorts.

Intresseorganisationer

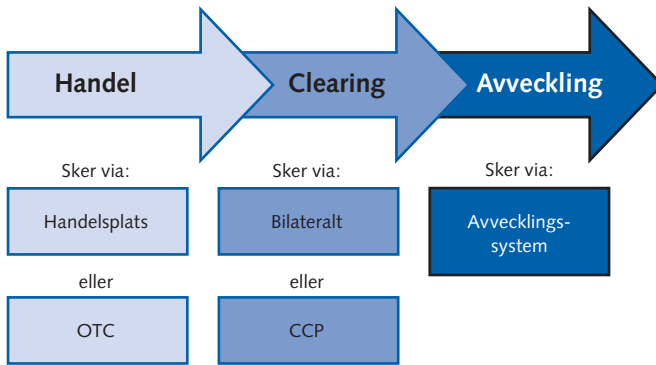
Det finns två svenska intresseorganisationer relaterade till marknaden för svenska säkerställda obligationer, dels *Penningmarknadsrådet* och dels *Association of Swedish Covered Bond issuers (ASCB)*. Penningmarknadsrådet är en arbetsgrupp under Svenska Fondhandlarförbundet. Rådet består av de medlemmar i föreningen som är marknadsgaranter för svenska statspapper vilket överlappar med marknadsgaranterna för säkerställda obligationer. I rådet diskuteras frågor kring marknadernas funktionssätt både kortsiktigt och mer strukturellt. Under finanskrisen hösten 2008 fattades aktiva beslut kring bland annat storleken på handelsposterna och skillnaden mellan köp- och säljpris på interbankmarknaden (se avsnittet nedan om finanskrisen).

ASCB är de svenska emittenternas intresseorganisation. Föreningens målsättning är att marknadsföra de svenska säkerställda obligationerna och föra emittenternas talan gentemot lagstiftare och myndigheter. Föreningen representerar även de svenska emittenterna på internationella investerarkonferenser samt i den internationella paraplyorganisationen European Covered Bond Council (ECBC) som företräder de nationella intresseföreningarna. För föreningens sekretariat står Svenska Bankföreningen. För närvarande är alla svenska emittenter anslutna till ASCB.

INFRASTRUKTUR SOM OMGER HANDEL MED SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER

En transaktion med värdepapper, till exempel säkerställda obligationer, sker i tre steg (se figur 4). Det första steget är handel vilket innebär att köpare och säljare hittar varandra och kommer överens om ett pris. Nästa steg är att instruktioner om överföringen sammanställs – detta kallas clearing. Efter att instruktionerna för överföringen är gjorda återstår avvecklingen av transaktionen vilket innebär att köparen och säljaren utbyter likvid och värdepapper.

Figur 4. Värdepapperstransaktionens tre steg:



Handel

Handeln i värdepapper kan ske antingen via en organiserad marknadsplats eller OTC (over the counter). Den vanligaste typen av organiserad marknadsplats är en börs.

När handel sker på organiserade marknadsplatser betyder det att den sker via en marknadsplats som genom sitt regelverk gör marknaden tillgänglig för alla. Alla kan också få tillgång till priser och information om noterade värdepapper. Handel på organiserade marknadsplatser innebär således viss insyn och att tillgängligheten till marknaden är lika för alla deltagare. Dessutom ökar möjligheten att stävja marknadsmissbruk.

När handel sker OTC betyder det att det inte finns några regleringar som styr handeln. Detta gör det lättare att handla icke standardiserade kontrakt och skräddarsydda kontrakt. Men OTC-handeln medför att endast de parter som ingår transaktionen vet att transaktionen sker och till vilket pris. Det betyder att insynen på OTC-marknaden är lägre än för värdepapper som handlas via en organiserad marknadsplats.

Svenska säkerställda obligationer kan handlas både på en organiserad marknadsplats och OTC. Ett stort antal säkerställda obligationer som är klassade som benchmarkobligationer är registrerade hos NASDAQ OMX (börsen i Stockholm) vilket innebär att börshandel kan ske.²⁴ Det gäller både köp- och försäljning av obligationer på avistamarknaden och på terminsmarknaden.²⁵ Repokontrakt med säkerställda obligationer som säkerhet kan dock inte ingås via börsen.

Det sker dock ingen börshandel i de säkerställda obligationerna i Sverige utan obligationerna handlas OTC via marknadsgaranter både på avistamarknaden och terminsmarknaden. Att handeln inte sker via en reglerad marknadsplats beror på att dessa i dagsläget främst är anpassade för aktiehandel. Marknaden för säkerställda obligationer består av ett fåtal deltagare som genomför relativt få men stora transaktioner. Eftersom handeln inte

²⁴ NASDAQ OMX är en reglerad marknadsplats i Stockholm. De kontrakt som är noterade på börsen är följande: SCBC, Stadshypotek, SEB AB, Swedbank hypotek, Nordea hypotek, Länsförsäkringar.

²⁵ På avistamarknaden sker betalning och leverans omgående medan på terminsmarknaden sker betalning och leverans vid en senare, förutbestämd, tidpunkt.

sker kontinuerligt kan det vara svårt att matcha köpare och säljare vid samma tillfälle vilket sker på en börs, så kallad orderdriven handel.

Handeln med säkerställda obligationer kan dock sägas vara organiserad via systemet med marknadsgaranter. Indikativa köp- och säljpriser visas via "skärm", det vill säga genom elektroniska informationssystem som tillhandahålls av NASDAQ OMX, Bloomberg eller Reuters. Största delen av handeln sker via telefon. Det faktum att NASDAQ OMX publicerar priser och omsättningsstatistik för de noterade obligationerna bidrar också till ökad transparens på marknaden.

Clearing

Clearing innebär att instruktioner om finansiella transaktioner sammanställs. I sammanställningen verifieras att parterna är överens om pris, transaktionsdag med mera. Det är viktigt att motparterna i en transaktion har samma uppfattning om villkoren för transaktionen för att avvecklingen av den ska kunna ske utan problem. Clearing av värdepapper kan ske antingen via en clearingorganisation eller bilateralt.

En allt vanligare typ av clearingorganisation som agerar på de finansiella marknaderna är centrala motparter (CCP). En CCP anses bidra till säkrare hantering av motpartsrisken genom att den går in som köpare till alla säljare och säljare till alla köpare i värdepapperstransaktioner samt begär säkerheter för transaktionerna. Både den köpande och säljande motparten får därmed den centrala motparten som motpart. Eftersom CCP:er står under tillsyn och övervakas av myndigheter anses de vara säkra motparter.

När clearingen sker bilateralt är endast två motparter involverade och de två motparternas sammanställningar sker samtidigt. I dessa fall kan clearingen ske antingen muntligt eller via skriftliga kontrakt.

I Sverige finns för närvarande ingen möjlighet till CCP-clearing av transaktioner med säkerställda obligationer på avistamarknaden. Det går dock att CCP-cleara både terminskontrakt med säkerställda obligationer som underliggande tillgång och repokontrakt med säkerställda obligationer hos NASDAQ OMX.²⁶ Antalet terminskontrakt som CCP-clearas hos NASDAQ OMX varierar över tiden men har en stigande trend. Däremot sker i dagsläget ingen CCP-clearing av repokontrakt med säkerställda obligationer.

Däremot är den bilaterala clearingen av säkerställda obligationer relativt standardiserad enligt kontrakt utvecklade av föreningen ISDA²⁷ i syfte att göra OTC-handeln säkrare och mer effektiv.

Den främsta orsaken till att marknadsaktörerna väljer bort CCP-clearing är att den medför kostnader. Dels tar CCP:n betalt för att ta över marknadsaktörernas motpartsrisiker bland annat genom att den kräver säkerheter. Dels kräver CCP-clearing ett systemstöd som

²⁶ NASDAQ OMX har sedan många år ett bolag inom koncernen (i Sverige) som agerar CCP på de nordiska marknaderna och clearar primärt derivat men även några andra finansiella instrument som repokontrakt och obligationer.

²⁷ ISDA – International Swaps and Derivatives Association. ISDA jobbar för att göra OTC-marknaden för derivat och swappar säker och effektiv.

också medför kostnader. Om motparterna anser att kostnaden för att lyfta bort motpartsrisken genom CCP-clearing överstiger kostnaden för att hantera motpartsrisken på egen hand väljer motparterna att inte CCP-cleara en affär. Det sker särskilt om motparterna har en välfungerande säkerhetshantering mellan varandra.

På derivatmarknaden är motpartsrisiker i regel betydligt större och svårare att hantera jämfört med avistamarknaden. Det beror på att riskexponeringen sträcker sig över en längre tidsperiod, ofta upp till flera månader eller år. Nya internationella regleringar kommer dock ställa ökade krav på CCP-clearing av derivatkontrakt.²⁸ Det är European Market and Securities Authority (ESMA) som definierar vilka instrument som ska CCP-clearas. Huruvida derivat kopplade till svenska säkerställda obligationer kommer att bli föremål för obligatorisk CCP-clearing beror på omfattningen av ESMA:s lista på instrument som måste CCP-clearas inom EU.

Avveckling

När handel och clearing av ett finansiellt instrument är klara återstår avveckling. Avveckling innebär själva överföringen av ett registrerat värdepapper från säljare och betalning från köpare. Avvecklingen sker via ett avvecklingssystem. I Sverige finns endast ett sådant, Euroclear Sweden där även kontrakt med säkerställda obligationer avvecklas.

När avvecklingen sker i Euroclear Sweden förs värdepappret över samtidigt som betalningen. Att det sker samtidigt kallas leverans mot betalning (delivery versus payment). Det innebär att avvecklingsrisken försvinner eftersom det ena ledet inte utförs om inte det andra utförs samtidigt.

Kopplingar till den finansiella stabiliteten

Detta avsnitt inleds med en beskrivning av hur marknaden för säkerställda obligationer är viktig för de svenska storbankerna. Vi visar också hur bankerna kan påverkas negativt när det uppstår stress på marknaden vilket inträffade i samband med den globala finanskrisen som inleddes 2007. Dessutom summeras Riksbankens synpunkter kring ett antal fördelar och svagheter för det finansiella systemet av bankernas användning av säkerställda obligationer. Slutligen diskuteras faktorer som skulle kunna försämra funktionaliteten på marknaden för svenska säkerställda obligationer.

²⁸ Se Eklund, Johanna, Sandström, Maria och Stenkula von Rosen, Johanna (2012), Derivatmarknaden står inför stora förändringar, *Ekonomisk kommentar* nr. 6 2012, Sveriges riksbank.

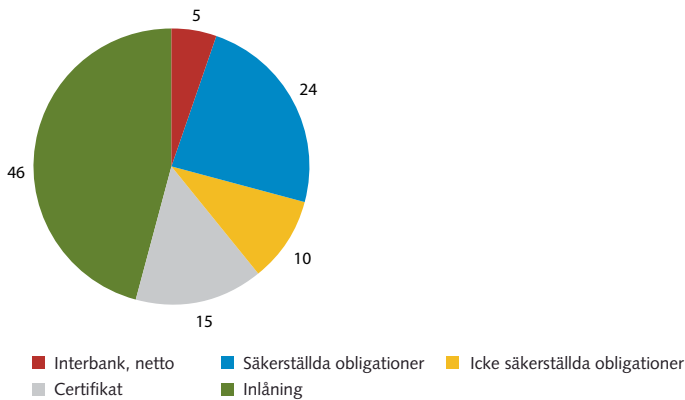
SVENSKA STORBANKER ÄR EXPONERADE MOT MARKNADEN FÖR SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER

De svenska storbankerna är exponerade mot marknaden för säkerställda obligationer på flera sätt. Förutom att bankerna är beroende av marknaden för sin finansiering påverkar även marknaden funktionen deras likviditetsbuffertar, som till stor del utgörs av säkerställda obligationer. Dessutom är de exponerade mot marknaden i sin roll som marknadsgaranter.

En stor del av bankernas finansiering sker via säkerställda obligationer

De svenska storbankernas marknadsfinansiering utgör cirka hälften av deras totala finansiering, vilket är en relativt hög andel i ett internationellt perspektiv. Hälften av marknadsfinansieringen utgörs i sin tur av upplåning via säkerställda obligationer. Det betyder att cirka en fjärdedel av bankernas totala finansiering sker genom säkerställda obligationer (se diagram 5).

Diagram 5. Storbankernas finansiering per december 2012
Procent



Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

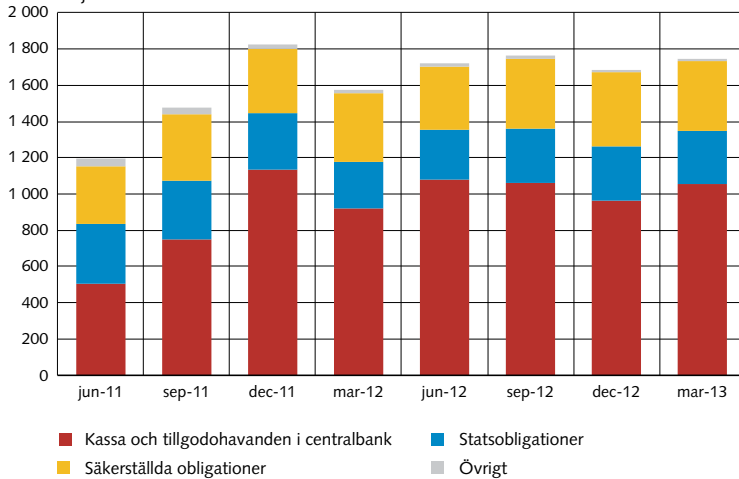
Säkerställda obligationer utgör en betydande del av bankernas likviditetsbuffertar

Förutom att bankerna i stor omfattning använder säkerställda obligationer för sin finansiering påverkar även marknaden funktionen deras likviditetsbuffertar. En betydande del av dessa buffertar utgörs av säkerställda obligationer (se diagram 6), och för att kunna omvandla dessa till likviditet förutsätts en fungerande marknad. Går inte obligationerna att sälja eller att byta²⁹ mot kontanta medel eller andra värdepapper på privata marknader blir en stor del av bankernas buffertar i praktiken illikvida. I mars 2013 utgjorde säkerställda obligationer drygt 20 procent av storbankernas likviditetsbuffertar, totalt nästan 400 miljarder kronor. Det inkluderar både säkerställda kronor i svenska kronor och i utländska valutor. Om man bortser från tillgodohavanden hos centralbankerna, som kan komma att

²⁹ Genom en repotransaktion.

minska då centralbankernas stödåtgärder fasas ut, uppgår de säkerställda obligationerna till 60 procent av likviditetsbuffertarna.

Diagram 6. Fördelning av tillgångar i bankernas likviditetsreserver, totalt för de fyra storbankerna
Miljarder kronor



Anm. Likviditetsbuffertar enligt Bankföreningens definition.

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Marknadsgaranterna upprätthåller handeln

De svenska storbankerna påverkas även av marknaden för säkerställda obligationer i sin roll som marknadsgaranter. Bankernas åtaganden som marknadsgaranter kan leda till problem i en situation då många investerare samtidigt vill sälja sina säkerställda obligationer, då dessa tenderar att hamna i marknadsgarantens egna lager. I en situation av stress på marknaden då investerare vill sälja av de svenska bankernas säkerställda obligationer är sannolikt marknaderna för all övrig marknadsfinansiering, inklusive den kortfristiga, också drabbade. Det innebär att bankerna skulle få svårt att finansiera sina växande lager av säkerställda obligationer vilket exempelvis inträffade i samband med Lehman Brothers kollaps 2008 (se nedan).

DEN SVENSKA MARKNADEN FÖR SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER OCH FINANSKRISEN

Bankernas stora beroende av marknaden för säkerställda obligationer gör att de drabbas hårt när det uppstår störningar på denna marknad. Nedan beskrivs förloppet, samt bankernas och myndigheternas agerande, i samband med den akuta finanskrisen hösten 2008.³⁰

³⁰ Riksbanken har i andra sammanhang beskrivit det generella förloppet i samband med finanskrisen. Se till exempel Molin, Johan (2010), Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen? *Penning- och valutapolitik 2010:1*, Sveriges riksbank. Se även Elmér, Heidi, Guibourg, Gabriela, Kjellberg, David och Nessén, Marianne (2012), Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar, *Penning- och valutapolitik 2012:3*, Sveriges riksbank.

Förloppet

Den tilltagande oron på de internationella finansmarknaderna från och med 2007 gav avtryck på den svenska marknaden för säkerställda obligationer. Under andra halvan av 2007 minskade utländska investerare sina innehav av svenska säkerställda obligationer med nästan en tredjedel, från 450 miljarder kronor till 330 miljarder kronor (se diagram 4). Marknadsgaranterna uppger att de investerare som drog sig tillbaka typiskt sett hade en kortsiktig investeringsstrategi, däribland så kallade structured investment vehicles (SIV), conduiter och hedgefonder.³¹

Efter Lehmans Brothers kollaps i september 2008 blev situationen mer ansträngd. Samtidigt ökade osäkerheten kring svenska bankers exponeringar i Baltikum. Investerare sökte sig till säkra och likvida tillgångar som statspapper och sålde det som uppfattades som riskfyllt vilket vid den tidpunkten även innefattade svenska säkerställda obligationer. Ett kraftigt säljtryck uppstod i marknaden drivet av främst utländska men även svenska investerare. Tack vare det svenska systemet med marknadsgaranter kunde ändå viss handel upprätthållas. Investerarna fick här en möjlighet att avyttra tillgångar, en möjlighet som saknades på många andra håll. De svenska bankerna i egenskap av marknadsgaranter köpte obligationerna men givet den höga osäkerheten på marknaden fanns det få aktörer att sälja till. Marknadsgaranternas lager av säkerställda obligationer växte snabbt och nådde gränserna för hur mycket risk de interna reglerna tillät. Samtidigt var marknader för kortfristig finansiering ansträngda, vilket innebar att bankerna fick svårt att finansiera sina stora innehav. Alla marknadsgaranter försökte göra sig av med säkerställda obligationer genom att sälja till sina motparter på interbankmarknaden vilket blev en ohållbar situation. Oron på sekundärmarknaden försvårade även bankernas möjligheter att emittera på primärmarknaden.

Både myndigheter och marknadsaktörer uppfattade situationen som allvarlig, vilket föranledde en rad åtgärder inom loppet av några veckor. Riksgälden beslutade, i samråd med Riksbanken, att förse marknaden med stora mängder statsskuldsväxlar.³² Pengarna Riksgälden fick in genom sina emissioner placerades i lån till banker med säkerställda obligationer som säkerhet.³³ Denna åtgärd innebar en möjlighet för bankerna att byta sitt överskott av säkerställda obligationer mot de statspapper som bankernas motparter efterfrågade. Riksbanken utvidgade bankernas möjlighet att lämna säkerställda obligationer emitterade av närstående institut som säkerhet för lån i Riksbanken. Gränsen höjdes först från 25 procent till 75 procent av en banks totala säkerheter, för att så småningom tas bort helt. Därmed ökade bankernas möjligheter att finansiera sig via lån från Riksbanken. Som mest uppgick Riksbankens utlåning till de svenska bankerna till 375 miljarder kronor i november 2009.

Bankerna kom överens om att riktlinjerna för interbankhandeln måste ändras för att stabilisera läget. Man drog ned handelsposterna och ökade skillnaden mellan köp- och säljpris

31 SIV:ar och Conduiter är bankkontrollerade enheter utanför bankens balansräkning som investerade i värdepapper med förväntad låg kreditrisk och som finansierade detta genom att emittera kortfristiga värdepapper.

32 Totalt emitterades växlar för drygt 200 miljarder och den utestående stocken uppgick till som mest 120 miljarder. Se Riksgälden (2010). Underlag till utvärdering av statsskuldförvaltningen 2008 och 2009.

33 Lånen hade samma löptid som statsskuldsväxlarna som emitterades.

för att kunna upprätthålla handeln.³⁴ Raden av omfattande åtgärder bidrog sammantaget till att lösa upp problemen på marknaden.

Efter finanskrisen

Efter krisen har strukturen och aktörers beteenden på marknaden delvis förändrats. Fram till den akuta finanskrisen under hösten 2008 handlades de svenska säkerställda obligationerna även mellan marknadsgaranterna (interbank), men sedan krisen råder mycket begränsad aktivitet på interbankmarknaden. Investerarbasen har också förändrats i viss mån. Marknadsaktörer ger en samstämmig bild av att andelen spekulativa investerare, främst de utländska, har sjunkit.

Marknadsgaranternas formella åtaganden är visserligen desamma som innan krisen, men till följd av en ökad riskmedvetenhet uppger marknadsgaranterna att de är mindre villiga att bygga upp stora innehav av säkerställda obligationer än tidigare. Det skulle kunna innebära att investerarna inte längre är garanterade att omsätta större volymer vid varje tillfälle, vilket i så fall innebär en försämring av likviditeten. Skillnaden mellan köp- och säljkurs uppges även fortfarande vara högre än före krisen. Enligt marknadsaktörer råder samförstånd bland emittenter, investerare och marknadsgaranter om att marknadens funktions sätt måste anpassas efter rådande omständigheter.

FÖRDELAR MED SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER FÖR DET FINANSIELLA SYSTEMET

Från del ett ovan framgår att de säkerställda obligationerna har en rad positiva egenskaper jämfört med andra obligationstyper. Det handlar främst om fördelar för investerarna som i förlängningen underlättar bankernas finansiering. Men dessa egenskaper är också till viss del positiva för det finansiella systemet i stort.

- Säkerställda obligationer innebär lägre risker för investerarna i förhållande till traditionella bankobligationer. Det beror främst på att de säkerställda obligationerna ger investerarna tillgång till en specifik säkerhetsmassa i händelsen av emittentens konkurs. De säkerställda obligationerna är också reglerade i lagen och övervakade av tillsynsmyndigheter.
- Tillgångarna i säkerhetsmassan kvarstår på emittentens balansräkning till skillnad från värdepappersiering då tillgångarna kan lyftas av. Därför skapar utgivning av säkerställda obligationer starka incitament för en god kreditriskbedömning av de underliggande tillgångarna i förhållande till utgivning av MBS.
- Eftersom säkerställda obligationer kan anses som relativt säkra kräver investerarna inte lika hög avkastning som för andra obligationstyper. Detta bidrar till att de svenska bankerna och bolåneinstituten kan finansiera sig till förhållandevis förmånliga villkor vilket i sin tur utmynnar i lägre räntor för bolånekunderna.

³⁴ Beslutet innebär att den minsta handelsposten skulle uppgå till 10 miljoner kronor (tidigare 50 miljoner kronor för korta löptider och 100 miljoner kronor för långa) och handlas med en större skillnad mellan köp och säljpris.

- Dessutom behandlas de säkerställda obligationerna fördelaktigt i de internationella regelverk som styr vissa investerare, exempelvis fonder och banker. Det innebär att investerarna, inklusive bankerna själva, kan inneha relativt stora mängder säkerställda obligationer vilket bidrar till en högre efterfrågan på säkerställda obligationer.
- De svenska säkerställda obligationerna är standardiserade. Dels följer de den standard som lagstiftningen och föreskrifterna bestämmer. Dels innebär systemet med benchmarkobligationer att det finns ett begränsat antal obligationer med stora volymer som handlas på marknaden. Standardiseringen bidrar till att minska de resurser som investerare behöver för att inhämta information om de säkerställda obligationerna. Det kan vara särskilt värdefullt för utländska investerare med begränsad kännedom om Sverige. Därigenom kan man säga att investerarnas inträdesbarriär till marknaden minskar och handeln underlättas.
- Systemet med on tap-emissioner och marknadsgaranter bidrar också till att upprätthålla handeln och därmed likviditeten på marknaden. Det underlättar för investerare att köpa och sälja obligationerna och i förlängningen för bankernas finansiering. En god likviditet ger också marknadsaktörerna en mera uppdaterad bild av prissättningen på marknaden. En tydlig bild av prisläget underlättar för emittenten vid valet av tidpunkt för emissioner. Det är även till fördel för investeraren vid värdering av innehav.

SVAGHETER KOPPLADE TILL BANKERNAS ANVÄNDNING AV SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER

Bankernas stora beroende av säkerställda obligationer är även förknippat med vissa svagheter. Det finns också en risk för att marknadsaktörerna inte i tillräcklig utsträckning tar hänsyn till dessa svagheter på grund av förväntningar om statliga garantier för marknaden.

Likviditetsrisk vid finansiering av långfristiga tillgångar

Löptiden på de svenska säkerställda obligationerna är betydligt kortare än på många bolån som enligt kontrakt löper upp till 40 år. Det gör att banken måste förnya finansieringen för bolånen flera gånger under bolånens livslängd. I praktiken sker det kontinuerligt. På så sätt uppstår en likviditetsrisk, det vill säga en risk att banken inte lyckas förnya finansieringen av bolånen. En bank tar, oavsett vilken finansieringsform den väljer, en likviditetsrisk när den omvandlar kortfristig finansiering till mer långfristig utlåning. Hur stor likviditetsrisken är beror på hur stabil finansieringskällan är.

De svenska bankernas finansiering genom säkerställda obligationer har i genomsnitt en löptid på knappt tre år. Finansieringen kan i den meningen ses som stabil i förhållande till exempelvis inlåning som vanligen inte är tidsbunden.³⁵ För den enskilda banken är löptiden på bolånen dessutom ofta kortare än vad kontrakten anger, till exempel genom att hushållen byter bank. Men även om finansieringen via säkerställda obligationer utgör

³⁵ Historiskt sett har dock inlåning visat sig vara en stabil finansieringsform, delvis tack vare den statliga insättningsgarantin.

stabil finansiering för en enskild bank kan den utgöra mindre stabil finansiering om man ser till hela banksystemet. Det beror dels på att när ett hushåll byter bank finns bolånet kvar i banksystemet och behöver finansieras. Det beror också på bankernas åtagande som marknadsgaranter och det faktum att bankerna äger varandras säkerställda obligationer (se nedan). Bankernas åtagande som marknadsgaranter kan innebära att finansieringen via säkerställda obligationer i praktiken inte är lika lång som löptiden anger. Det beror på att om många investerare samtidigt vill sälja bankernas säkerställda obligationer riskerar obligationerna att komma tillbaka till banksystemet via marknadsgaranterna. Bankerna måste då hitta annan finansiering för dessa lager av säkerställda obligationer.

Bankerna äger varandras säkerställda obligationer

Redan i dagsläget äger bankerna ungefär en femtedel av de svenska säkerställda obligationerna. Det betyder att de innehar sina egna och varandras säkerställda obligationer, till stor del som en likviditetsbuffert. Likviditetsbuffertarna är tänkta att användas i en situation då bankerna behöver likvida medel. Men om en allmän förtroendekris för det svenska banksystemet skulle uppstå skulle flera banker vara i behov av likvida medel samtidigt. Om flera bankerna då skulle sälja sina innehav av säkerställda obligationer för att få likvida medel skulle de samtidigt försvåra sin egen möjlighet att finansiera sig via säkerställda obligationer.

Inteckning av de underliggande säkerheterna

När de underliggande tillgångarna i säkerhetsmassan reserveras för investerare i säkerställda obligationer får investerare som köpt bankens icke säkerställda värdepapper och privatpersoner med konto i banken färre tillgångar att ta del av om banken skulle gå i konkurs. Detta gäller särskilt om marknadsvärdet av de underliggande tillgångarna är betydligt högre än värdet av de utgivna obligationerna. För att kompensera sig för denna risk bör investerarna i bankens icke säkerställda värdepapper och privatpersoner kräva en högre ersättning från banken. Om andelen in-tecknade tillgångar blir alltför hög finns en risk att investerare inte lägre vill köpa bankens icke säkerställda obligationer eftersom de betraktas som alltför riskfyllda. Det finns dock flera skäl till att investerare i banken inte kräver högre ersättning för den ökade risken när andelen in-tecknade säkerheter ökar.³⁶ Ett skäl är den statliga insättningsgarantin som innebär att staten garanterar privatpersoners insättningar upp till ett visst belopp om banken går i konkurs. Detta gör att privatpersoner med mindre besparingar inte har några skäl att kräva en högre ränta när bankernas säkerställda finansiering ökar. Istället tar staten, via insättningsgarantin, över risken från insättarna utan att bankernas avgift för insättningsgarantin beror på andelen in-tecknade tillgångar. Insättningsgarantin kan på så sätt bidra till att minska bankernas totala finansieringskostnad genom att hålla nere kostnaden för inlåning när den säkerställda finansieringen ökar.

³⁶ För en vidare diskussion av in-tecknade tillgångar, se Juks, Reimo (2012), Asset encumbrance and its relevance for Financial Stability, *Penning- och valutapolitik* 2012:3, Sveriges riksbank.

Förväntningar om myndigheters agerande

Förutom insättningsgarantin kan marknadsaktörernas förväntningar om statliga garantier innebära att de inte tar tillräcklig hänsyn till de risker som är kopplade till säkerställda obligationer.³⁷ Svenska myndigheter har vid flera tillfällen agerat för att avhjälpa de problem som uppstått på marknaden för säkerställda obligationer. Det skedde dels under bankkrisen på 1990-talet, dels i samband med den stress som bröt ut på marknaden i samband med Lehman Brothers kollaps och de svenska bankernas problem i Baltikum. Myndigheternas tidigare agerande kan därför skapa förväntningar om att de återigen kommer att agera vid förnyad stress på marknaden. Denna förväntansbild betyder sannolikt att marknadsaktörerna upplever att de säkerställda obligationerna är förknippade med lägre risker än vad som annars hade varit fallet. I så fall kan finansieringen via säkerställda obligationer prissättas för lågt i förhållande till de egentliga riskerna. Det kan i sin tur leda till ett överdrivet risktagande bland både emittenter och investerare. Exempelvis skulle bankerna kunna prissätta utlåningen till kunderna lägre än vad som vore samhällsekonomiskt optimalt vilket skulle kunna leda till en överdriven kreditexpansion.

RISKER FÖR MARKNADENS FUNKTIONALITET

Störningar på marknaden för säkerställda obligationer kan återigen drabba de svenska bankerna. Två möjliga risker för marknadsfunktionssätt är förnyad stress på de internationella kapitalmarknaderna och oro för ett inhemskt husprispåfall. Om dessa skulle inträffa samtidigt skulle det sannolikt få en negativ effekt på den svenska marknaden för säkerställda obligationer.³⁸

Stress på de internationella kapitalmarknaderna

Stress på de internationella kapitalmarknaderna riskerar att på nytt slå mot den svenska marknaden. I en situation av stor oro på de finansiella marknaderna minskar ofta marknadsaktörernas vilja att låna pengar till varandra och det kan uppstå en preferens för att äga säkra statspapper. I ett sådant läge kan investerarnas möjligheter eller vilja att äga svenska säkerställda obligationer minska och det kan uppstå ett säljtryck. Det skulle innebära att de svenska bankerna får svårt att finansiera sig via säkerställda obligationer på primärmarknaden. Samtidigt riskerar de att i rollen som marknadsгарanter öka sina innehav av säkerställda obligationer via sekundärmarknaden. Det är dock inte nödvändigtvis så att oro på de internationella kapitalmarknaderna spillar över på de svenska bankernas möjlighet att finansiera sig via säkerställda obligationer vilket de senaste årens oro kring skuldskrisen i euroområdet indikerat.

37 För ytterligare diskussion om implicita statliga garantier se *Lämplig kapitalnivå i svenska storbanker*, 2011, Sveriges riksbank.

38 För en aktuell riskbedömning, se rapporten *Finansiell stabilitet* 2013:1, Sveriges riksbank.

Risk för negativa konsekvenser vid ett husprisfall i Sverige

Specifikt för den svenska marknaden är risken för ett betydande husprisfall. Riksbanken har tidigare analyserat påverkan på de säkerställda obligationerna vid ett sådant scenario.³⁹ Slutsatsen var att bankerna har goda möjligheter att hantera matchningskraven för säkerhetsmassan i en situation då bostadspriserna faller och belåningsgraderna ökar. Men ju mer belåningsgraderna på de underliggande säkerheterna ökar desto svårare blir det för bankerna att leva upp till matchningskraven när huspriserna faller. Även om banken klarar matchningskravet lär ett betydande husprisfall påverka bankernas kostnad och tillgång till finansiering negativt. Det kan räcka med att oro för ett husprisfall uppkommer för att investerarnas förtroende för de säkerställda obligationerna ska minska. Minskat förtroende bland investerare kan i sin tur påverka bankernas möjligheter att finansiera sig via säkerställda obligationer negativt.

Avslutning

Vi har sett att marknaden för svenska säkerställda obligationer är stor i Sverige och att de svenska bankerna är starkt beroende av denna marknad. Störningar på marknaden för säkerställda obligationer kan därför utgöra en risk för den finansiella stabiliteten. Inte bara bankerna utan även andra investerare och bankernas kunder skulle då kunna drabbas. Exempelvis är bankernas boutlåning och bolåneräntor nära kopplade till bankernas finansiering via säkerställda obligationer.

Riksbanken och andra svenska myndigheter arbetar för att förebygga störningar på den svenska marknaden för säkerställda obligationer. I sitt stabilitetsarbete bevakar Riksbanken bankernas utgivning av säkerställda obligationer, handeln på sekundärmarknaden och investerarbasen. Vi bevakar också utvecklingen av hushållens skuldsättning och bostadspriserna eftersom dessa har betydelse för bankernas möjligheter att finansiera sig via säkerställda obligationer. I arbetet ingår också att se över att statliga regleringar och marknadens struktur inte skapar incitament till överdrivet risktagande bland marknadsaktörerna.

För att stärka det finansiella systemet har myndigheterna fattat en rad internationella överenskommelser som kan komma att påverka marknaden för de svenska bankernas säkerställda obligationer. Dit hör bland annat den nya regleringen för bankernas likviditetskrav och kapitaltäckning under Basel III och reformer av OTC-derivathandeln genom EMIR. Samtidigt pågår initiativ för att harmonisera utformningen av säkerställda obligationer mellan de europeiska länderna. De svenska myndigheterna har också uttryckt behov av att framtida reglering bidrar till att upprätthålla en robust marknad för säkerställda obligationer.⁴⁰

39 Se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011, Sveriges riksbank.

40 Se Finansdepartementet, Finansinspektionen och Sveriges riksbank (2013), Swedish Authorities Response to the Green Paper on Long-term Financing of the European Economy (Dnr:2013-493-AFS Sveriges riksbank).

Referenser

Association of Swedish Covered Bond Issuers. www.ascb.se (Hämtad 2013-08-16).

Eklund, Johanna, Milton, Jonas och Rydén, Anders (2012). Svenska bankers användning av valutaswapmarknaden för att omvandla upplåning i utländsk valuta till svenska kronor, *Penning- och valutapolitik*, 2012:2, Sveriges riksbank.

Eklund, Johanna, Sandström, Maria och Stenkula von Rosen, Johanna (2012), Derivatmarknaden står inför stora förändringar, *Ekonomisk kommentar* nr. 6, 2012, Sveriges riksbank.

Elmér, Heidi, Guibourg, Gabriela, Kjellberg, David och Nessén, Marianne (2012), Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar, *Penning- och valutapolitik*, 2012:3, Sveriges riksbank.

European Covered Bond Council (2012). *European Covered Bond Factbook 2012*.

FFFS 2013:1. *Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om säkerställda obligationer*, Finansinspektionen.

Finansdepartementet, Finansinspektionen och Sveriges riksbank (2013). *Swedish Authorities Response to the Green Paper on Long-term Financing of the European Economy* (Dnr:2013-493-AFS Sveriges riksbank).

Juks, Reimo (2012), Asset encumbrance and its relevance for Financial Stability, *Penning- och valutapolitik*, 2012:3.

Molin, Johan (2010), Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen? *Penning- och valutapolitik* 2010:1.

Riksgälden (2010), *Underlag för utvärderingen av statskuldförvaltningen 2008 och 2009*.

SFS 2003:1223, Lag om utgivning av säkerställda obligationer. Finansdepartementet.

Sveriges riksbank (2011). *Lämplig kapitalnivå i svenska storbanker – en samhällsekonomisk analys*.

Sveriges riksbank (2013), *Finansiell stabilitet 2013:1*.

Sveriges riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*.