Penningmarknadsfonderna och den finansiella stabiliteten

Av Gudrun Gunnarsdottir och Maria Strömqvist[1]

Gudrun Gunnarsdottir är finansekonom och arbetar på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet. Hon har tidigare arbetat på den isländska centralbanken med bl.a. valutaförvaltning.
Maria Strömqvist är ekonomie doktor från Handelshögskolan i Stockholm. Hon arbetar som ekonom på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.

Finanskrisen och i synnerhet Lehman Brothers kollaps har visat att penningmarknadsfonder är mer riskabla än man tidigare har trott. I denna artikel diskuterar vi vilken betydelse penningmarknadsfonder kan ha för den finansiella stabiliteten och om en situation liknande den som uppstod på den amerikanska och den isländska marknaden skulle kunna uppstå även i Sverige. Vi finner att det finns likheter mellan de svenska och de isländska fonderna, men få likheter med de amerikanska fonderna. I Sverige, precis som var fallet i Island, är det förvaltade kapitalet koncentrerat till ett fåtal fonder och det finns en stark koppling till de stora bankerna. Vi finner dock att de svenska penningmarknadsfonderna inte i sig har någon större påverkan på det finansiella systemet som finansieringskällor för de svenska bankerna eftersom de är relativt små. Det är mer sannolikt att fonderna kan påverka genom spridningseffekter till banksystemet, i synnerhet om marknaden redan präglas av stor osäkerhet och riskaversion. Penningmarknadsfonderna har därför en större betydelse för vissa delar av finansmarknaden, såsom marknaden för företagscertifikat och säkerställda obligationer.

Kan en situation liknande den som uppstod på den amerikanska och isländska marknaden uppstå i Sverige?

Som den senaste finanskrisen har visat kan penningmarknadsfonder i vissa situationer vara av betydelse för den finansiella stabiliteten. Det handlar om situationer då det råder stor osäkerhet och instabilitet på marknaderna. Penningmarknadsfonder i både USA och Island drabbades hårt av finanskrisen. I denna artikel diskuterar vi vilken betydelse pen-

[1] Vi vill tacka Elias Bengtsson, Anders Bjällskog, Heidi Elmér, Johanna Fager Wettergren, David Forsman, Johannes Holmberg, Kerstin Mitlid, Kjell Nordin, Fredrik Pettersson, Anders Rydén, Kristian Tegbring och Staffan Viotti för värdefulla synpunkter och hjälp med data. Författarna ansvarar för eventuella fel.

ningmarknadsfonder kan ha för den finansiella stabiliteten och om en situation liknande den som uppstod på den amerikanska och den isländska marknaden skulle kunna uppstå även i Sverige. Finns det stora likheter mellan de svenska penningmarknadsfonderna och penningmarknadsfonderna i USA respektive Island?

Andra faktorer som avgör penningmarknadsfondernas betydelse, förutom marknadsläget, är risken för spridningseffeker till banksystemet, stämningsläget bland placerarna och om fonderna utgör en viktig finansieringskälla för banker och hypotek. I denna artikel tittar vi närmare på dessa faktorers betydelse för de svenska penningmarknadsfonderna.

Uppgifterna har hämtats från flera olika källor. Aggregerade data kommer från Fondbolagens förening, Statistiska centralbyrån (SCB) och Morningstar. För att analysera specifika innehav undersöker vi portföljerna hos sju stora penningmarknadsfonder. Uppgifterna om enskilda fonder kommer från Finansinspektionen, fondernas års- och halvårsrapporter och från fondbolagen själva. Fokus ligger på penningmarknadsfonder som i första hand placerar i värdepapper utfärdade i den nationella valutan. På den svenska och den isländska marknaden definieras penningmarknadsfonder som fonder som placerar i räntebärande tillgångar med en löptid på i genomsnitt högst ett år. För de amerikanska penningmarknadsfonderna gäller en löptid om i genomsnitt 90 dagar. Den definitionsmässiga skillnaden diskuteras längre fram i artikeln.

I nästa avsnitt beskrivs situationerna i USA och Island. Därefter diskuteras penningmarknadsfondernas potentiella betydelse för den finansiella stabiliteten mot bakgrund av de amerikanska och isländska erfarenheterna. De svenska penningmarknadsfonderna och de marknader på vilka de verkar analyseras i det kommande avsnittet. I de följande två avsnitten jämförs de svenska penningmarknadsfonderna med de amerikanska och isländska fonderna och vi beskriver hur de svenska fonderna klarade sig under den senaste krisen. I det avslutande avsnittet presenterar vi våra slutsatser.

Vad hände med penningmarknadsfonderna i USA och Island och varför anses de ha spelat en roll för den finansiella stabiliteten?

DE AMERIKANSKA FONDERNA DRABBADES AV UTTAGSANSTORMNING

Den amerikanska marknaden för penningmarknadsfonder är den största i världen (värd ca fyra biljoner US-dollar). Fonderna placerar i kortfristiga tillgångar och den vägda genomsnittliga löptiden för penningmarknads-

fondernas portföljer är begränsad till 90 dagar (Baba m.fl., 2009).[2] De amerikanska penningmarknadsfonderna är strukturerade enligt principen att fondandelarnas marknadsvärde (*net asset value*, eller NAV-kursen) ska ligga stabilt på 1 US-dollar.[3] Denna enkla regel är viktig med tanke på de många transaktionerna i fonderna, som ofta används för likviditetshantering.[4] Eftersom penningmarknadsfonderna inte har några kapitalbuffertar förlitar de sig på att deras garanter kan skjuta till medel om NAV-kursen riskerar att sjunka under 1 US-dollar.

Före Lehman Brothers fall hade det på 30 år bara hänt en gång tidigare att en fond hade brutit igenom 1-dollargränsen.[5] Den 16 september 2008, dagen efter Lehman Brothers fall, meddelade Reserve Primary Fund att marknadsvärdet på andelarna i dess flaggskeppsfond låg på 97 cent. Det var första gången en penningmarknadsfond som var öppen för allmänheten hade brutit igenom 1-dollargränsen. Fonden, vars tillgångar uppgick till nästan 65 miljarder US-dollar, hade 785 miljoner US-dollar placerade i företagscertifikat emitterade av Lehman Brothers (Waggoner, 2009). I slutändan var det kombinationen av portföljens sammansättning, stora uttag och att garanten (fondbolaget Reserve) inte kunde skjuta till medel till fonden som ledde till att NAV-kursen sjönk till 97 cent (McCabe och Palumbo, 2009).

Denna händelse utlöste en uttagsanstormning mot de amerikanska penningmarknadsfonderna, framför allt mot de fonder som investerade i andra tillgångar än statspapper. Institutionella placerare avvecklade betydligt mer av sina innehav än småsparare. Till exempel avvecklade institutionella placerare inom loppet av några dagar 16 procent av sina innehav, medan småsparare under samma period avvecklade 3 procent (Baba m.fl. 2009).

Detta fick allvarliga implikationer för den finansiella stabiliteten genom att aktiviteten på bland annat marknaden för företagscertifikat helt avstannade. Första halvåret 2008 hade de amerikanska penningmarknadsfonderna nästan 40 procent av den utestående volymen amerikanska företagscertifikat (Baba m.fl. 2009). Den 18 september 2008 ingrep den amerikanska regeringen och ställde en garanti för de amerikanska penningmarknadsfonderna. I sitt pressmeddelande uppgav det amerikanska finansdepartementet (2008) att skälet var att man ville skydda och åter-

---

[2] Den vägda genomsnittliga löptiden i svenska och isländska fonder är omkring ett år.

[3] De amerikanska penningmarknadsfonderna kategoriseras utifrån placeringsmål och typen av placerare. De delas till exempel in i *prime funds*, som placerar i andra värdepapper än statspapper och som i sin tur kan delas in i *institutional* eller *retail prime funds*, beroende på om de riktar sig till institutionella placerare eller småsparare. Principen att NAV-kursen ska ligga stabilt på 1 US-dollar är enkel och praktisk för placerarna ur skatte-, och redovisningssynpunkt. Avkastningen på innehavet betalas ut i form av utdelningar och man behöver inte hålla reda på kapitalvinster och kapitalförluster.

[4] Enligt e-postkorrespondens med Fredrik Pettersson på Fondbolagens förening.

[5] En liten institutionell penningmarknadsfond – Community Bankers Money Fund – bröt igenom 1-dollargränsen 1994, men detta påverkade inte den finansiella stabiliteten.

upprätta placerarnas förtroende och stabiliteten i det globala finansiella systemet. Penningmarknadsfonderna ansågs vara systemviktiga eftersom de spelar en viktig roll som förmedlare av sparande och investeringar och är en finansieringskälla för kapitalmarknaderna.[6] Den amerikanska regeringen ansåg att oron över att penningmarknads-fondernas NAV-kurser skulle falla till mindre än 1 US-dollar hade förvärrat det turbulenta läget på de globala finansmarknaderna genom att få vissa korträntor att skjuta i höjden och orsaka ökad volatilitet på valutamarknaderna. Händelsen ledde även till stora likviditetspåfrestningar på världsmarknaderna. Europeiska banker, som hade haft en stark tillväxt i dollartillgångar, drabbades när möjligheterna att ta dollarlån krympte, vilket delvis berodde på problemen med de amerikanska penningmarknadsfonderna (Baba och Packer, 2009). I sitt pressmeddelande konstaterade det amerikanska finansministeriet att man var tvungen att ingripa för att minska risken för ökad global instabilitet.[7]

PENNINGMARKNADSFONDERNA I ISLAND KRASCHADE MED DET FINANSIELLA SYSTEMET

I Island var det inte penningmarknadsfonderna som var orsaken till krisen, men de drabbades hårt och förvärrade därmed krisen. Det isländska fallet är intressant av två skäl. För det första visar det att penningmarknadsfonder kan vara riskfyllda och göra stora förluster. För det andra pekar det på riskerna med alltför starka kopplingar mellan värdepappersfonderna och de inhemska bankerna. De största penningmarknadsfonderna i Island, räknat i förvaltat kapital i isländska kronor, ägdes av Landsbankis, Kaupthings och Glitnirs fondbolag.[8] I oktober 2008 tog den isländska staten över bankerna. Efter bankerna kollapsade stängdes penningmarknadsfonderna.

När det finansiella systemet i Island brakade samman drabbade detta alla stora isländska emittenter av räntebärande värdepapper, såväl finansiella institut som företag. Den 6 oktober 2008[9] införde Island en undantagslag som gav bankinsättningar förtur framför andra fordringar. Innan den nya lagen antogs hade obligationer och certifikat samma för-

---

6 De amerikanska penningmarknadsfonderna var även viktiga för marknaden för tillgångssäkrade företagscertifikat, ABCP, vilket innebar att det fanns en koppling mellan fonderna och den reala ekonomin. Penningmarknadsfonderna drabbades emellertid inte av omfattande uttag i samband med den ABCP-kris som började i mitten av 2007 (stöd från garanterna spelade här en betydande roll).

7 Den amerikanska finansinspektionen, Securities and Exchange Commission (SEC), införde i januari 2010 nya regler för de amerikanska penningmarknadsfonderna, däribland nya likviditetskrav, hårdare krav på kreditkvalitet, nya upplysningskrav och nya förfaranden för en ordnad stängning av penningmarknadsfonder som bryter igenom 1-dollargränsen (McCabe och Palumbo, 2009).

8 De tre moderbankerna utgjorde 90 procent av det finansiella systemet i Island enligt Sedlabankis stabilitetsrapport 2008. Landsbankis penningmarknadsfond hette Peningabref ISK, Kaupthings fond hette Peningamarkadssjodur och Glitnirs fond hette Sjodur 9.

9 Islands lag nr 125/2008: http://www.althingi.is/lagas/nuna/2008125.html.

månsrätt som insättningar. Den nya lagen fick därför en negativ inverkan på penningmarknadsfondernas återvinningsgrad från värdepapper. För att skydda placerare i penningmarknadsfonder beslutade regeringen att de nu statsägda bankerna själva skulle lösa denna fråga och ha skyddet av placerarnas intressen som sitt viktigaste mål. Bankerna köpte då tillbaka värdepapper från penningmarknadsfonderna till ett värde av ca 83 miljarder isländska kronor innan de betalade sina placerare. Enligt Morgunbladid har 50 miljarder av detta belopp nu skrivits av (Juliusson, 2009).[10] Penningmarknadsfonderna betalade tillbaka mellan 69 och 85 procent av värdet till sina placerare efter att ha sålt värdepapperen (Juliusson, 2009). Merparten av förlusterna gällde värdepapper utgivna av finansiella institut och företag (Sigfusdottir, 2008), trots att värdepapperen tycks ha köpts tillbaka till ett högre pris än de i slutändan var värda med tanke på avskrivningarna. Penningmarknadsfonderna fick stor uppmärksamhet i medierna i samband med att de stängdes, då det stod klart att de skulle göra förluster. Många småsparare hade inte helt insett risken med att placera i dessa fonder, eftersom de i marknadsföringen nära nog framstod som ett substitut till bankkonton med ungefär samma risk (SIC, 2010).

Två av de tre penningmarknadsfonderna redovisade ingen negativ avkastning innan de stängdes. Undantaget var Glitnirs penningmarknadsfond, vars avkastning sjönk när banken fick ett nödlån av staten ett par dagar innan systemet kollapsade. Stora utflöden till följd av negativ uppmärksamhet i medierna och problem i företag med koppling till Glitnir gjorde att man tvingades stänga fonden under tre dagar. Fonden öppnade därefter återigen under en kort period innan staten helt tog kontroll över moderbanken. Även de andra penningmarknadsfonderna upplevde utflöden av varierande omfattning under 2008. Utflödena var särskilt stora i samband med att staten beviljade ett nödlån till Glitnir (Sigfusdottir, 2008).

ISLÄNDSKA PENNINGMARKNADSFONDER DÅLIGT DIVERSIFIERADE OCH STARKT KOPPLADE TILL MODERBANKERNA

De isländska penningmarknadsfonderna hade i första hand placerat sitt kapital i inhemska värdepapper utgivna av finansiella institut och företag. Den penningmarknadsfond som ägdes av Landsbanki hade när den stängdes till exempel 60 procent av det investerade kapitalet exponerat mot finansiella institut[11] och 40 procent placerat i värdepapper utgivna av

[10] Nya Landsbanki köpte tillbaka för 63 miljarder, nya Glitnir för 12,6 miljarder och nya Kaupthing för 7,8 miljarder isländska kronor. Återköpen baserades på den förväntade återvinningsgraden, men det rådde stor osäkerhet vid denna tidpunkt.

[11] Enligt Landsbankis uppgifter omfattade exponeringen mot finansiella institut både värdepapper och inlåning. Ett diagram över fondens utveckling visar att inlåning verkar ha utgjort ungefär hälften av exponeringen mot finansiella institut (Sigfusdottir, 2008).

företag (Sigfusdottir, 2008). Samtliga fonder hade dessutom placerat en stor andel i värdepapper med anknytning till det isländska banksystemet, som antingen hade emitterats direkt av finansiella institut, av företag med ägarandelar i de isländska bankerna eller till och med av bankernas stora gäldenärer. När Landsbankis och Kaupthings penningmarknadsfonder stängde hade de 41 procent respektive 21 procent av sitt kapital placerat i värdepapper som var kopplade till de egna moderbankerna (Gunnarsdottir, 2008). I Glitnirs fond Sjodur 9 var enligt fondens sista halvårsrapport 2008 46 procent av kapitalet placerat i värdepapper med anknytning till Glitnir.

Penningmarknadsfonderna hade även en del inlåning hos de egna moderbankerna. I Kaupthings fall uppgick inlåningen till exempel till omkring 66 procent av placeringarna när fonden stängdes, varav en stor del var hos Kaupthing (SIC, 2010).[12] Det står därför klart att de isländska penningmarknadsfonderna i viss utsträckning fungerade som finansieringskällor för sina respektive moderbanker. Den direkta tillgång till finansiering som penningmarknadsfonderna erbjöd var till stor nytta när de utländska upplåningsmarknaderna stängde för de isländska bankerna 2008. De tre största penningmarknadsfonderna förvaltade när de var som störst i slutet av 2007 ett kapital på 400 miljarder isländska kronor, vilket motsvarade omkring 30 procent av Islands BNP 2007. Hushållens inlåning hos de isländska bankerna uppgick samtidigt till 550 miljarder isländska kronor.[13] Många hushåll använde i själva verket penningmarknadsfonderna istället för vanlig bankinlåning.

Penningmarknadsfonder anses ofta vara förknippade med mycket låg risk eftersom de ger en stabil avkastning. I Island var penningmarknadsfonderna dock exponerade för en betydande risk på grund av räntemarknadens begränsade storlek.[14] Fonderna placerade i första hand i värdepapper utfärdade i isländska kronor. Placeringarna i statspapper var minimala, vilket uppgavs bero på det begränsade utbudet av statsobligationer på marknaden. Under normala förhållanden ska den här typen av fonder vara tillräckligt diversifierade för att kunna hantera förluster som beror på en emittent. Det är en helt annan sak om hela det finansiella systemet kollapsar. Då hjälper inte ens en hög grad av diversifiering. Trots att penningmarknadsfonderna hade placerat i de värdepapper som hade högst kreditbetyg på den isländska marknaden drabbades de av stora förluster. Det kan emellertid ändå hävdas att diversifieringen i fonderna

[12] Om man inte hade infört den undantagslag som innebar att insättningar fick förmånsrätt hade förlusterna i Kaupthings penningmarknadsfond blivit betydligt större eftersom en stor del av fondens innehav utgjordes av inlåning.

[13] Enligt uppgifter från Islands centralbank.

[14] 35 procent fick placeras hos en motpart och högst 20 procent hos alla övriga motparter (Kaupthing, 2008).

inte var tillräcklig och att den starka kopplingen till penningmarknadsfondernas moderbanker innebar stora risker.[15]

Vilken betydelse kan penningmarknadsfonder ha för den finansiella stabiliteten?

De kriser som drabbade penningmarknadsfonderna i USA och Island visar på vilka sätt penningmarknadsfonder kan vara av betydelse för den finansiella stabiliteten. Deras betydelse beskrivs mer ingående i detta avsnitt och diskuteras därefter vidare i nästa avsnitt med utgångpunkt i den svenska marknaden.

EFFEKTERNA AV VÄRDEMINSKNING KAN SPRIDA SIG

I det amerikanska fallet gjorde myndigheterna klart att ett av huvudskälen till att man garanterade värdet i penningmarknadsfonderna efter Lehman Brothers kollaps var risken för spridningseffekter som kunde leda till ökad global instabilitet. I det isländska fallet är det troligt att de statsägda bankerna köpte upp tillgångar för att undvika ytterligare finansiell instabilitet och minska placerarnas förluster. För att minimera paniken på marknaden underströk den isländska regeringen vid tidpunkten för systemkollapsen att alla insättningar skulle garanteras. Risken att problem i penningmarknadsfonder fortplantar sig till banksystemet ökar om det finns en stark koncentration till ett fåtal fonder och om fondmarknaden domineras av storbankernas investeringsfonder, såsom var fallet i Island.

PLACERARNAS FÖRVÄNTNINGAR PÅVERKAR FONDFLÖDENA

Placerarnas förväntningar kan påverka fondflödena i en finanskris. Det finns både småsparare (hushåll) och institutionella placerare. Om placerarna förväntar sig att penningmarknadsfonderna ska vara likvida och ha låg risk kan deras reaktion bli starkare om det uppstår problem än den annars skulle ha varit. Enligt Henriques (2008) var penningmarknadsfonderna i de amerikanska småspararnas ögon lika säkra som bankernas sparkonton. Detta tycks även ha varit fallet i Island.

---

[15] I rapporten från Alltingets särskilda utredningskommission om de isländska bankernas kollaps finns ett kapitel om de isländska penningmarknadsfonderna. Kommissionens viktigaste slutsatser är att det fanns en alltför stark koppling mellan fonderna och moderbolagen i fråga om placeringsval och att fonderna och moderbankerna inte var tillräckligt åtskilda från varandra. Penningmarknadsfonderna växte mycket snabbt och blev för stora för den isländska värdepappersmarknaden eftersom utbudet av säkra och likvida värdepapper var begränsat. Man verkar ha satt moderbankens intresse före placerarnas intresse. I några fall fick placerarna inte rättvisande information om läget för deras placeringar, som ofta var sämre än vad som framgick av fondernas avkastning. Utflödena från fonderna under 2008 utreddes också och kommissionen har skäl att misstänka att vissa placerare (enskilda och företag med koppling till bankerna) fick bättre information än andra. Denna fråga har hänskjutits till den allmänna åklagarmyndigheten och finansinspektionen i Island för vidare utredning (SIC, 2010).

Det största utflödet från de isländska penningmarknadsfonderna inträffade efter det att Glitnirs penningmarknadsfond fått en del negativ uppmärksamhet i medierna. Sirri och Tufano (1998) har konstaterat att det finns ett direkt samband mellan flödena i amerikanska värdepappersfonder och den uppmärksamhet som fonderna just då får i medierna. Även Klibanoff, Lamont och Wizman (1998) har konstaterat att placerarna reagerar starkare på tidningsrubriker. Om medierna ger stort utrymme åt problem i värdepappersfonder kan detta alltså få en avsevärd inverkan på fondflödena. Enligt Davis och Stein (2009) finns det dessutom en större åsiktsspridning bland hushållen än bland en grupp institutionella placerare. Detta stöds av det faktum att de största utflödena från de amerikanska penningmarknadsfonderna härrörde från institutionella placerare.

PRISPÅVERKAN KAN BLI STOR OM FONDERNA TVINGAS SÄLJA AV TILLGÅNGAR SNABBT

Finansiella värdepapper (till exempel säkerställda obligationer) och företagsobligationer blev mindre likvida under krisen, i synnerhet i samband med Lehman Brothers kollaps. Den lägre likviditeten märktes i en ökad spread mellan köp- och säljkurser samtidigt som priser och omsättning sjönk. Det var i själva verket svårt att hitta köpare till finansiella värdepapper och företagsobligationer som i normala fall skulle ha varit lätta att omsätta på marknaden.[16] Placerarnas riskaversion ökade markant. Penningmarknadsfonderna hade tydliga likviditetsproblem i både Island och USA. Om fonderna är tvungna att sälja av värdepapper i ett sådant marknadsläge är det, såvida inte förvaltarna är villiga att realisera förluster, troligt att alla fonder blir tvungna att sälja samma likvida och (i relativa termer) mest rimligt prissatta värdepapper, till exempel statsobligationer.

SOM FINANSIERINGSKÄLLA FÖR SYSTEMVIKTIGA FINANSIELLA INSTITUT OCH MARKNADER

Penningmarknadsfonder kan vara en finansieringskälla för bankerna. Detta var särskilt tydligt i Island, där penningmarknadsfonderna hade en stor andel av sitt kapital placerat i värdepapper emitterade av inhemska banker och framför allt fondernas moderbanker. Om penningmarknadsfonderna köper en stor andel av de kortfristiga obligationer och företagscertifikat som emitteras av banker och andra systemviktiga institut blir de en viktig finansieringskälla för dessa aktörer. Och att dessa institut har en stadig tillgång till kortfristig finansiering är av avgörande betydelse för den finansiella stabiliteten.

[16] Enligt samtal med fondförvaltare på de största svenska penningmarknadsfonderna.

Om penningmarknadsfonderna är de dominerande investerarna inom ett visst segment av finansmarknaden kan deras problem få negativa konsekvenser som kan sprida sig i det finansiella systemet och på lång sikt även till den reala ekonomin. Ett exempel på detta är de amerikanska penningmarknadsfonderna som spelade en avgörande roll för marknaden för företagscertifikat. När de amerikanska penningmarknadsfonderna drabbades av förluster på grund av betalningsinställelser i samband med Lehman Brothers kollaps och på grund av stora uttag inte kunde fortsätta att investera i samma utsträckning som tidigare avstannade marknaden för företagscertifikat. Om detta hade fortsatt under en längre tid kunde det ha fått en negativ inverkan på finans- och företagssektorn och till sist även på den reala ekonomin. Det förekom även omfattande spridningseffekter från den amerikanska marknaden till de globala finansmarknaderna.

Kännetecken hos de svenska penningmarknadsfonderna som kan vara relevanta för deras inflytande på den finansiella stabiliteten

Det finns några faktorer som leder till en ökad risk för spridningseffekter från penningmarknadsfonderna till resten av det finansiella systemet (och i synnerhet bankerna). Vi ska här titta på tre faktorer mot bakgrund av de svenska penningmarknadsfonderna. Den första är om penningmarknadsfonderna förvaltar ett betydande kapital. Den andra är om det förvaltade kapitalet är koncentrerat till ett fåtal stora fonder. Och den tredje är om det finns viktiga kopplingar till systemviktiga banker.

RELATIVT LITE KAPITAL I SVENSKA PENNINGMARKNADSFONDER

Tabell 1 visar sammanfattande statistik för den svenska marknaden.[17] Enligt Morningstar finns det 45 värdepappersfonder som klassificeras som penningmarknadsfonder som placerar i värdepapper utfärdade i svenska kronor. Det förvaltade kapitalet i dessa fonder uppgick till omkring 204 miljarder kronor i slutet av tredje kvartalet 2009, vilket är relativt lite. Enligt uppgifter från Fondbolagens förening utgör penningmarknadsfonderna ungefär 14 procent av den totala svenska värdepappersmarknaden, medan fonder som placerar i långa obligationer utgör omkring 11 procent.[18]

[17] Omfattar fonder registrerade både i Sverige och utomlands.

[18] Som jämförelse kan nämnas att det förvaltade kapitalet på den europeiska marknaden för penningmarknadsfonder uppgår till ungefär 1 000 miljarder euro (9 600 miljarder kronor), vilket motsvarar 21 procent av den totala europeiska fondmarknaden (EFAMA, 2010). Siffrorna gäller fondföretag (UCITS).

Tabell 1.
Sammanfattande statistik
Tabellen visar sammanfattande statistik för svenska penningmarknadsfonder som placerar i svenska kronor. Den första kolumnen gäller alla fonderna i urvalet, de fyra efterföljande kolumnerna representerar fonder ägda av de fyra storbankernas fondbolag och den sista kolumnen alla övriga fondbolag. Uppgifterna hämtade från Morningstar den 30 september 2009.

	Alla	SHB	Nordea	SEB	Swedbank	Övriga
Antal fonder	45	2	7	5	5	26
Förvaltat kapital (miljoner kronor)	204 232	21 476	60 428	33 865	48 680	39 783
Förvaltat kapital, genomsnitt	4 538	10 738	8 633	6 773	9 736	1 530
Förvaltat kapital, median	1 610	10 738	2 925	9 350	9 876	745
Förvaltat kapital, högst	28 346	15 413	28 346	12 477	16 658	8 296
Förvaltat kapital, lägst	121	6 063	273	361	1 809	121
Marknadsandel		11 %	30 %	17 %	24 %	19 %

DEN SVENSKA MARKNADEN ÄR STARKT KONCENTRERAD OCH DOMINERAS AV STORBANKERNA

Fonderna förvaltar i genomsnitt ett kapital på 4,5 miljarder kronor, men medianen är bara 1,6 miljarder kronor. Det finns alltså några stora fonder i urvalet, vilket framgår av det högsta värdet i tabell 1. I den största fonden uppgår det förvaltade kapitalet till 28 miljarder kronor. Den minsta fonden förvaltar bara 0,1 miljard kronor. Av de 45 fonderna förvaltas 19 av fondföretag som ägs av de fyra svenska storbankerna (Svenska Handelsbanken (SHB), SEB, Nordea och Swedbank). Detta motsvarar 42 procent av antalet fonder, men 81 procent av marknadsandelen räknat i kapital under förvaltning. Nordea har den största marknadsandelen (30 procent), följt av Swedbank (24 procent). SEB och SHB har en marknadsandel på 17 respektive 11 procent.

Tabell 2 visar kapital under förvaltning och andel i förhållande till det totala kapitalet under förvaltning i sju stora penningmarknadsfonder som placerade i svenska värdepapper i slutet av tredje kvartalet 2009. Den största fonden är Nordea Sekura som har en marknadsandel på 13 procent, följt av Swedbank Robur Svensk Likviditetsfond (med en marknadsandel på 9 procent). De sju fonderna har tillsammans en marknadsandel på 55 procent.

Tabell 2.
Sju stora svenska penningmarknadsfonder
Uppgifterna kommer från Finansinspektionen, fondernas års- och halvårsrapporter och direkt från fondbolagen. (30 september 2009)

Fondens namn	Förvaltat kapital (miljoner kronor)	% av förvaltat kapital på marknaden
Nordea Sekura	27 280	13 %
Swedbank Robur Svensk Likviditetsfond	17 468	9 %
Swedbank Robur Penningmarknadsfond	16 322	8 %
Handelsbanken Lux Korträntefond	14 450	7 %
Nordea Institutionell Penningmarknadsfond	14 197	7 %
Nordea Likviditetsinvest	12 216	6 %
SEB Penningmarknadsfond SEK	10 382	5 %
Totalt	112 315	55 %

Den svenska marknaden för penningmarknadsfonder är med andra ord starkt koncentrerad eftersom mer än hälften av det förvaltade kapitalet finns hos sju av de största fonderna. Det innebär att det kan räcka att en eller ett par penningmarknadsfonder får problem för att det ska få mer långtgående följder för det finansiella systemet. Den finansiella stabiliteten kan då påverkas, i synnerhet om det sker i ett osäkert marknadsläge, såsom var fallet i Island.

Även det faktum att marknaden för kapital under förvaltning domineras av de fyra storbankerna har implikationer för den finansiella stabiliteten. Här rör det sig framför allt om att problem i penningmarknadsfonderna kan spridas till banksektorn. Det finns till exempel en risk att negativa rykten leder till att förtroendet för bankerna urholkas. Enligt Svenska Dagbladet (2009) kompenserade till exempel Swedbank Robur placerare i värdepappersfonder i Estland för att skydda både fondföretagets och moderbankens anseende. Om placerarna förlorar förtroendet för en viss banks fonder kan de ta ut sina pengar inte bara från fonderna utan också från banken. Inlåning är en viktig finansieringskälla för de svenska bankerna (Sveriges riksbank, 2009).

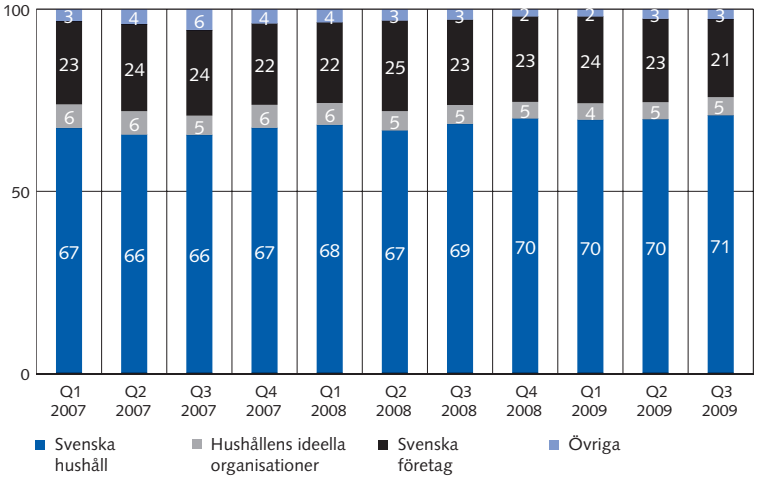
SMÅSPARARE STÖRSTA INVESTERARGRUPPEN

Att känna till vem som investerar i värdepappersfonder är viktigt ur stabilitetssynpunkt eftersom det visar vem som skulle drabbas av värdeminskningar i dessa fonder. Olika typer av placerare kan dessutom genom sitt beteende utlösa finansiell instabilitet.

Hushållen utgör den största investerarkategorin för de svenska penningmarknadsfonderna med en andel på i genomsnitt 68 procent[19] mellan 2007 och 2009 (se diagram 1). Svenska företag har stadigt haft en andel på omkring 23 procent. Det faktum att hushållen utgör en betydande placerarkategori när det gäller dessa värdepappersfonder innebär att den genomsnittlige placeraren är relativt osofistikerad. Detta kan, som redan påpekats, få både positiva och negativa konsekvenser ur stabilitetssynpunkt. Småsparare påverkas mer av mediebevakningen kring fonderna, men brukar inte reagera lika starkt, snabbt och samordnat på marknadshändelser som institutionella placerare. Under diskussioner med vissa svenska fondförvaltare uppgav dessa att det under krisen främst var institutionella placerare som hade ställt frågor om marknadshändelsernas följder för penningmarknadsfonderna. Detta kan bero på att de svenska medierna inte ägnade denna fråga någon större uppmärksamhet och att småspararna därför inte hade tillgång till information. I en framtida krissituation kan läget dock vara ett annat.

[19] Detta omfattar hushållens direktinvesteringar, individuella pensionssparande, premiepensionssparande och fondförsäkringar.

Diagram 1.
Placerarkategorier (aggregerade data)
Diagrammet visar olika placerarkategoriers andelar (räknat i förvaltat kapital) i svenska penningmarknadsfonder över tiden enligt uppgifter från Fondbolagens förening. Procent.



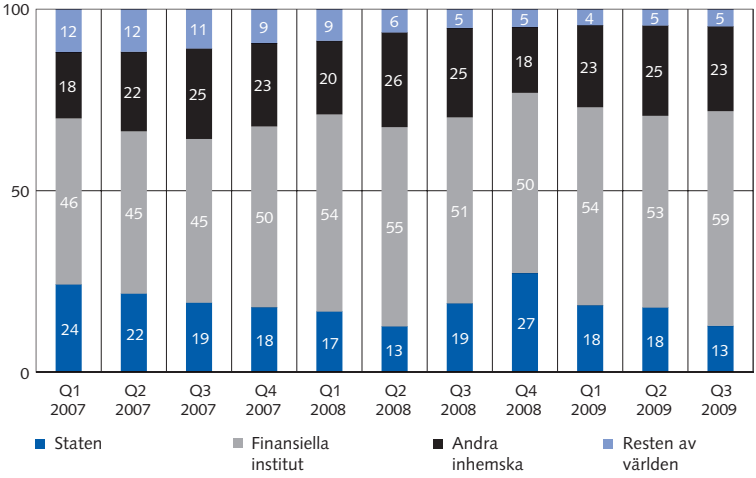
VÄRDEPAPPER UTGIVNA AV FINANSIELLA INSTITUT DOMINERAR PORTFÖLJERNA

Ur stabilitetssynpunkt är det av intresse att veta vilka värdepapper dessa fonder placerar i, vad de kan bli tvungna att sälja i händelse av stora uttag och vilka marknadssegment som då kan påverkas.

Uppgifter på aggregerad nivå har hämtats från SCB.[20] Om man tittar på de komponenter som ingår i penningmarknadsfondernas samlade investeringar i diagram 2 utgör obligationer emitterade av finansiella institut den största komponenten, följd av värdepapper emitterade av företag. Andelen obligationer emitterade av finansiella institut ökade från 46 procent första kvartalet 2007 till 59 procent tredje kvartalet 2009. Denna ökning berodde sannolikt på tre faktorer: att utbudet av värdepapper var begränsat, att de gav en relativt sett högre avkastning jämfört med statsskuldväxlar och att risken var låg tack vare de statliga garantiprogram som infördes i slutet av 2008. Ökningen kan emellertid få följder för den systematiska risk som fonder tar eftersom den leder till att diversifieringen mellan tillgångsklasser minskar.

[20] Uppgifterna omfattar endast fonder registrerade i Sverige.

Diagram 2.
Placeringar (aggregerade data)
Diagrammet visar placeringskategoriernas andel (av det förvaltade kapitalet) i svenska penningmarknadsfonder över tiden enligt data från SCB. Procent.



Placeringarna i utländska värdepapper (utfärdade i svenska kronor) har minskat för varje period, från omkring 12 procent första kvartalet 2007 till 5 procent andra kvartalet 2009, vilket tyder på en ökad tendens att placera i inhemska värdepapper, så kallad "home bias". Värdepappersfonderna minskade förmodligen sina investeringar i utländska värdepapper utfärdade i svenska kronor på grund av den ökade osäkerheten kring emittenterna och på grund av dessa värdepappers dåliga utveckling under krisen. Fondförvaltare har i diskussioner uppgett att fonder som hade en geografiskt diversifierad portfölj (dvs. med utländska värdepapper) klarade sig sämre under krisen.

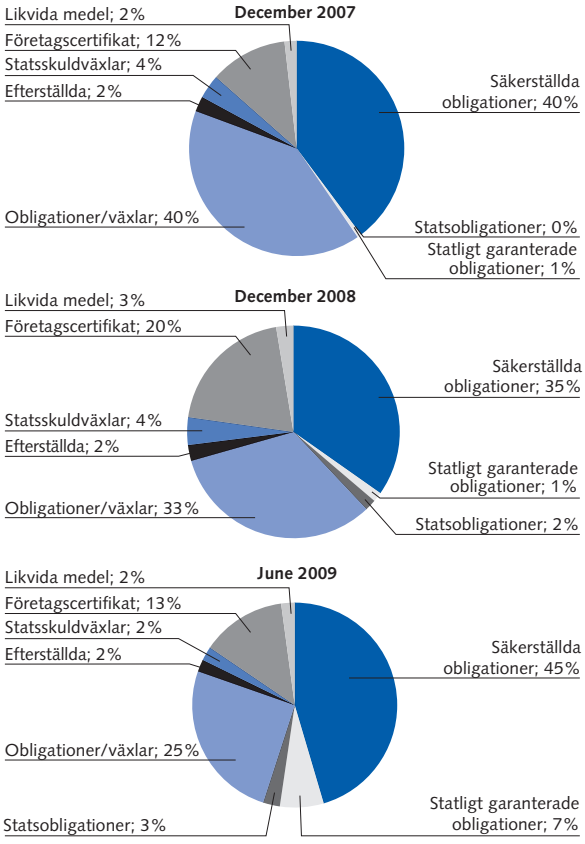
EN NÄRMARE TITT PÅ SJU STORA FONDERS INNEHAV

För att få en bättre uppfattning om hur placeringarna i svenska korta värdepappersfonder ser ut tittar vi på innehaven i sju stora penningmarknadsfonder vid tre tidpunkter: december 2007, december 2008 och juni 2009.

Diagram 3 visar de sju fondernas genomsnittliga exponering mot olika tillgångsklasser (baserat på nominella värden) vid dessa tre tidpunkter. Tillgångarna är indelade i säkerställda obligationer, obligationer som garanteras av staten, statsobligationer, icke-säkerställda obligationer, efterställda obligationer, statsskuldväxlar, företagscertifikat och likvida medel.[21] Att de svenska penningmarknadsfonderna kan placera i vär-

[21] Tillgångsklasser fastställda av Bloomberg med vissa revideringar. Icke-säkerställda obligationer omfattar Bloomberg-kategorierna *bonds, notes, senior unsecured, senior notes, unsecured, unsubordinated* och *company guaranteed*. Säkerställda obligationer, statligt garanterade obligationer och allmänna obligationer och växlar kan alla vara obligationer med rörlig ränta.

Diagram 3 Genomsnittliga exponeringar mot tillgångsklasser (7 fonder)
Nominella värden.



depapper med längre löptid (till skillnad från de amerikanska fonderna) beror på att de får ha en vägd genomsnittlig löptid på upp till ett år.

ANDELEN SÄKERSTÄLLDA OBLIGATIONER ÖKADE UNDER KRISEN

Säkerställda och icke-säkerställda obligationer är de största tillgångsklasserna i portföljerna. I slutet av 2007 utgjorde de i genomsnitt 40 procent vardera av portföljerna. I juni 2009 hade den andel som placerades i icke-säkerställda obligationer minskat, medan den andel som placerades i säkerställda obligationer hade ökat till 45 procent. Detta kan tolkas som att förvaltarna minskade risken i sina portföljer under finanskrisen genom att öka andelen säkerställda obligationer i förhållande till vanliga obligationer. Det kan delvis även vara resultatet av att bankerna emitterade stora mängder säkerställda obligationer under denna period. Statsobligationer ökade från nästan ingenting till 3 procent och statligt garanterade obligationer ökade från 1 till 7 procent under samma period, vilket återigen visar på en ökad riskaversion. Företagscertifikat ökade vidare från 12 procent 2007 till

20 procent 2008. Enligt fondförvaltare stängde marknaden för företagscertifikat under en tid efter Lehman Brothers kollaps. Det blev svårt att sälja företagscertifikat på andrahandsmarknaden, vilket innebar att dessa papper blev mindre likvida.[22] Detta innebar i sin tur att det blev svårare för emittenter av företagscertifikat att hitta köpare.

ANDELEN OBLIGATIONER MED RÖRLIG RÄNTA ÄR STOR

Obligationer med rörlig ränta (floating rate notes eller FRNs)[23] utgör en stor del av obligationerna i portföljerna. För den största fonden, Nordea Sekura, var till exempel omkring 74 procent av det förvaltade kapitalet placerat i FRNs under första halvåret 2009. Räntan på FRNs förändras med korta intervaller (till exempel var tredje månad). Det innebär att ränterisken fortfarande är låg, men eftersom det finns en kreditriskpremie är avkastningen högre än för värdepapper med kortare löptid. Den längre löptiden för FRNs påverkar inte portföljens känslighet för ränteförändringar i någon större utsträckning. Om en portfölj domineras av FRNs kan det emellertid ha implikationer för portföljens likviditetsrisk, i synnerhet om kreditrisken ökar kraftigt i samband med en finanskris.

INGEN STARK TYNGDPUNKT PÅ PLACERINGAR I MODERBANKENS VÄRDEPAPPER

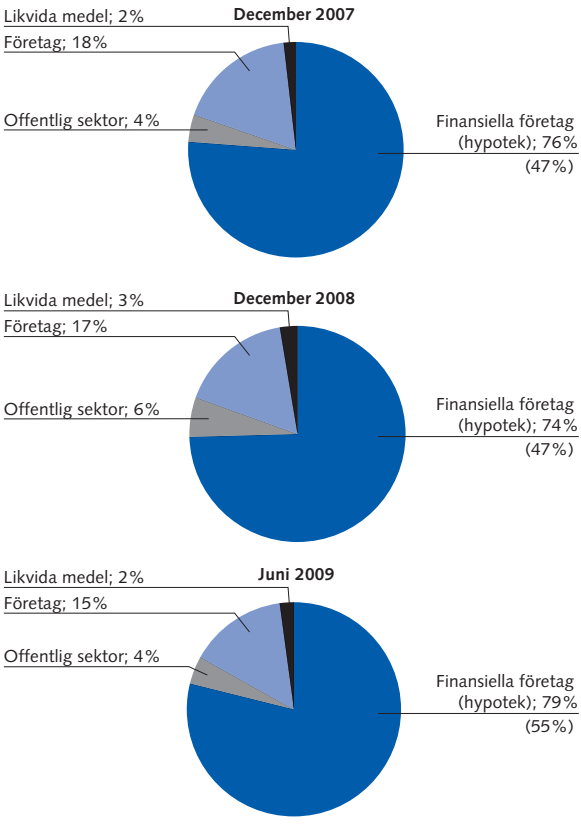
I diagram 4 delas de sju största fondernas innehav in i exponering mot emittenter. Emittenterna är indelade i finansiella institut (inklusive hypotek och fastighetsbolag), offentlig sektor, företag och likvida medel. De slutsatser som kan dras av SCB:s aggregerade statistik bekräftas här eftersom finansiella institut emitterar den absoluta merparten av värdepapperen i portföljerna, mellan 74 och 79 procent under perioden. Andelen värdepapper emitterade av hypotek (inklusive företagscertifikat, säkerställda och icke säkerställda obligationer) ökade under perioden. I slutet av 2007 placerades 47 procent av portföljen i värdepapper från hypotek. I juni 2009 hade denna siffra stigit till 55 procent.

Tabell 3 visar de fem största exponeringarna fördelat på emittenter i var och en av de sju fonderna vid de tre tidpunkterna. De största exponeringarna är i allmänhet mot hypotek, vilket bekräftar tidigare slutsatser. I alla fonder utom en (SHB Korträntefond) är en av de fem största exponeringarna vid samtliga tre tidpunkter mot Stadshypotek, som är ett dotterbolag till Svenska Handelsbanken. Detta är en följd av att Stadshypotek är

[22] Under denna period blev alla värdepapper med kreditrisk svårare att sälja. Marknaden för företagscertifikat är ett exempel (särskilt emissioner av finansiella institut och företag). Andra exempel är obligationer utgivna av finansiella institut och företag och strukturerade produkter.

[23] Obligationer med rörlig ränta (FRNs) emitteras av alla typer av institut och kan vara säkerställda obligationer, statligt garanterade obligationer, icke-säkerställda obligationer etc.

Diagram 4
Genomsnittliga exponeringar mot typ av emittent (7 fonder)
Nominella värden.



en av de största emittenterna på den svenska marknaden för säkerställda obligationer. Att den största exponeringen från 2007 till 2009 var mot Statshypotek visar att detta anses vara en bra investering även i turbulenta tider, eftersom en finanskris normalt utlöser en "flykt till kvalitet", dvs. till relativt säkrare placeringar. Den största exponeringen är mellan 8 och 24 procent, vilket visar att det finns en del skillnader i fondernas diversifiering mellan olika motparter. Det finns dessutom ingen stark tyngdpunkt på placeringar i moderbankens värdepapper, som var fallet i de isländska fonderna. Den genomsnittliga exponeringen mot värdepapper emitterade av moderbanken är 11 procent för de svenska fonderna (motsvarande siffra för de isländska bankerna var omkring 36 procent).[24]

[24] Detta är minus inlåning. Om inlåning inkluderas ökar exponeringen väsentligt för de isländska fonderna eftersom vissa fonder har stora placeringar i bankinlåning.

Tabell 3.

De största exponeringarna fördelat på emittenter

Uppgifterna kommer från Finansinspektionen, fondernas års- och halvårsrapporter och direkt från fondbolagen. Nominella värden.

Fond	December 2007 Emittent	Andel	December 2008 Emittent	Andel	Juni 2009 Emittent	Andel
Nordea Sekura	Stadshypotek	13 %	Stadshypotek	9 %	Stadshypotek	11 %
	Spintab	10 %	Landshypotek	8 %	SBAB	9 %
	Landshypotek	7 %	Swedbank	6 %	Landshypotek	8 %
	Nordea Hypotek	6 %	Nordea	6 %	Swedbank	7 %
	Nordea	5 %	DnB Nor	6 %	Nordea Hypotek	6 %
Swedbank Likviditetsfond	Nordea Hypotek	23 %	Stadshypotek	23 %	Stadshypotek	24 %
	Stadshypotek	12 %	Svenska staten	15 %	Nordea Hypotek	15 %
	Swedbank Hypotek	9 %	SEB	8 %	Swedbank Hypotek	15 %
	Swedbank	6 %	Nordea Hypotek	7 %	SBAB	9 %
	SBAB	6 %	Swedbank Hypotek	6 %	Landshypotek	7 %
SHB Lux. Kortränte-fond	Svenska staten	16 %	Svenska staten	13 %	Länsforsäk.Hypotek	8 %
	Nordbanken Hypotek	6 %	Stadshypotek	10 %	Swedish Covered	5 %
	Sandvik	4 %	Kontanter	6 %	Handelsbanken	4 %
	Vasakronan	3 %	Swedish Covered	6 %	Landshypotek	4 %
	General Electric	3 %	Länsförsäkringar	5 %	Volvo	4 %
Nordea Inst. Penn.	Stadshypotek	15 %	Nordea Hypotek	22 %	Stadshypotek	24 %
	Nordea Hypotek	14 %	Stadshypotek	17 %	Nordea Hypotek	15 %
	SEB Bolån	9 %	Spintab	11 %	Svenska staten	9 %
	Spintab	8 %	SBAB	9 %	Länsforsäk. Hypotek	8 %
	Svenska staten	6 %	SEB Bolån	5 %	SBAB	7 %
Swedbank Penn.	Nordea Hypotek	24 %	Stadshypotek	24 %	Stadshypotek	23 %
	Stadshypotek	14 %	Swedbank hypotek	13 %	Swedbank hypotek	15 %
	Swedbank Hypotek	9 %	SEB	8 %	Nordea hypotek	14 %
	Swedbank	6 %	Landshypotek	8 %	Landshypotek	7 %
	Swedish Covered	6 %	Svenska staten	7 %	SBAB	7 %
Nordea Likv.	Stadshypotek	10 %	SBAB	10 %	Stadshypotek	14 %
	Volvo	8 %	Stadshypotek	10 %	SBAB	12 %
	Landshypotek	7 %	Swedbank	8 %	Swedbank	9 %
	SBAB	7 %	SEB	8 %	Landshypotek	7 %
	Spintab	6 %	Landshypotek	7 %	Länsförsäk. Hypotek	6 %
SEB Penn.	Stadshypotek	21 %	Stadshypotek	22 %	Stadshypotek	23 %
	SEB	20 %	Swedbank Hypotek	15 %	Swedbank Hypotek	12 %
	Swedbank Hypotek	8 %	Nordea Hypotek	8 %	Nordea Hypotek	8 %
	Nordea Hypotek	8 %	SBAB	5 %	SBAB	7 %
	Swedish Covered	5 %	Svenska staten	3 %	Kontanter	5 %

ANDELEN KORSINVESTERINGAR HAR MINSKAT UNDER KRISEN

Tabell 4 visar i detalj korsinvesteringarna mellan fonderna, dvs. hur mycket av en fonds kapital som är placerat i exakt samma värdepapper som en annan fonds. Om fonderna i stor utsträckning placerar i samma värdepapper ökar de systematiska riskerna och den potentiella marknadspåverkan om fonderna blir tvungna att sälja av värdepapper. Det är dock naturligt att det förekommer en del korsinvesteringar eftersom den svenska marknaden är relativt liten och urvalet av värdepapper är begränsat, en begränsning som beror på att fonderna placerar i värdepapper utfärdade i svenska kronor.

Eftersom Nordea Sekura är den största fonden kan övriga fonder förväntas ha flest korsinvesteringar med denna fond. Korsinvesteringarna med Sekura var emellertid betydligt fler 2007 (i genomsnitt 73 procent)

Tabell 4.

Fondernas korsinvesteringar

Tabellen visar korsinvesteringar mellan enskilda fonder på grundval av placeringar i identiska värdepapper. Fonden på den lodräta axeln har närmare bestämt x % av sitt nominella värde placerat i samma värdepapper som fonden på den vågräta axeln. Nominella värden.

31 december 2007

	SEB Penningm	SHB Korträntе	Nordea Sekura	Nordea Likviditet	Nordea Instit Penn	Swedbank Sv Likvid	Swedbank Penningm
SEB Penn.		63 %	70 %	49 %	65 %	13 %	12 %
SHB Korträntе	16 %		37 %	18 %	20 %	29 %	27 %
Nordea Sekura	68 %	75 %		91 %	51 %	86 %	82 %
Nordea Likviditet.	41 %	31 %	84 %		34 %	17 %	17 %
Nordea Instit. Penn.	61 %	68 %	67 %	59 %		25 %	25 %
Swedbank Sv. Likvid.	20 %	38 %	98 %	17 %	15 %		86 %
Swedbank Penn.	18 %	38 %	83 %	17 %	15 %	82 %	

31 december 2008

	SEB Penningm	SHB Korträntе	Nordea Sekura	Nordea Likviditet	Nordea Instit Penn	Swedbank Sv Likvid	Swedbank Penningm
SEB Penn.		16 %	38 %	36 %	53 %	34 %	38 %
SHB Korträntе	10 %		11 %	10 %	5 %	16 %	21 %
Nordea Sekura	31 %	10 %		67 %	32 %	24 %	28 %
Nordea Likviditet.	25 %	11 %	84 %		33 %	20 %	26 %
Nordea Instit. Penn.	18 %	7 %	22 %	19 %		16 %	19 %
Swedbank Sv. Likvid.	32 %	11 %	34 %	34 %	29 %		83 %
Swedbank Penn.	29 %	9 %	32 %	32 %	31 %	75 %	

30 juni 2009

	SEB Penningm	SHB Korträntе	Nordea Sekura	Nordea Likviditet	Nordea Instit Penn	Swedbank Sv Likvid	Swedbank Penningm
SEB Penn.		26 %	54 %	52 %	50 %	38 %	41 %
SHB Korträntе	15 %		9 %	9 %	9 %	4 %	4 %
Nordea Sekura	20 %	10 %		68 %	49 %	28 %	30 %
Nordea Likviditet.	23 %	8 %	83 %		48 %	27 %	27 %
Nordea Instit. Penn.	36 %	16 %	70 %	60 %		41 %	41 %
Swedbank Sv. Likvid.	26 %	10 %	37 %	35 %	35 %		98 %
Swedbank Penn.	23 %	7 %	31 %	30 %	29 %	86 %	

än 2008 (37 procent) och 2009 (47 procent). Samma trend kan noteras mellan de övriga fonderna.

DE SVENSKA FONDERNA ÄGER INTE STORA ANDELAR AV OBLIGATIONERNAS UTESTÅENDE BELOPP

En annan faktor som man måste ta hänsyn till är hur mycket fonderna äger av varje värdepapper. Om de till exempel äger mycket av ett värdepapper påverkas likviditeten och det blir svårare att sälja det på marknaden om det skulle bli nödvändigt. Enligt en uppskattning baserad på data

från Bloomberg i juni 2009 ägde fonderna i genomsnitt 15 procent[25] av obligationernas utestående belopp. Detta visar att de svenska fonderna i allmänhet inte äger stora belopp i enskilda obligationer. Det var fallet i Island där fonderna i några fall till och med ägde hela beloppet, vilket allvarligt påverkade obligationernas likviditet (SIC, 2010).

ÖVERVIKT MOT NATIONELLA VÄRDEPAPPER KAN MEDFÖRA EN HÖGRE RISK I FRAMTIDEN

Medan färre korsinvesteringar mellan fonderna är positivt för den finansiella stabiliteten och penningmarknadsfondernas potentiella marknadspåverkan är det dåliga nyheter att diversifieringen i portföljerna har minskat under finanskrisen. Andelen säkerställda obligationer har ökat, vilket har gjort fonderna mer beroende av denna marknad. Det finns dessutom en mindre spridning bland emittenterna och en ökad preferens för nationella värdepapper. Det är i regel alltid bättre att ha en mer diversifierad portfölj. I det exceptionella fall som den senaste finanskrisen utgjorde var det dock, ur fondförvaltarnas perspektiv, negativt att ha en högre grad av diversifiering. I en finanskris ökar nämligen korrelationen mellan tillgångarna, vilket gör att de positiva effekterna av diversifieringen minskar. Adrian och Shin (2008) har dessutom påpekat att när det finns en hög grad av diversifiering i det finansiella systemet, kan en liten störning förstärkas via marknadspriserna. Det är därmed naturligt att innehaven i nationella värdepapper i fondförvaltarnas portföljer ökade, eftersom fonder som diversifierade sin portfölj med utländska värdepapper straffades under krisen. Ur stabilitetssynpunkt kan en övervikt mot nationella värdepapper dock medföra en högre risk för det svenska finansiella systemet om det i framtiden skulle uppstå problem på de inhemska marknaderna.

SVENSKA PENNINGMARKNADSFONDER MINDRE VIKTIGA FÖR BANKERNAS FINANSIERING

För att fonderna ska vara en viktig finansieringskälla för de svenska bankerna måste en betydande del av bankernas utestående obligationer innehas av penningmarknadsfonderna. Eftersom uppgifter om detta inte är lätta att utläsa ur statistiken använder vi en grov uppskattning. Enligt SCB emitterade svenska finansiella institut (banker, hypotek etc.) värdepapper (både lång- och kortfristiga) utfärdade i svenska kronor till ett värde av 1 509 miljarder kronor andra kvartalet 2009[26], vilket utgjorde 24

[25] Observera att detta endast är en grov uppskattning eftersom Bloomberg hade information om de flesta, men inte alla, värdepapper. Företagscertifikat ingår dessutom inte eftersom Bloomberg inte har någon information om dessa (företagscertifikat utgjorde i juni 2009 13 procent av portföljerna).

[26] Omfattar inte dotterbolag.

procent av bankernas totala räntebärande finansiering (Blomberg, 2009). Eftersom penningmarknadsfonderna vid denna tidpunkt förvaltade ett kapital på 204 miljarder kronor och i genomsnitt 79 procent av detta var placerat i värdepapper utgivna av finansiella institut borde bara en liten del av institutens värdepappersfinansiering kunna komma från korta penningmarknadsfonder.

Enligt SCB:s finansmarknadsstatistik uppgick vidare in- och upplåningen från svenska hushåll och icke-finansiella företag till 1 792 miljarder kronor andra kvartalet 2009, vilket utgjorde 29 procent av bankernas totala räntebärande upplåning (Blomberg, 2009). Av dessa 1 792 miljarder kronor uppgick inlåningen från hushåll under samma period till 767 miljarder kronor (eller 43 procent av denna finansiering). Om småsparare förlorar förtroendet för en viss banks fonder och tar ut sina pengar, inte bara från fonden utan också från bankkonton, kan detta alltså påverka den berörda banken.

PENNINGMARKNADSFONDERNA HAR BETYDELSE FÖR DELMARKNADER

Om vi särskilt tittar på marknaden för säkerställda obligationer finner vi att de största fonderna i genomsnitt placerar 45 procent av sina portföljer i säkerställda obligationer. Om man antar att andelen i genomsnitt är densamma för alla svenska penningmarknadsfonder skulle fonderna ha omkring 8 procent av alla utestående säkerställda obligationer denominerade i svenska kronor[27]. Riksbanken uppskattar den svenska marknaden för företagscertifikat till omkring 100 miljarder kronor. Utifrån samma antaganden innebär detta att penningmarknadsfonderna skulle inneha omkring 12 procent av de utestående företagscertifikaten. Detta tal är visserligen inte skyhögt, men det är heller inte helt obetydligt.

Det är emellertid inte bara hur mycket kapital som har placerats som spelar roll utan också hur rörligt detta kapital är. Erfarenheterna på den svenska marknaden för säkerställda obligationer 2008 visar att snabba uttag kraftigt kan påverka marknadens stabilitet. Detta visade sig efter Lehman Brothers kollaps då många utländska investerare snabbt ville sälja av sina innehav av svenska säkerställda obligationer och marknadsgaranterna fick problem att hantera de stora volymerna av säljorder, vilket orsakade stopp i handeln. Problemen på marknaden för säkerställda obligationer minskade när Riksgälden i mitten av september 2008 började emittera stora extra volymer statsskuldväxlar för att möta den ökade efterfrågan på dessa kortfristiga värdepapper. Pengarna från de extra auktionerna placerades i omvända repor med säkerställda obligationer som säkerhet. De utländska

[27] Uppskattningen av storleken på marknaden för säkerställda obligationer kommer från ASCB:s (Association of Swedish Covered Bond issuers) webbplats.

investerarna minskade under 2008 sina innehav av svenska säkerställda obligationer med omkring 100 miljarder kronor jämfört med 2007. Även om detta bara utgjorde omkring 7 procent av marknaden för säkerställda obligationer fick utflödet en väsentlig effekt eftersom det ägde rum så snabbt.

Hur mycket liknar situationen i Sverige den i USA och Island?

FÅ LIKHETER MED DEN AMERIKANSKA MARKNADEN

De amerikanska penningmarknadsfonderna skiljer sig avsevärt från de svenska penningmarknadsfonderna. För det första är den vägda genomsnittliga löptiden i de amerikanska penningmarknadsfondernas portföljer som sagt begränsad till 90 dagar. I Sverige finns det ingen sådan fastställd regel. SCB:s definition av penningmarknadsfonder är att den vägda genomsnittliga löptiden i deras portföljer är högst 397 dagar.[28] Det är följaktligen inte enkelt att göra en direkt jämförelse mellan de svenska och de amerikanska fonderna. En begränsning av löptiden i penningmarknadsfonder bör ha en positiv effekt på den finansiella stabiliteten. Eftersom de svenska penningmarknadsfonderna kan investera i både företagscertifikat och långa obligationer (till exempel säkerställda obligationer) kan de påverka båda dessa marknader om de skulle bli tvungna att sälja av värdepapper. Problemen i de amerikanska fonderna påverkade främst penningmarknaden.

För det andra finns det skillnader när det gäller fondernas potentiella påverkan på marknaden. Penningmarknadsfonderna svarar för 30 procent av den amerikanska fondmarknaden jämfört med omkring 15 procent för penningmarknadsfonderna i Sverige. Institutionella ägare spelar en stor roll i de amerikanska penningmarknadsfonderna.[29] Amerikanska Investment Company Institute uppskattar att 80 procent av de amerikanska företagen använder penningmarknadsfonder för sin likviditetshantering. Det finns inga motsvarande siffror för Sverige, men bara omkring 23 procent av investerarna i svenska penningmarknadsfonder är företag.

För det tredje var de amerikanska penningmarknadsfonderna viktiga för marknaden för tillgångssäkrade företagscertifikat, ABCP, och problem i penningmarknadsfonderna hade därför en direkt inverkan på den reala ekonomin. I Sverige har penningmarknadsfonderna inte placerat i strukturerade produkter, men de säkerställda obligationerna har en koppling till den svenska bostadsmarknaden.

Slutligen finns det skillnader även i resultatrapporteringen. I det amerikanska systemet utgör 1 US-dollar en lägsta gräns och det är där-

[28] Enligt e-postkorrespondens med Johannes Holmberg på SCB.
[29] Enligt e-postkorrespondens med Fredrik Pettersson på Fondbolagens förening.

med sannolikt att det får allvarligare konsekvenser i USA än i Sverige om fonder uppvisar ett negativt resultat. I USA har fondernas garanter skjutit till ekonomiskt stöd när NAV-kursen har riskerat att sjunka till långt under 1 US-dollar, trots att det inte finns något officiell garanti för att värdet alltid ska ligga över 1 US-dollar.[30] De svenska penningmarknadsfonderna kan däremot både stiga och sjunka i värde, vilket de flesta placerare är medvetna om, även om de under normala förhållanden har haft en stadigt positiv avkastning. De svenska fonderna är däremot mer känsliga för ränteförändringar än de amerikanska fonderna eftersom de kan inneha värdepapper med längre löptid.

DESTO FLER LIKHETER MED DEN ISLÄNDSKA MARKNADEN

Om det finns få likheter mellan de svenska och de amerikanska fonderna finns det däremot flera likheter mellan de svenska och de isländska fonderna. De isländska penningmarknadsfonderna liknade de svenska penningmarknadsfonderna i fråga om definition, investeringar, avkastning och det syfte de tjänar för placerarna.

Precis som i Sverige saknas det idag en tydlig definition av penningmarknadsfonder i Island. Det är upp till fonderna själva att bestämma sin genomsnittliga löptid och i båda länderna brukar penningmarknadsfonder definieras som att de har en genomsnittlig löptid på högst ett år. Trots att det inte finns några exakta uppgifter om placerarna i de isländska penningmarknadsfonderna var en stor andel hushåll, precis som i Sverige. De isländska fonderna utgjorde heller inget viktigt verktyg för företagens likviditetshantering, vilket var fallet i USA.

I Sverige och Island var utbudet av statsobligationer (dvs. obligationer utfärdade i den nationella valutan) litet, varför fonderna mestadels bestod av värdepapper utgivna av finansiella institut och företag, även om likvida medel ökade i de isländska fonderna under perioden före systemets kollaps. Den svenska obligationsmarknaden, där säkerställda obligationer spelar en stor roll, är å andra sidan större än den isländska obligationsmarknaden. Det finns därför bättre möjligheter till diversifiering på den svenska marknaden, även om båda dessa marknader fortfarande är små jämfört med den amerikanska marknaden.

De svenska penningmarknadsfondernas investeringar är på grund av ägarförhållandena dessutom nära kopplade till de svenska storbankerna, vilket även var fallet i Island. De svenska fonderna har emellertid inte samma starka tyngdpunkt på placeringar i moderbankens värdepapper som de isländska fonderna. En annan viktig faktor är att Sverige är ett

[30] Eftersom löptiden i amerikanska penningmarknadsfonder är kort (90 dagar) är volatiliteten i fonderna låg, varför stödet för det mesta inte innebär någon större risk för fondernas garanter.

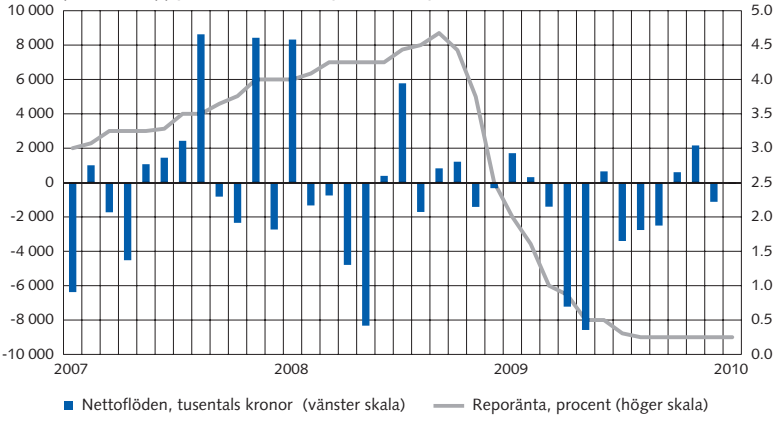
större land än Island och att dess banksektor inte är lika stor i förhållande till BNP som den isländska banksektorn var före kollapsen. Mycket tack vare den noggranna regleringen av finansmarknaderna (inklusive penningmarknadsfonderna) och erfarenheterna av den nationella bankkrisen på 1990-talet var Sverige dessutom bättre rustat för krisen än Island.

Hur påverkade den senaste finanskrisen de svenska penningmarknadsfonderna?

DE SVENSKA PENNINGMARKNADSFONDERNA DRABBADES INTE AV STORA UTTAG

Diagram 5 visar nettokapitalflödena till penningmarknadsfonder per månad från 2007 till 2009. Diagrammet visar också reporäntan (månadsgenomsnitt) som en indikation på den allmänna räntenivån. Det största inflödet till penningmarknadsfonderna ägde rum i augusti 2007 och uppgick till 8,6 miljarder kronor. Under denna månad var utflödena från aktiefonderna betydande. Detta hade ett direkt samband med början av subprimekrisen, en likviditetskris som kom att övergå i en recession. I en finanskris föredrar placerarna mer likvida och mindre riskfyllda innehav och vänder sig därför till penningmarknadsfonder.

Diagram 5.
Månadsflöden, netto
Diagrammet visar nettomånadsflöden till svenska penningmarknadsfonder från januari 2007 till januari 2010. Det visar också reporäntan (månadsgenomsnitt) under perioden. Uppgifter från Fondbolagens förening och Riksbanken.



Penningmarknadsfonderna visade sig emellertid vara mer riskabla än man tidigare hade trott. Lehman Brothers kollaps förändrade helt risktendenserna på marknaden. De svenska penningmarknadsfonderna drabbades i och för sig inte av någon uttagsanstormning efter Lehman Brothers kollaps. Däremot ökade försäljningen och uttagen från fonderna snabbt även om nettoflödet av kapital var positivt. Detta gjorde att fonderna

hamnade under hård press, i synnerhet det fåtal som hade värdepapper emitterade av Lehman Brothers. Vissa förvaltare placerade förmodligen i dessa värdepapper för att de hade ett relativt högt kreditbetyg och en hög avkastning före konkursen och för att man ansåg det vara osannolikt att myndigheterna skulle låta investmentbanken gå omkull. Detta visade sig emellertid vara fel.

LIKVIDITETEN MINSKADE PÅ DEN SVENSKA MARKNADEN

Likviditeten sinade också på den svenska obligationsmarknaden under ett par dagar efter Lehman Brothers kollaps. Detta bekräftas av att spreaden mellan köp- och säljkurser för säkerställda obligationer på den svenska marknaden ökade mycket kraftigt under dessa dagar (vilket illustreras av uppgifterna om en stor emission av en benchmarkobligation i diagram 6). Likviditet är avgörande för penningmarknadsfonderna eftersom de måste kunna betala ut inlösta fondandelar samma dag. Enligt statistik som samlats in av Riksbanken fanns det emellertid fortfarande en viss omsättning på den svenska marknaden för säkerställda obligationer, vilket tyder på att det fanns placerare som var villiga (eller tvungna) att handla under dessa dagar av akut stress (se diagram 7).

Penningmarknadsfonder kan i ett läge med omfattande uttag och låg likviditet på marknaderna vända sig till repomarknaden för att få tillgång till kontanta medel. De värdepapper som fonderna placerar i används ofta på repomarknaden. Det var därför viktigt att repomarknaden i Sverige fortsatte att fungera under hela finanskrisen, även om det blev svårare att

Diagram 6.
Spread mellan köp- och säljkurs för en svensk säkerställd obligation
Diagrammet visar spreaden mellan köp- och säljkurs i räntepunkter för den 6-åriga säkerställda benchmarkobligationen Stadshypotek, med kupong 6 % och med förfall den 16 december 2009 enligt Bloomberg.

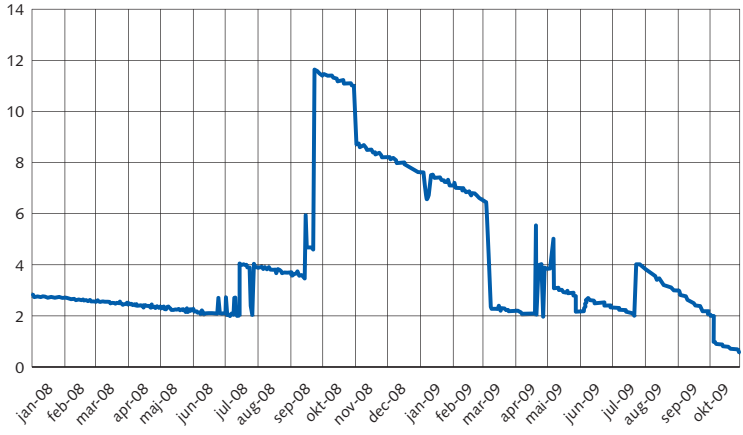
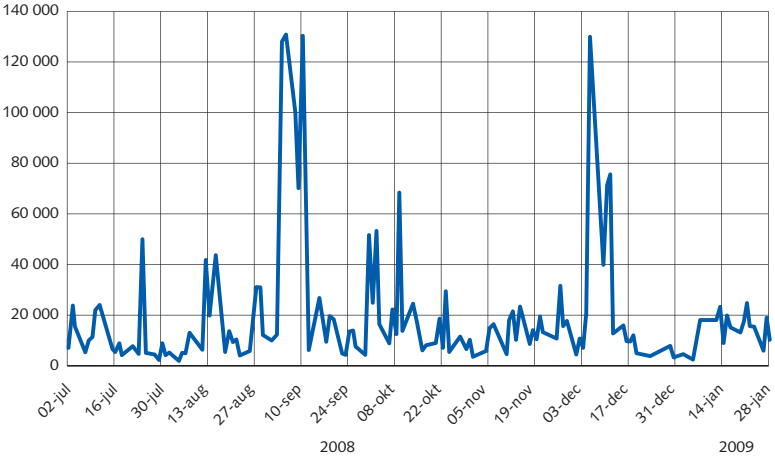


Diagram 7.
Omsättning säkerställda obligationer
Diagrammet visar omsättningen (miljoner kronor) av säkerställda obligationer på den svenska marknaden. Uppgifterna kommer från Riksbanken.



använda säkerheter med högre risk i repoavtalen.

De svenska penningmarknadsfonderna kunde som tur var hantera uttagen under krisens mest akuta fas. Trots att det förekom en del uppmärksamhet i medierna[31] om situationen efter Lehman Brothers kollaps höll sig utflödena på måttliga nivåer.

FRAMTIDA REGLERINGAR KAN PÅVERKA

I framtiden kan den nya reglering som har föreslagits för bankerna i Europa påverka de svenska penningmarknadsfonderna. Om bankerna tvingas förlänga sin finansiering och inrikta sig på att utfärda värdepapper med längre löptid kan det leda till att marknaden för penningmarknadens värdepapper krymper. Detta skulle försämra penningmarknadsfondernas placeringsmöjligheter.

Slutsatser

Vi finner att det finns likheter mellan de svenska och de isländska penningmarknadsfonderna, men få likheter med de amerikanska fonderna.

BRIST PÅ DIVERSIFIERING SKAPAR RISKER

I Sverige placerar penningmarknadsfonderna i genomsnitt nästan 60 procent av sitt kapital i värdepapper utgivna av finansiella institut (motsvarande siffra för de sju stora fonderna är 79 procent). Denna brist på diversifiering kan få följder för den systematiska risk som fonderna tar, vilket de isländska erfarenheterna har visat.

[31] Se till exempel E24 (2008).

Medan färre korsinvesteringar mellan fonderna är positivt för den finansiella stabiliteten och penningmarknadsfondernas påverkan på marknaden är det dåliga nyheter att diversifieringen i portföljerna har minskat under finanskrisen. Andelen säkerställda obligationer har ökat, vilket har gjort fonderna mer beroende av denna marknad. Det finns dessutom en ökad preferens för inhemska värdepapper. Trots att det skulle ha varit positivt med mindre diversifiering under denna kris, eftersom problemen var mindre på den svenska marknaden än i till exempel USA, innebär mindre diversifiering samtidigt en ökad systematisk risk i de svenska penningmarknadsfonderna. Om det skulle uppstå problem i Sverige skulle fonderna därför drabbas hårdare.

DE SVENSKA FONDERNA HANTERADE EFFEKTERNA AV LEHMAN BROTHERS KOLLAPS

Likviditeten sinade på obligationsmarknaden efter Lehman Brothers kollaps. Likviditet är avgörande för penningmarknadsfonderna eftersom de måste kunna betala ut inlösta fondandelar samma dag. Det var därför viktigt att repomarknaden i Sverige fortsatte att fungera under hela finanskrisen. De svenska penningmarknadsfonderna kunde som tur var hantera uttag under krisens mest akuta fas. Trots att det förekom en del uppmärksamhet i svenska medier om situationen efter Lehman Brothers kollaps höll sig utflödena på måttliga nivåer.

FONDERNA KAN PÅVERKA SYSTEMET GENOM SPRIDNINGSEFFEKTER

Efter att ha tittat på de risker som är knutna till de svenska penningmarknadsfonderna finner vi inte att fonderna i sig utgör en stor systemrisk. Fonderna är emellertid tillräckligt stora och sammankopplade med det finansiella systemet för att kunna förvärra en redan bräcklig situation. Det var detta som skedde i både Island och USA. Vi finner dock att de svenska penningmarknadsfonderna inte i sig har någon större systemvikt i egenskap av finansieringskälla för de svenska bankerna eftersom de är relativt små. Det är mer sannolikt att fonderna kan påverka systemet genom spridningseffekter till bankerna, i synnerhet om marknaden redan präglas av stor osäkerhet och riskaversion. Penningmarknadsfonderna har därför en större betydelse för vissa delar av finansmarknaden, såsom marknaden för företagscertifikat och säkerställda obligationer.

Referenser

Adrian, T. och Shin, H. S., (2008). "Liquidity and financial contagion", *Banque de France, Financial Stability Review* – särskild utgåva om likviditet, nr 11, februari.

Baba, N., McCauley, R. och Ramaswamy, S., (2009). "U.S. dollar money market funds and non-U.S. banks" *BIS Quarterly Review*, mars.

Blomberg, G., (2009). "Bankernas finansiering under den finansiella krisen" Sveriges Riksbanks Ekonomiska kommentarer, nr 11.

Davis, E. P. och Stein, B., (2001). "U.S. Mutual Funds and Financial Stability" *Institutional Investor*.

E24, (2008). "Lehman-kollapsen drabbar "säkra" investeringar", 16 september.

EFAMA, (2010). "Trends in the European investment fund industry in the fourth quarter of 2009 and results for the full year 2009", Quarterly Statistics Release, nr 40, mars.

Gunnarsdottir, G., (2008). "Fjarfestu i tengdum felogum," *Morgunbladid*, 17 december.

Henriques, D. B., (2008). "Treasury to guarantee money market funds", *New York Times*, 20 september.

Juliusson, T., (2009). "Reidufe fyrir skuldabref," *Morgunbladid*, 8 oktober.

Kaupthing, (2008). "Uppgjor Kaupthings Peningamarkadssjods," Kaupthing, december.

Klibanoff, P., Lamont, O. och Wizman, T. A., (1998). "Investor reaction to salient news in closed-end country funds", *Journal of Finance*, 53(2), s. 673–699.

McCabe, P., och Palumbo, M., (2009). "A case study of financial stability analysis and policy reform: The run on U.S. money market funds in September 2008", presentation Federal Reserve Board, 29 januari.

Sigfusdottir, E., (2008). "Opid bref til hlutdeildarskirteinishafa", Landsbanki, 10 december.

Sirri, E. R. och Tufano, P., (1998). "Costly search and mutual fund flows", *Journal of Finance*, 53(5), s. 1589–1622.

Special Investigation Commission (SIC), (2010). "Factors preceding and causing the collapse of the Icelandic banks in 2008 and related events", 12 april 2010.

Svenska Dagbladet, (2009). "Ny kalldusch för Swedbank", 16 oktober.

Sveriges riksbank, (2009). "Finansiell stabilitet", 2009:2.

U.S. Department of the Treasury, (2008). "Treasury Announces Guarantee Program for Money Market Funds", pressmeddelande, 18 september.

Waggoner J., (2009). "Money market mutual funds remain at risk of 'breaking the buck'", *USA Today*, 17 september.