

”Det är inget fel på förändring...”

”Det är inget fel på förändring” är ett citat som ofta tillskrivs Winston Churchill, med det viktiga tillägget ”bara den går i rätt riktning”. Förändringar inom handel- och säkerhetspolitik har vi sannerligen fått se det senaste året. Huruvida förändringarna går i rätt riktning är däremot en annan sak. I april verkade investerarna ha bestämt sig för att det var helt fel riktning på Trumps förändringar, men nu reflekteras inte längre den synen i marknadsprissättningen. Är det rimligt? En förändring som däremot går i rätt riktning är att USA i sommar har fått ett regelverk på plats för en viss typ av kryptotillgångar. Det är hög tid att sätta sig in i de länkar kryptovärlden har till det traditionella finansiella systemet och inte minst till räntemarknaden.

1. 12 månader fyllda av politik

De senaste 12 månaderna har varit fullmatade med politiska händelser och utspel och det är Donald Trump som har stått för mycket av detta. I Sverige har samtidigt den tidigare oron för fastighetsbolagen definitivt sjunkit undan och Riksbanken har hunnit sänka styrräntan med 175 punkter.

I ränteförvaltningens strategirapport för ungefär ett år sedan stod att läsa att placerarna skulle göra klokt i att inte vänta sig riktigt samma goda avkastning på sina räntefonder kommande 12 månader som föregående 12 månader. I början av augusti förra året hade breda, svenska företagsobligationsfonder avkastat cirka 7,5-9,0% på ett år. Vi argumenterade för att så väl lägre kreditspreadar som lägre underliggande marknadsräntor skulle komma att ge en lägre förräntningstakt i fonderna påföljande 12 månader vilket skulle få en dämpande effekt på avkastningen. Det var också vid den tidpunkten litet för tidigt att utropa att kreditförlusterna globalt hade börjat vända ned igen. Med detta sagt så ansågs trots allt förutsättningarna för räntefonder betydligt bättre än de varit exempelvis i slutet av 2021 då vi hade lövtunna kreditspreadar och minimala eller till och med negativa underliggande räntor.

Nu kan konstateras att det senaste året har varit ett bra år för fonder som investerat i företagsobligationer, men i linje med vad vi förutspått inte riktigt lika bra som året innan. Allra bäst har vissa High Yield-fonder gått, men spridningen är stor inom den gruppen. Sett till portföljer utan kreditrisk, men med lång ränteduration (6-till 7 år) så gick de nästan, men inte riktigt, lika bra som företagsobligationsfonderna de 12 månaderna aug 2023-juli 2024. Däremot har sådana portföljer utvecklats rätt mediokert det senaste året med avkastning på endast cirka 1% fram till början av augusti. Investeringar i säkerställda bostadsobligationer med AAA-rating, men med något kortare ränteduration, har klarat sig betydligt bättre med en avkastning på runt 3,5% den senaste tolv månadersperioden fram till början av augusti i år.

Dras perspektivet ut har svenska räntefonder de senaste 24 månaderna till och med första augusti generellt givit positiv ackumulerad avkastning på någonstans mellan dryga 7 och 16% mellan tummen och pekfingeret och High Yield-fonder något mer. På en 5-årsperiod har räntefonder givit mellan minus 5% och dryga plus 20% beroende på typ av fond. High Yield-fonder har dock i många fall avkastat mer. Den nordiska High Yield-marknaden i stort har faktiskt avkastat något mer än Stockholmsbörsen(!) de senaste 24 månaderna fram till början av augusti i år. Tittar man istället på en 5-årsperiod har Stockholmsbörsen däremot gått bättre än den nordiska High Yield-marknaden. High Yield är dock litet av ett eget kapitel med emellanåt rätt stora variationer mellan olika svenska fonder.

Ackumulerad avkastning

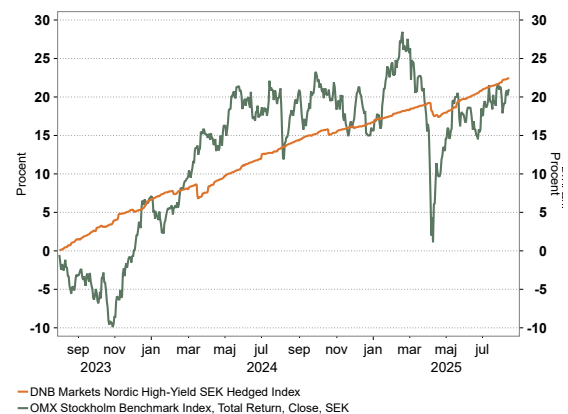


Diagram 1

Källa: DNB, Nasdaq OMX

Att portföljer utan kreditrisk, men med lång ränteduration (6-till 7 år) gått så pass svagt senaste året förklaras av rörelserna i de underliggande räntorna. Långa statsobligationsräntor har den senaste 12-månadersperioden stigit. Främst har de stigit i USA, men detta efter att först ha fallit en hel del under förra sommaren. De amerikanska långa marknadsräntorna föll åter tillbaka något under första kvartalet i år då viss konjunkturoro i USA satte avtryck,

men de 10-åriga statsobligationsräntorna har totalt sett ändå stigit den senaste tolv månadersperioden. En viss oro för de amerikanska offentliga finanserna har nog varit med och bidragit till detta. I Europa har de långa statsobligationsräntorna också stigit. Från mitten av februari till slutet av mars gick statsobligationsräntorna i Europa helt på tvärs mot sina amerikanska motsvarigheter som ju föll just då. De tyska finanspolitiska satsningarna på försvaret som aviseras i början av mars tolkades av många som positiva för konjunkturen, men framförallt torde dessa satsningar driva upp utbudet av tyska statsobligationer i sinom tid varför statsobligationsräntorna steg rejält i samband med nyheten. Räntorna på svenska motsvarigheter hängde då med upp. När långa marknadsräntor stiger är det under pågående ränterörelse ogynnsamt att ha placeringar med lång ränteduration (hög känslighet för marknadsrörelser). Ju längre ränteduration desto större är denna negativa effekt.

Ränta statsobligationer 10 år

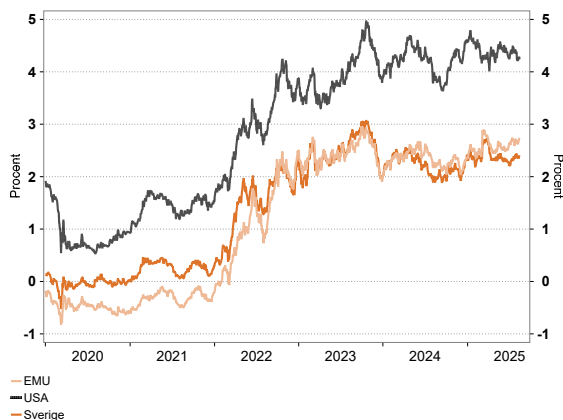


Diagram 2

Källa: US Treasury Macrobond

Samtidigt som de långa räntorna har stigit det senaste året har den korta änden av avkastningskurvan gått åt andra hållet och detta har resulterat i brantare kurvor. Lägre korta räntor har varit en något negativ faktor för fonder som investerar i företagsobligationer med FRN-konstruktion vilket många svenska företagsobligationsfonder och High Yield-fonder gör. Den lägre korta räntan har inneburit en lägre förräntningstakt. Däremot påverkas inte FRN-obligationer negativt på samma sätt som en lång statsobligation under uppgångar i långa räntor eftersom FRN har väldigt kort ränteduration.

För fonder som investerar i företagsobligationer är kreditspreadarna av avgörande betydelse. Det senaste året har kreditspreadar generellt minskat med ett avbrott i mars-april i år. Då minskade riskaptiten bland investerarna under en period som avslutades med intensifierad marknadsturbulens i samband med den mest intensiva

tullcirkusen i början av april. Kreditmarknaden tog då höjd för en väsentlig ökning i andelen kredithändelser genom att kraftigt dra isär kreditspreadarna. Mellan mitten av februari och cirka 10 dagar in i april tappade ITRAXX Cross Over nästan 6% i avkastning, vilket emellertid raskt återhämtades under våren. Den nordiska marknaden släpade efter och packade ihop först i april, men kom också den snabbt tillbaka. Krediter ger allt som oftast ypperliga köplägen när kreditspreadarna ökar och kursen faller. Detta eftersom slutförfallen ändå trots allt ska betalas på kurs 100 till investerarna, samtidigt som det blir dyrare för emittenterna att emittera nytt i och med att de får betala högre kupongräntor på nyemitterat. Kreditspreadarna har under våren och sommaren minskat igen i takt med att den värsta tullskräcken har lagt sig. Detta har givit extra skjuts åt avkastningen, särskilt för den som vågade addera kreditrisk i mitten av april, eftersom krympande kreditspreadar motsvarar kursuppgångar på obligationerna. Minskningen av kreditspreadarna har fått stöd av att andelen kreditförluster faktiskt har minskat något det senaste året och kreditkvaliteten stärkts.

Akkumulerad avkastning

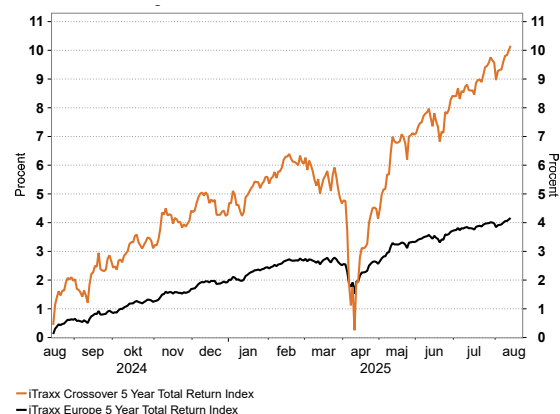


Diagram 3

Källa: Bloomberg

Ovan kan kortfattat sammanfattas med att ju kortare ränteduration och ju mer kreditrisk, i form av längre kreditduration och svagare kreditkvalitet, som en investerare haft i portföljen det senaste året, desto bättre avkastning i de flesta fall.

2. "Vart är vi på väg?"

Vi ska nu blicka framåt och åker först till ett land där statschefen sparkar statistiktjänstemän som inte levererar tillräckligt låga eller höga tal och där statschefen hotar centralbanksdito med små papperslappar om byggkostnader och kallar honom för "looser". Det är ett land där statschefen sitter och funderar på byggandet av en balsal och vill namnbyta ett redan namngivet kulturcentrum/operahus efter sin högst levande fru. Denne statschef har varit

flitig och har hunnit med allt detta på bara en sommar. Dessförinnan drog han igång en tullcirkus utan like med världen som åskådare. Det är samme man som under sin förra mandatperiod var minst lika flitig och då lär ha levererat mer än 25 000 tweets totalt, dvs drygt 17 om dagen i snitt, utöver sina presidentsysslor. På en enda dag ska ha han då ha fått ihop 200 tweets. Vart är vi på väg? Ja det kan man verkligen fråga sig, men "it's gonna be great" enligt utsago...



Bild 1

Källa: Pixabay

Nedjusterade tillväxtprognoser

Alla är emellertid inte helt överens om att det ska bli så värst "great". Ekonomernas tillväxtprognoser gällande USA har justerats ned jämfört med för ett år sedan. Cirka 0,3 procentenhets lägre BNP-tillväxt i USA väntas nästa år jämfört med vad som förutsågs för 2026 för 12 månader sedan. Tillväxtprognoserna för helåret 2025 har också justerats ned. Även för euroområdet har tillväxtprognoserna justerats ned trots aviseringen av tyska finanspolitiska stimulanser. I Sverige har de gröna skott som kunde noteras i höstas falnat något. Den är inte bara tullarna som sådana som påverkar prognoserna utan den stora osäkerheten som förelegat det senaste halvåret och som bedöms göra att företag och hushåll blir avvaktande. Den verkliga effekten av tullarna torde vara av mer långsiktigt slag.

Noteras bör att de tyska försvarssatsningarna planeras ske över en längre tidsperiod. Finanspolitiska satsningar i form av offentliga investeringar tenderar generellt att ha en relativt långsam implementeringsfas och ibland överskattas hur snabbt och i vilken utsträckning de faktiskt realiseras. Trots redan gjorda nedrevideringar är det därför möjligen upplagt för besvikelser när det gäller

tillväxten i Tyskland och euroområdet nästa år. De positiva effekterna kanske låter vänta på sig något längre och blir mer påtagliga först 2027. När det gäller 2025 kan dessutom europeisk export första halvåret ha fått en liten tillfällig skjuts av tidigareläggningar av exportaffärer till USA för att undvika högre tullar och denna effekt klingar i så fall av.

Att bedöma den exakta nettoeffekterna av tullarna innan de ens är helt färdigförhandlade är väldigt svårt. Det går inte att exakt veta hur handelsmönstren kommer att anpassa sig när företagen försöker minimera negativa effekter av tullar eller strävar efter att ta vara på eventuella nya möjligheter som kan uppstå i relativspelet. En del andra element, såsom ökade investeringar i USA, som ingår i överenskommelserna mellan Japan respektive EU å ena sidan och USA å den andra är dessutom litet svåra att förstå. Vems investeringar är det som ska öka? Offentliga investeringar sker företrädesvis inhemskt och privata investeringar beslutas normalt av privat sektor som i och för sig skulle kunna få på sig regelverk eller subventioner som kan påverka beteenden till en del. På litet längre sikt har teori såväl som praktiska erfarenheter dock pekat på att tullar och andra åtgärder som begränsar handel inte gynnar helheten, men heller inte de länder som försöker gömma sig bakom en tullmur. Ett exempel på en inte så lyckad autarki var Spanien under en lång period från inbördeskrigets slut till slutet av 50-talet då strategin lades om. Vidare har de asiatiska ländernas exportorienterade strategier ofta ansetts som långsiktigt mer lyckosamma än flera latinamerikanska länders mer inåtvända strategier med olika grader av imports substitution. Låg produktivitet, svag extern konkurrenskraft och bristande inhemsk prisbildning kan bli följden av den senare strategin och det är inte vad vi är vana att förknippa USAs ekonomi med.

Högre priser, men hur mycket högre?

Samtidigt som ekonomernas tillväxtprognoser har justerats ned har deras inflationsprognoser för 2025 och 2026 skruvats upp framförallt i USAs fall. Med tillväxtprognoser på endast 1,1 - 1,7% i USA och Euroområdet väntar sig dock inte prognosmakarna en förhöjd inflation som biter sig fast. Tullarna väntas förvisso ge ett nivåhopp främst i USA, men inte ge väsentliga ringar på vattnet-effekter. Marknadsaktörernas långsiktiga inflationsförväntningar ligger ännu hyfsat förankrade mellan 1,7 och 2,5% i EU, USA och Sverige. Enkäter ger en något splittrad bild med hyfsat väl förankrade långsiktiga inflationsförväntningar, men med uppgångar i de mer kortsiktiga förväntningarna.

Frågan är hur mycket centralbankerna vågar ta ut svängarna och sänka styrräntorna för att stötta tillväxten. I samband med flaskhalsarna i handelsflödena efter pandemin vågade inte centralbankerna riskera att släppa upp inflationsförväntningarna då det skulle kunna ge oönskade beteenden, som indexerade avtal m.m., med en mer ihållande inflation som följd. I Sveriges fall har sommarens inflationsdata legat betydligt över Riksbankens egna prognoser vilket kan göra dem mindre benägna att sänka ytterligare i år. Marknaden överraskades i och för sig av Riksbankens förhållandevis ”duviga” kommunikation i samband med styrräntesänkningen i juni, men den kommunikationen levererades innan de något höga inflationssiffrorna för juni och juli hade publicerats.

Nu diskonteras en räntesänkning till från Riksbanken i år och dryga två från den amerikanska centralbanken Federal Reserve medan inte ens en hel sänkning från Europeiska Centralbanken ECB är fullt diskonterad.

Offentliga finanser tillbaka i blickfånget

Det är inte bara inflationen och synen på penningpolitiken som kan påverka prisbildningen på statsobligationer. Ett tryck uppåt eller nedåt på de långa statsobligationsräntorna kan komma från finanspolitiken. Det går att tänka sig ett tryck uppåt på amerikanska räntor från bristen på återhållsamhet i den amerikanska finanspolitiken efter att den amerikanska federala budgeten OBBBA – ”One Big Beautiful Bill Act” blev klar i juli. Den direkta nettoeffekten på tillväxten av denna budget tillsammans med förmodade tullnivåer blir enligt bedömare ganska neutral eller något stimulerande. Ingen åtstramande konsolidering i sikte alltså.

Den amerikanska offentliga sektorns skuld mätt i förhållande till BNP låg enligt OECD på 123% av BNP i slutet av 2024 och beräknas uppgå till nära 130% år 2029. Det är nivåer i närheten av Greklands vid tiden då den grekiska staten nedgraderades till High Yield. Detta borde egentligen föranleda något av en köpstrejck, men så sker inte. USA har sin etablerade reservvalutastatus att tacka för det. Detta förtroende eroderar uppenbarligen inte i första taget även om det senaste året säkert gjort sitt.

Uppfattningen att den amerikanska dollarn utgör världens reservvaluta gör att amerikanska politiker inte upplever det tryck som andra länder med höga statsskulder haft och som då har föranlett sjösättning av budgetkonsolideringsprogram eller, i avsaknad av sådana, har lett till hårdsmälta. Varken Elon Musks DOGE-

besparingskampanj eller ”OBBBA” kan kallas budgetkonsolideringsprogram. Att stabilisera skuldkvoten skulle kräva krafttag när skulden är så hög att halva underskottet, såsom i USAs fall, utgörs av räntebetalningar. Underskottet i den offentliga sektorn motsvarar över 7% av BNP trots att räntekostnaderna begränsas av att statsobligationsräntorna hållit sig på hyfsade nivåer om än betydligt högre än de var så sent som 2020 under den intensiva QE som centralbanken ägnade sig åt då.

Stora amerikanska underskott är i och för sig inget nytt. Det har även hänt att USAs underskott i den offentliga sektorn varit ännu större i förhållande till BNP än i nuläget. Det var fallet i samband med pandemin och under Lehman-krisen, men då motsvarade räntenettet mindre än 3% av BNP. Nu ligger räntenettet på en nivå motsvarande över 4% av BNP vilket alltså ger mindre kontroll över utfallen. Om underskottet ska begränsas/minskas riskerar ränteandelen att under en tid bli en allt större del av underskottet när annat får stå tillbaka och välfärden urholkas eller så måste underskottet begränsas med högre skatter. Alternativt kommer underskott att läggas till underskott och skuldkvoten därmed stiga ytterligare. Skulle räntorna dessutom dra iväg vidare uppåt försvåras situationen och det skulle kunna bli ett självspelande piano med högre räntor som skapar oro kring hållbarheten i de offentliga finanserna i USA vilket i sin tur driver räntorna än högre. Då kan det bli likt kniven på strupen tills skuldkvoten stabiliseras, förtroendet återställts och räntorna och räntekostnaderna sjunker.

Lägg till detta att Powell har varit föremål för kritik från Trump och att hans mandat löper ut om mindre än ett år. Här finns risk för en mindre självständig centralbank med ett ytterligare eroderat förtroende för dollarn som följd. I värsta fall skulle kanske en ny centralbankschef, handplockad av Trump, kunna köra igång QE i stor skala igen i syfte att sedelpressfinansiera underskotten och hålla nere statsobligationsräntorna artificiellt. Om det sker när inflationen inte är jättelåg skulle istället Federal Reserves målsättning om prisstabilitet ifrågasättas. Det är inte lätt att veta var gränsen går för förtroendet för dollarn som världens reservvaluta. Inga uppenbara valutakandidater står redo att ta över rollen.

Federal Reserve balansräkning

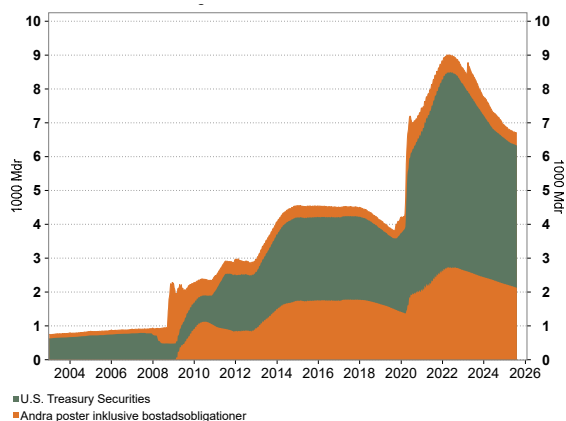


Diagram 4

Källa: Federal Reserve

Ytterligare en faktor att betänka när det gäller finansiell stabilitet och statspappersmarknaden är framväxten av kryptomarknaden. Det finns en direkt koppling mellan delar av kryptomarknaden och statspappersmarknaden som vi tittar närmare på i det sista avsnittet i denna rapport.

Kreditspreadar utan luf

I april verkade investerarna ha bestämt sig för att Trumps förändringar gick i helt fel riktning och med stora steg dessutom, men nu kommer den synen inte längre till uttryck i marknadsprissättningen. Kreditspreadarna är idag i många fall lika tajta som eller tajtare än de var för ett år sedan. Frågan som inställer sig är om detta är befogat? Är utsikterna verkligen bättre och är kreditplaceringar tryggare idag än för ett år sedan? Förvisso har ett antal styrräntesänkningar genomförts och ytterligare sänkningar finns i förväntansbilden vilket underlättar för företagen, men det ter sig ändå litet märklit att kreditspreadarna sjunkit samtidigt som ekonomerna justerat ned sina BNP-prognoser. Tullarna kanske inte ser ut att bli så höga som befarades ett tag, men de kommer definitivt att vara väsentligt högre än de senaste åren i många länder.

Betänker vi andelen faktiska kredithändelser så har de sjunkit något globalt och det motiverar till viss del lägre spreadar. En stor andel av dessa kredithändelser utgörs av "distressed exchanges", alltså olika typer av förändring av obligationsvillkoren till följd av förhandlingar mellan parterna, och inte rena konkurser. Delvis med koppling till detta har återvinningen varit hög i ett historiskt perspektiv vilket har begränsat kreditförlusterna kopplade till kredithändelserna. Återvinningen är förenklat det som blir kvar i och med att obligationsinnehavarna sällan tappar hela

obligationens värde i samband med kredithändelser. Marknadsprissättningen diskonterar dock framtiden och i det perspektivet är kreditspreadarna ganska tajta nu. Data över kreditförluster och andelen kredithändelser är bakåtblickande medan kreditspreadar diskonterar framtiden. Under en tid i början av kvartal två i år diskonterades en väsentligt försämrad utveckling, men efter vårens krympande kreditspreadar ligger detta inte längre i priserna. Nu diskonteras att andelen kredithändelser hamnar litet över det historiska snitte. Det är strax under dess nivå för ett år sedan och det är knappast rimligt även om styrräntor sänks.

Investeringsimplikationer

Lägre tillväxt i kombination med inflationsrisker kan betyda högre långa marknadsräntor snarare än lägre. Det har delvis redan skett, men det är fullt möjligt att det kommer mer av samma vara. Detta förlopp skulle förstärkas om det skulle tillkomma oro för hållbarheten i de offentliga finanserna i världens största ekonomi som också står för världens reservvaluta. Detta talar för att som investerare vara återhållsam med ränteduration trots att avkastningskurvorna har blivit något brantare. Skulle USA mot förmodan köra igång QE igen kan påverkan på statsobligationsräntorna däremot bli en helt annan.

Kreditspreadarna är inte extremt tunna givet var vi står idag, men de lämnar heller inte mycket utrymme för en väsentligt sämre ekonomisk utveckling. Skulle kreditförlusterna tendera att öka i spåren av handelshinder och allmän tillväxtpessimism skulle kreditspreadarna rätt snart behöva justera sig uppåt vilket skulle äta upp avkastning för den som redan ligger med hög riskallokering.

Givet ovan tror vi sammantaget ändå att det fortsatt är bättre att ta löptidsrisken i kreditdelen hellre än i underliggande räntor. Avkastningsförväntningarna ska heller inte ställas alltför högt.

3. Stablecoin att räkna med

Blockkedjeteknik inte bara Bitcoin

Blockkedjeteknik kopplas inom finans ofta ihop med spekulativa beteenden och nyare aktörer som inte är en del av det traditionella banksystemet och där graden av insyn eller konsument- och investerarskydd generellt varit lågt. Företeelsen har ändå stor bäring på traditionell bankverksamhet, som blir mer konkurrensutsatt när fler flöden blir decentraliserade och traditionella intermediärtjänster i vissa fall överflödiga. Den traditionella banksektorn står samtidigt på en ny spelplan i positiv mening där en bank genom att själv anamma blockkedjetekniken kanske kan tillskansa sig konkurrensfördelar eller hitta andra vägar att uppnå liknande

resultat såsom EUs SEPA Instant Credit Transfer där banker som uppfyller vissa tekniska förutsättningar nu med den vanliga bankinfrastrukturen för överföringar kan genomföra betalningar i euro mellan länder på 10 sekunder 24/7 vilket står sig väl med snabbheten i blockkedjebaserade betalningar. Traditionella banker har också en roll som depåbanker till kryptoaktörer.

Blixtsnabba banköverföringar, förenklad administration och därmed lägre transaktionskostnader är fördelar som ofta nämns i samband med blockkedjetekniken. Det har å andra sidan sina utmaningar att, med dagens hårda bankregleringar, integrera den nya tekniken med bankernas traditionella system och rutiner. Det kan även finnas en utmaning i att upprätthålla blockkedjeteknikens fördelar när den ska användas i stor skala. En annan fråga är vilken datakraft denna utveckling kan komma att kräva. Ytterligare en viktig fråga är hur kopplingarna till de traditionella finansmarknaderna ser ut och om det finns destabiliserande krafter inom krypto som kan överföras till eller "smitta" de traditionella finansmarknaderna.

Med blockkedjeteknik kan man som bekant skapa helt nya "kryptovalutor eller kryptotillgångar" som Bitcoin eller Ethereum, men man kan även tokenisera traditionella tillgångar och valutor, alltså skapa digitala representationer (token) av dessa. Dessa token ska alltså följa värdet på tillgången till skillnad från Bitcoin och Ethereum som rör sig på egna grunder. Det går att tokenisera exempelvis bankinlåning, guld, fonder, fastigheter eller en nationell valuta. Stablecoin och tokenisering av olika slag är inte bara en affär för nischade aktörer. Stablecoin baserade på en nationell valuta och "tokenized deposits" (digitala representationer av kunders banktillgodohavanden) möjliggör nämligen effektiva och blixtsnabba betalningar över landgränser.

Blockkedjetekniken kan även användas för tokenisering av vanliga obligationer eller för att skapa digitala obligationer som ges ut direkt till investerarna utan mellanhänder. I dessa fall kommer kryptotillgångar och traditionell räntemarknad väldigt nära varandra. Snabbare settlement, lägre kostnader och bättre transparens är möjliga fördelar. En blockkedjebaserad obligationstransaktion är därför något helt annat än när obligationsmarknadens aktörer en gång i tiden skickade sändebud som sprang kors och tvärs i finanskvarteren med pappersobligationer under armen för leverans. Världsbanken emitterade en blockkedjebaserad obligation redan 2018 och de var första emittent att 2023 använda Euroclears plattform för utgivning och settlement av helt digitala värdepapper, Digitally Native Notes. Det är en mycket liten del av Världsbankens obligationer som är blockkedjeobligationer. Luxemburg gav nyligen ut ett digitalt certifikat. Siemens och SIX är exempel på företag som har givit ut digitala obligationer.

Digitally Native Notes är 100% digitala till skillnad från "tokeniserade obligationer" såsom "World Bank Infrastructure Tokens". De senare är blockkedje-token som baseras på en traditionell obligation som i sin tur ligger i vanligt depåsystem.

EU har inte bara flyttat fram positionerna när det gäller digitala obligationer. Den Europeiska Centralbanken ECB har även påbörjat ett arbete som kan möjliggöra settlement av blockkedjetransaktioner inom det europeiska centralbanksystemet och där man testar olika lösningar.

Detta är stablecoin

Stablecoin har tidigare huvudsakligen använts för att snabbt gå in i och ut ur kryptomarknaderna dygnet alla timmar, men används mer och mer som en snabb, digital betalningsform. Det är en kryptotillgång i så måtto att kryptering används för att verifiera transaktioner, men skiljer sig från t.ex. Bitcoin och Ethereum. Tokeniserad nationell valuta, vanligen USD, med väldigt nära koppling till värdet på densamma kallas numer enligt amerikansk lag för payment stablecoin och är på stark frammarsch igen efter en tidigare minskad volym i samband med Terras fall.

Utvecklingen har kommit en lång väg sedan Terra-debaclet 2022 (mer om det i slutet av rapporten). Volymen utestående stablecoin uppges ha ökat med 28% bara senaste året till motsvarande drygt USD 200bn. Transaktionsvolymen i stablecoin år 2024, dryga 27tn USD enligt cryptobörsen CEX.IO, lär ha varit större än Visa och Mastercard's volymer sammantagna. Många stablecoin finns likt Tethers USDT tillgängliga på plattformar och privatpersoner kan ha dem i kryptoplånböcker. Aktörer som Paypal (PYUSD) och Revolut har givit ut egna stablecoin och kreditkortsföretag som Visa och Mastercard har blivit aktiva genom att till exempel erbjuda settlement av olika stablecoin, liksom en del större banker blivit aktiva eller överväger att bli det i någon form. Ett tydligt fysiskt tecken på att krypto och "gammelbank" inte existerar oberoende av varandra är att i Polen och Schweiz, där man fortfarande har användning för vanliga fysiska sedlar och mynt, finns uttagsautomater (ATM) som kan hantera kryptotransaktioner.

Hittills har marknaden för stablecoin dominerats av utgivaren Tether som bedöms ha 70% av marknaden. Traditionella banker har dock tillkommit som t.ex. JP Morgan som sedan några år har ett stablecoin kallat JPM Coin och nyligen har avisat att de även lanserar ett deposit token, JPMD, på Coinbase's blockkedja Base, för sina institutionella kunder. Citi har sina Cititoken. Det går att tänka på stablecoin som en motsvarighet till de privata, lokala bankernas utgivning av egna sedlar i USA på 1800-talet.

Stablecoin kan delas in i 3 kategorier:

1. Stablecoin med peg till en nationell valuta och som backas upp av likvida reserver såsom US-dollar på bankkon-
ton, US-statspapper. Exempel: Tether USDT, Circle/Coinbase
USDC, Binance BUSD.
2. Stablecoins som bygger på algoritm som genom att
kontrollera utbud och efterfrågan ska se till att kursen hålls till
en peg mot en viss valuta t.ex. dollar. Kan, men har inte alltid
uppbäckning av reserver. Exempel: Terra UST
3. Stablecoins som strävar efter stabilitet mot US-dollar,
men backas upp med andra tokens kopplade till digitala tillgång-
ar. Exempel MakerDAO DAI

Till dessa kan även läggas ytterligare en, närbesläktad, kategori,
RWA:

RWA (Real World Asset) token uppbäckade av uppbäckade av
en fysisk tillgång. Exempel: Tether Gold (XAUT) som också ska
representera en viss mängd guld.

GENIUS Act

Att stablecoin blivit alltmer omfattande är på flera sätt något
som finansmarknadsaktörer i de traditionella marknaderna och
andra beslutsfattare behöver förhålla sig till. Konsekvenserna för
traditionella marknader, inte minst räntemarknaden, av utökad
användning av stablecoin är värda att fundera över. Utöver frågor
som bristande konsumentskydd och liknande kan det kanske
finnas potentiella källor till finansiell instabilitet i stablecoin som
beslutsfattare, ränteförvaltare med flera behöver beakta. Italiens
finansminister har tidigare i år hävdade att USD stablecoin riskerar
att destabilisera EU i mycket högre grad än tullarna. Han menar
att den indirekta tillgången på USD för alla och en var via sta-
blecoin, utan att man ens behöver ha ett bankkonto i USD, utgör
ett hot och riskerar att göra Europas penningpolitik ineffektiv.
Resonemanget bakom torde vara att om folk skulle använda eu-
ron i allt mindre utsträckning så kommer euroområdet ekonomi
att påverkas av USAs penningpolitik istället och denna kanske
är anpassad för ett annat konjunkturläge än euroområdet. Ett
argument mot detta tänkesätt är att det egentligen går att göra
stablecoin på vilken vanlig valuta som helst såvida valutan är
tillräckligt attraktiv för att efterfrågas. Det finns redan stablecoin
baserade på euro även om dessa är långt ifrån lika omfattande som
de USD stablecoin som finns.

Litet i skymundan av tullfrågan har USA i juli fått ett helt färskt
regelverk för payment stablecoins (eller e-money). Det finns redan
regelverk i EU (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA)

och i Hong-Kong, men de flesta stablecoin är kopplade till USD
även om huvuddelen av transaktionerna sker utanför USA. Det
är inte otroligt att de amerikanska regelverken kommer att bli
vägledande. Efter en knackig start med nedröstning i senaten i
maj gick "the GENIUS Act" ("Guiding the Evolution of New and
Innovative US Stablecoins") igenom kongressen och skrevs under
av Trump i juli. Därmed finns nu en definition av vad en payment
stablecoin egentligen är enligt amerikansk lag.

**Payment Stablecoin: En digital tillgång som
används för betalning och som hos
utgivaren kan lösas in mot likvida medel till
en fastställd kurs. Det är inte ett finansiellt
instrument och det är inte en nationell valuta
och inte en banksättning.**

Bild 2

Källa: GENIUS Act

Den reglering av marknaden för payment stablecoins som vi nu ser
är ett slags erkännande av företagens stablecoin och det i sig kan
öka dess omfattning framöver. Trumps förväntningar på vad regel-
verken ska ge är dock kanske litet väl högt ställda. Presidenten har
lovat att göra USA till "the crypto capital of the world". Han menar
bl.a. att eftersom GENIUS Act kräver att amerikanska payment
stablecoin är backade av höglikvida amerikanska tillgångar, däri-
bland korta amerikanska statspapper, så kommer detta att främja
den amerikanska dollarrens globala dominans och status som global
reservvaluta. Han tänker gissningsvis också att detta kommer att
driva efterfrågan på amerikanska statspapper vilket skulle kunna
underlätta refinansieringen av den stora statsskulden.



Bild 3

Källa: Factsheet, Vita Huset

Att en reglering trots allt behövs visade händelsen med Tether
2021. CFTC (Commodity Futures Trading Commission) tillde-
lade då Tether en bot på 41 miljoner dollar i USA, bland annat
till följd av att de påstått att deras USDT varit fullt ut backad
med tillgångar i traditionell valuta. Reservens tillgångar var dock
inte alltid tillräckliga för att motsvara antalet utgivna stablecoin
och inkluderade olika slags fordringar som i sin tur inte backats
av någon säkerhet.

CFTC hade även synpunkter på i vilken form och hos vilka institutioner dessa reserver hållits och att reserverna inte hade varit föremål för professionell granskning. Tether kritiserades också för att inte ha hållit reserverna separerade från den löpande verksamhetens medel. Fallet gällde i mångt och mycket falsk och ofullständig information. Laglig grund den gången var Commodity Exchange Act (CEA), men idag hade rimligen GENIUS Act varit relevant eftersom den tydliggör hur reserverna ska hanteras, att det ska publiceras rättvisande information om dem och att granskning ska utföras.

GENIUS Act täcker enbart sådana stablecoin som används för betalningar och transaktioner vilka i GENIUS Act kallas för payment stablecoin och som alltså faller under kategori 1 ovan. Payment stablecoin ska nu enligt lag backas upp av högljikvida reserver till 100%, i första hand amerikanska dollar på konto, korta amerikanska statspapper eller investeringar i penningmarknadsfonder som investerar i statspapper.

Det positiva med ett regelverk är att det ger tydliga spelregler och möjliggör övervakning. Det kommer framöver att krävas tillstånd för utgivning av payment stablecoins i USA såvida utgivaren inte är en reglerad bank och utgivarna får dessutom en explicit skyldighet att varje månad offentligt publicera sammansättningen av de reserver som backar deras stablecoin.

Andra stablecoin, ibland kallade trading (eller non payment) stablecoin kan ha högre spekulativa inslag och är ännu inte fullt ut reglerade. En fråga som ska utredas vidare efter GENIUS Act är hur man ska reglera "endogenously collateralized stablecoins", alltså non payment stablecoins/trading stablecoins i de andra kategorierna ovan. Tanken är att kartlägga algoritmer, reserver, användning etc för att se hur dessa stablecoin kan regleras. Det kan då handla om stablecoin som i teorin kan konverteras till en fast kurs, men som samtidigt endast backas upp av reserver i form av en internt genererad digital tillgång, såsom en kryptovaluta, eller vars peg ska säkerställas via en algoritm. Man får anta att dessa stablecoin tills vidare kommer att fortsätta att existera, men med ett otydligt och ofullständigt regelverk.

Utöver nämnda utredning och nya GENIUS Act, som alltså redan är signad av Trump, finns även Clarity Act som är under behandling i Senaten och som väntas reglera digitala tillgångar och handeln med dessa mer allmänt. Sådana och relaterade frågor diskuteras även i internationella organ för ekonomiskt samarbete såsom BIS (Bank of International Settlements).

Ytterligare en sak som är värd att notera gällande GENIUS Act är

att det förekommit ränta på vissa stablecoin vilket har varit en del av dragningskraften då denna ränta ibland varit betydligt högre än den man kan få på högljikvida traditionella tillgångar. Det kommer emellertid enligt GENIUS Act inte att vara tillåtet att betala ränta på amerikanska payment stablecoin framgent.

Stabilitet och systemrisk

Skulle payment stablecoinmarknaden växa sig än större kan det ha implikationer för räntemarknaderna. Ju mer payment stablecoin som finns i omlopp desto större efterfrågan på sådan tillgångar som kan ingå i de reserver som backar upp payment stablecoin. Detta blir i så fall en drivkraft i prisbildningen på statspappersmarknaden och specifikt den amerikanska för de stablecoin som faller under GENIUS Act. JP Morgan uppskattar att utgivare av stablecoins kommer att växa till att vara tredje största kategorin köpare av amerikanska T-bills. Man tänka sig att det då kan uppstå en osund, regelverksdriven, jakt på högljikvida tillgångar som trycker ned statspappersräntorna orimligt mycket. Detta skulle kunna intensifieras till exempel om kryptoaktörer i stor omfattning växlar in kryptovaluta mot payment stablecoin som de sedan behåller eller om volymen payment stablecoin snabbt ökar väldigt mycket av helt andra skäl och det blir brist på högljikvida tillgångar.

Ett annat scenario är om den mer spekulativa delen av kryptomarknaden uppfattas som alltmer "rumsren" och då växer ännu mer. Kanske ökar då risken att det via payment stablecoin sipprar in instabilitet till resten av finanssektorn eftersom det inte finns helt vattentäta skott mellan annan krypto och stablecoin eller mellan stablecoin och den traditionella finanssektorn. När en peg till en valuta är trovärdig kan ett payment stablecoin tjäna som parkeringsplats för investerare som vill gå ur den mer spekulativa delen av kryptomarknaden, men om dess peg mot USD samtidigt ifrågasätts så blir kanske resultatet istället i en massflykt på aktuellt stablecoin då investerarna skyndar vidare till riktiga USD. Det skulle innebära en "stablecoin run" där alla av någon orsak samtidigt vill avveckla sina innehav av payment stablecoin och byta dem mot riktiga USD vilka till skillnad från stablecoin har status som "legal tender" i USA. Denna skillnad har tydliggjorts i GENIUS Act som säger att payment stablecoin inte utgör en nationell valuta. (I El Salvador är dock Bitcoin legalt betalningsmedel). En sådan flykt från payment stablecoin kan generera fallande marknadsvärde på de reserver som backar detta stablecoin när reserverna ska avvecklas i takt med att den utestående volymen av detta stablecoin minskar. I den mån statspapper ingår i reserverna som då avvecklas kan det uppstå räntespikar i statspappersmarknaden.

En hastig avveckling av reserver hos en aktör kan på så sätt få följdverkningar både hos andra stablecoinutgivare, som ser sina Net Asset Values förändras, och även hos aktörer i den traditionella finanssektorn som banker och räntefonder som kan möta turbulens på den traditionella räntemarknaden.

Ett ganska färskt fall när det traditionella banksystemet istället destabiliserar kryptovärlden var när Circles stablecoin, USDC, som är näst största stablecoin, inte höll sin peg 2023. Kursen sjönk ned under 0,9 p.g.a. osäkerhet om reserverna när Silicon Valley Bank kraschade. Circle uppgav att 3,3 miljard USD, motsvarande ca 8% av reserverna, var i riskzonen efter Silicon Valley Banks kollaps då dessa reserver fanns just hos den banken. Silicon Valley Bank var en av sex banker som Circle använt för den delen av reserverna som de höll i likvida medel i USD. Det ska också sägas att problemen i banken härrörde från stora rörelser i långa amerikanska statspapper där banken hade placeringar med alltför stora durationsrisker för sitt eget bästa. Dessa innehav hade fallit mycket i värde när amerikanska räntor steg i spåren av den höga inflationen och stramare penningpolitiken efter pandemin. Man hade i detta fall kunna tänka sig en ytterligare intensifierad spekulation mot USDC, men så blev det inte. Detta exempel visar dock att oro i den traditionella räntemarknaden kan få konsekvenser även för stablecoininnehavare och med tanke på att de amerikanska statsfinansernas inte är i strålände skick kan man tänka sig att ett liknande scenario ånyo triggas av en räntecuppgång.

Kravet att payment stablecoin ska vara 100% uppbäckade av specificerade höglivida tillgångar har nog inte bara sin bakgrund i boten som Tether fick 2021 utan även i haveriet i maj 2022 när konverteringskursen på Terras algoritmbaserade stablecoin började ifrågasättas och det slutade i en krasch. Även kursen på andra, icke algoritmbaserade, stablecoin påverkades tillfälligt av händelsen. Det finns även ett exempel på stablecoin där reserverna utgjordes av andra kryptotillgångar vars värde sjönk till noll. Utgivarens kreditvärdighet liksom omfattning och kvalitet på reserverna är av största betydelse för trovärdigheten i ett stablecoin. Att det finns tydliga regelverk för payment stablecoin särskiljer

dem nu från de andra typerna av stablecoin. Att en ickebank efter godkännande kan vara utgivare av payment stablecoin, reser frågan om hanteringen av en krissituation där till exempel värdet på reserverna fallit mycket. Kommer dessa utgivare att kunna räkna med Federal Reserve som en lender of last resort?

*Den här strategirapporten publicerades den 19 augusti 2025.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 15 augusti 2025.*



MARIA LJUNGQVIST

Maria Ljungqvist har 27 års erfarenhet varav drygt 22 år från kapitalförvaltning i olika roller. De senaste nio åren har hon arbetat med inriktning mot räntebärande placeringar och de senaste sex åren som förvaltare. Sedan hösten 2020 är Maria även portföljförvaltare och ansvarig för ränteförvaltningen på Garantum.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Marias syn på marknaden?

Det gör du enklast via hennes månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev.