



CHALMERS

En analys av Första-Fjärde AP-fondens placeringar i räntebärande papper

Kandidatarbete inom Industriell ekonomi

HAMPUS EDELAND
SARA EKLUND
AMANDA NACKOVSKA

MELISSA PERSSON
FREDRIK TAUER
ANNA WINDH

**INSTITUTIONEN FÖR TENIKENS EKONOMI OCH ORGANISATION
AVDELNINGEN FÖR ENTREPRENÖRSKAP OCH STRATEGI**

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA
Göteborg, Sverige 2022
www.chalmers.se
Kandidatarbete TEKX04-22-03

En analys av Första-Fjärde AP-fondens placeringar i räntebärande papper

An analysis of the First-Fourth AP-funds placements in bonds

HAMPUS EDELAND
SARA EKLUND
AMANDA NACKOVSKA

MELISSA PERSSON
FREDRIK TAUER
ANNA WINDH

En analys av Första-Fjärde AP-fondens placeringar i räntebärande papper

HAMPUS EDELAND	MELISSA PERSSON
SARA EKLUND	FREDRIK TAUER
AMANDA NACKOVSKA	ANNA WINDH

© HAMPUS EDELAND, 2022	© MELISSA PERSSON, 2022
© SARA EKLUND, 2022	© FREDRIK TAUER, 2022
© AMANDA NACKOVSKA, 2022	© ANNA WINDH, 2022

Kandidatarbete TEKX04-22-03
Teknikens ekonomi och organisation
Chalmers tekniska högskola
412 96 Göteborg
Sverige
Telefon + 46 (0)31-772 1000

Göteborg, Sverige 2022
Gothenburg, Sweden 2022

En analys av Första-Fjärde AP-fondens placeringar i räntebärande papper

HAMPUS EDELAND MELISSA PERSSON
SARA EKLUND FREDRIK TAUER
AMANDA NACKOVSKA ANNA WINDH

Department of Technology Management and Economics
Chalmers University of Technology

SUMMARY

The financial climate today is characterized by low interest rates, high sovereign debts and increasing inflation. Further, the bond market shows higher correlation to the stock market which impacts bonds' ability to work as a diversifying factor in a portfolio. At the same time the world is facing a greater interest in acting more sustainably due to the ongoing climate crisis and the increasing awareness of human rights. Four of the general pension funds in Sweden (First-Fourth AP-funds) are bound by law to invest at least 20 percent of the fund capital in bonds with low credit and liquidity risk. The law further states that the AP-funds should invest long term with low risk and high returns. The AP-funds are obliged to manage fund capital through responsible ownership and research in an exemplary manner.

Furthermore, the administration of the four funds shall place special emphasis on how sustainable development can be facilitated without compromising the prime objective, to invest with low risk and high returns. This financial climate and the increased awareness of acting sustainably together with the AP-funds' special characteristics derive questions about how the AP-funds determine the financial risks as well as how they work with sustainability in relation to investments in bonds.

By studying these questions, the purpose of this study is to describe and analyze how to assess financial risk for investments in bonds and to analyze how the First-Fourth AP-funds invests in bonds from a risk assessment and sustainable perspective.

By having performed a literary review, a quantitative analysis and twelve interviews with professionals in the field this study has reached several conclusions. In relation to the financial perspective of the study it can be established that credit, liquidity, interest, inflation, currency, concentration and volatility risk should be considered when investing in bonds. It can further be concluded that the AP-funds include the aforementioned financial risk in their course of action when assessing and managing investments in bonds. In relation to the sustainable perspective of this study it has been concluded that the First-Fourth AP-funds does not proceed with an investment if it waives the returns. Further, it can be established that the four funds work relatively similarly in relation to sustainability with the difference that one of the funds deviates when it comes to investing in emerging markets and in its thoughts on ability to influence states.

Keywords: Bonds, AP-funds, Risk assessment, Sustainable investing

Note: The report is written in Swedish.

SAMMANFATTNING

Dagens finansiella klimat karaktäriseras av låga räntor, höga statsskulder och en ökad inflation. Dessutom, visar räntemarknaden högre korrelation med aktiemarknaden, vilket påverkar räntebärande pappers förmåga att skapa diversifiering i en portfölj. Samtidigt upplever just nu världen ett större intresse för hållbarhet på grund av den pågående klimatkrisen men också en ökad medvetenhet för mänskliga rättigheter. Fyra utav Sveriges allmänna pensionsfonder (Första - Fjärde AP-fonden) behöver, enligt lag, investera minst 20 procent av sitt fondkapital i räntebärande papper med låg kredit- och likviditetsrisk. Vidare säger lagen att AP-fonderna skall investera långsiktigt och då med låg risk och hög avkastning. AP-fonderna skall förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. I förvaltningen skall särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att göra avkall på det huvudsakliga målet, att investera med låg risk och generera hög avkastning. Det finansiella klimatet och den ökade medvetenheten av att agera hållbart tillsammans med AP-fondernas karaktäristik härleder frågor om hur AP-fonderna bedömer den finansiella risken så väl som hur de arbetar med hållbarhet i relation till investeringarna i räntebärande papper.

Genom att studera dessa frågor har följande syfte härletts, att beskriva och analysera tillvägagångssätt för att bedöma finansiell risk vid placeringar i räntebärande papper samt analysera Första-Fjärde AP-fondernas tillvägagångssätt vid placeringar i räntebärande papper med avseende på finansiell risk och hållbarhet.

Vid utförande av en litteraturöversikt, en kvantitativ analys och tolv intervjuer med sakkunniga har denna studie dragit flera slutsatser. I relation till studiens finansiella perspektiv kan det identifierats att de finansiella riskerna för placeringar i räntebärande papper som tas i beaktning är, kredit-, likviditet-, ränte-, inflation-, valuta-, koncentration- och volatilitetsrisk. Vidare kan en slutsats dras att AP-fonderna inkluderar de tidigare nämnda riskerna när de skall hantera och analysera finansiella risker i räntebärande papper. I relation till hållbarhetsperspektivet av denna studie har en slutsats kunnat dras att Första-Fjärde AP-fonden inte gör avkall på avkastning med hänsyn till etik och hållbarhet. Vidare har etablerats att de fyra fonderna arbetar lika i relation till hållbarhet med skillnaden att en av fonderna avviker när det kommer till investeringar i emerging markets och dess tankar kring att påverka stater.

Nyckelord: Obligationer, AP-fonder, Riskanalys, Hållbar investering, Makroekonomi

Notera: Rapporten är skriven på svenska.

Förord

Under våren 2022 har detta kandidatarbete skrivits, något som både bidrog till mycket glädje och kunskap. Detta hade aldrig varit möjligt om vi inte hade haft tillgång till vår fantastiska handledare Gunnar Wramsby, you've got potential!

Vi vill också tacka alla intervjuobjekt för deras bidrag till vår rapport och rikta ett särskilt stort tack till Joakim Blomqvist.

Ett sista tack vill riktas till AuAg Fonder som tog sig tid att bjuda in oss för ett personligt, intressant och givande samtal.

Chalmers tekniska högskola
Göteborg, Sverige
12 maj, 2022

Innehållsförteckning

1. Bakgrund.....	1
2. Syfte	3
3. Problemformulering och frågeställningar	4
4. Teoretiskt ramverk	7
4.1 Räntemarknaden	7
4.2 Räntebärande värdepapper	7
4.3 Riskfri ränta	8
4.4 Räntor.....	8
4.5 Modern portföljvalsteori	8
4.6 Hypotesen om effektiva marknader	9
4.7 Balanstal.....	9
4.8 Mått på avkastning och risk	9
4.8.1 Sannolikhetsfördelning	10
4.8.2 Förväntad avkastning	10
4.8.3 Varians och standardavvikelse.....	10
4.9 Korrelation	11
4.10 Sharpekvot	11
4.11 Finansiella risker.....	12
4.11.1 Ränterisk	12
4.11.2 Inflationsrisk	14
4.11.3 Kreditrisk	16
4.11.4 Likviditetsrisk	17
4.11.5 Valutarisk.....	19
4.11.6 Koncentrationsrisk	20
4.12 Ratings	20
4.13 Spreadexponering	21
4.14 Sammanfattning av kapitlet	22
5. Institutionell teori.....	24
5.1 Sveriges Pensionssystem	24
5.1.1 Allmän pension	24
5.1.2 Tjänstepension	25
5.1.3 Eget sparande	25
6. Metod	26
6.1 Studiens fyra komponenter	26
6.2 Studiens datainsamling	27
6.3 Studiens intervjumetodik	28

6.4 Urval av Intervjuobjekt.....	29
6.5 Presentation av intervjuobjekt.....	29
6.6 Etik och hållbar utveckling	30
6.7 Reliabilitet och validitet.....	31
7. Avgränsningar.....	32
8. Urval	33
9. Empiri	34
9.1 Litteraturinsamling.....	34
9.1.1 Första-Fjärde AP-fondens finansiella arbete	34
9.1.2 Första-Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete.....	35
9.1.3 AP-fondernas etikråd	39
9.2 Kvantitativ insamling: sammanställning av AP-fondernas innehav.....	40
9.3 Explorativa intervjuer: utomstående aktörers perspektiv	42
9.3.1 Hedgefondförvaltare på Celina fonder.....	42
9.3.2 Fondförvaltare på svensk storbank	44
9.3.3 Fondförvaltare på AuAg Fonder.....	45
9.4 Intervjuer: AP-fondernas aktörers perspektiv	47
9.4.1 Finansiell risk i räntebärande papper	48
9.4.2 Hållbarhet och etik vid investeringar i räntebärande papper	56
9.5.3 Förhållandet mellan finansiell risk och hållbarhet och etik.....	64
10. Diskussion.....	66
10.1 Diskussion om finansiell risk.....	66
10.2 Diskussion om hållbarhet och etik.....	70
10.3 Felkällor	73
10.4 Förslag på framtida forskning.....	73
11. Slutsats	76
12. Appendix.....	78
12.1 FN:s globala hållbarhetsmål	78
12.1.1 Mål 1: Ingen fattigdom	78
12.1.2 Mål 2: Ingen hunger.....	78
12.1.3 Mål 3: God hälsa och välbefinnande	79
12.1.4 Mål 4: God utbildning.....	79
12.1.5 Mål 5: Jämställdhet	79
12.1.6 Mål 6: Rent vatten och sanitet för alla.....	79
12.1.7 Mål 7: Hållbar energi för alla.....	80
12.1.8 Mål 8: Anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt.....	80
12.1.9 Mål 9: Hållbar industri, innovationer och infrastruktur.....	80

12.1.10 Mål 10: Minskad ojämlikhet.....	81
12.1.11 Mål 11: Hållbara städer och samhällen.....	81
12.1.12 Mål 12: Hållbar konsumtion och produktion.....	81
12.1.13 Mål 13: Bekämpa klimatförändringarna.....	81
12.1.14 Mål 14: Hav och marina resurser.....	82
12.1.15 Mål 15: Ekosystem och biologisk mångfald.....	82
12.1.16 Mål 16: Fredliga och inkluderande samhällen.....	82
12.1.17 Mål 17: Genomförande och globalt partnerskap	82
12.2 ESG.....	83
12.3 Parisavtalet.....	83
Källförteckning	1
Källförteckning figurer och tabeller.....	11
Källförteckning: Appendix A	13
Intervjuguide	15
Intervjuguide - Explorativa intervjuer	15
Intervjuguide - Inriktad på finans	17
Intervjuguide - Inriktad på hållbarhet	18

Ordlista

Benchmarking - Ett riktmärke för hur till exempel ett företags prestation är i jämförelse med andra företag (Nationalencyklopedin, 2022a).

Default - När en emittent inte möter obligationens finansiella åtaganden, såsom ränta. Fallissemang på svenska. (Moneysense, 2018).

DTS - Duration times spread, ett mått för kreditrisk (Ben Dor et al., 2007).

Emittent - Utgivare av obligation (Cambridge Dictionary, u.å.).

ESG-rating - Ett mått på företags långsiktiga risker inom ESG (Enviromental, Social and governance) (MSCI, 2022).

Greenwashing - När en organisation marknadsför sina hållbara aktiviteter för att rikta fokus från sina ohållbara aktiviteter (Marquis & Toffel, 2011).

Gröna obligationer - En obligation som är förenad med investerar som har som syfte att bidra till en hållbar utveckling likaså minska påverkan på klimatet och miljön (Sveriges Riksbank, 2020)

Hedge - En investering som görs för att reducera risken för ogynnsamma prisfluktuationer i en tillgång (CFI, u.å.a).

Inflationsswap - En inflationsswap är en transaktion där en part byter inflationsrisk med en annan i utbyte mot en fast kostnad (Fleming & Sporn, 2013).

Net debt/EBITDA - Nyckeltal som anger hur lång tid det tar ett företag att återbetala sina lån (CFI, u.å.b). Net debt är företagets nettoskuld och EBITDA står för Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation.

Quantitative easing (QE) - När en centralbank handlar tillgångar med lång löptid med syftet att öka pengatillgången och uppmuntra investeringar (Bank of England, 2022).

Riskpremie - Avkastningen utöver den riskfria räntan för en investering (EDHEC, 2022)
Sociala obligationer - Obligationer med öronmärkt kapital för projekt med positiva sociala resultat (IMCA, 2021).

Tracking error -ett mått på finansiell prestation som fastställer skillnaden mellan en avkastningen på en investering och avkastningen på ett utvalt benchmark (CFI, u.å.c).

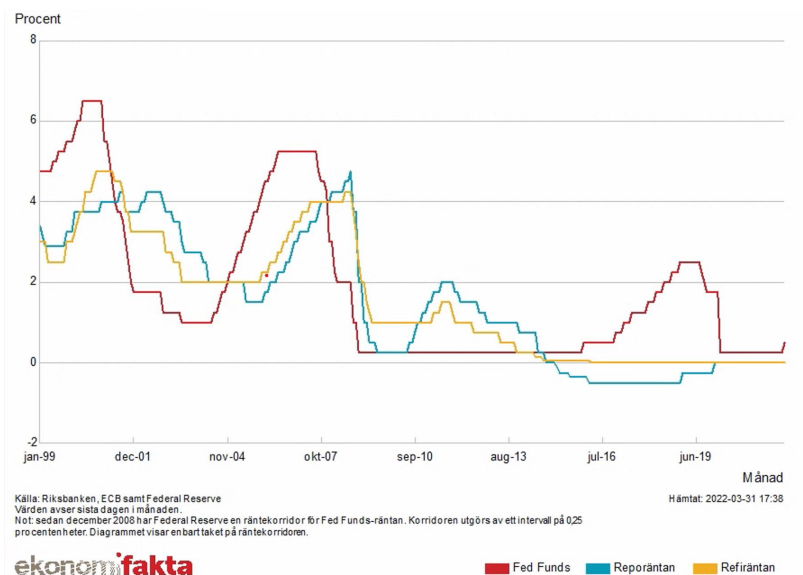
Yield - Obligationens kupongränta dividerat med dess pris, avkastningen (Finra, u.å.b).

White noise - Oberoende och likafördelade variabler (O'Reilly, u.å).

1. Bakgrund

Alla människor som har bott eller arbetat i Sverige har rätt till pension enligt det allmänna pensionssystemet (Pensionsmyndigheten, 2021a). Den allmänna pensionen är den del av pensionen som betalas ut av staten och administreras av Pensionsmyndigheten. Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder 4 kap 4 § (AP-fondslagen) är de allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) skyldiga att följa gemensamma placeringsregler, där minst 20 procent av respektive AP-fonds innehav skall vara placerat i räntebärande papper med låg kredit- och likviditetsrisk. Denna portföljstrategi med räntebärande papper har historiskt sett genererat avkastning med låg risk likaså låg volatilitet (Fama & French, 1993). Räntebärande papper har genom tiderna varit en betydande del av en riskjusterad och välbalanserad portfölj tillsammans med aktier.

Till följd av den globala diversifiering som präglar AP-fondernas arbete påverkas det svenska pensionssystemet i stor utsträckning av den globala ekonomin. Den globala ekonomin har i sin tur upplevt en trend av sjunkande räntor sedan år 1980 (Stolyarov, 2021). I Figur 1.1 nedan visas ränteutvecklingen för USA, Sverige och för Europeiska centralbanken. Vidare visualiserar Figur 1.1 att Riksbankens styrränta, reporäntan, blev negativ för första gången år 2015. Detta i ett försök att nå Riksbankens inflationsmål (Sveriges Riksbank, 2015). I takt med den fortsatta trenden med sjunkande räntor globalt kan också en trend med ökade statsskulder identifieras världen över (Gaspar et al., 2021). Den globala skuldsättningen ökade med 19 procent av globala BNP år 2020, vilket var den högsta ökningen sedan andra världskriget. Parallellt med sjunkande räntor har inflationen ökat kraftigt i världen.



Figur 1.1 - Styrräntan från FED (Fed funds), Riksbanken (Reporäntan) och Europeiska centralbanken (Refiräntan). (Ekonomifakta, 2022a)

Vidare bedriver Pensionsmyndigheten ett aktivt hållbarhetsarbete i sitt uppdrag för Sveriges pensionärer och pensionssparare. Myndighetens hållbarhetsarbete grundar sig i FN:s 17

globala hållbarhetsmål vilka balanserar de tre perspektiven: ekonomiskt, socialt och miljömässigt. Pensionsmyndigheten fokuserar på framförallt elva stycken av de 17 globala målen (Pensionsmyndigheten, 2021b). AP-fonderna arbetar i linje med Pensionsmyndigheten i enlighet med de globala hållbarhetsmålen. Fonderna har vidare individuellt valt att fokusera närmare på vissa av hållbarhetsmålen, vilket medfört att skillnader förekommer i de respektive fondernas hållbarhetsarbete. Som en del av AP-fondernas gemensamma hållbarhetsarbete har ett etikråd upprättats som arbetar med att främja företags respektive hållbarhetsarbete genom framförallt konstruktiva dialoger (Etikrådet, 2020).

Avslutningsvis så kan det i förhållande till den finansiella situationen idag ifrågasättas om den riskjustering som AP-fonderna menar att placeringar i räntebärande papper bidrar med är rimlig, sett till att dess risk bedöms som låg. Därav finns det en anledning att undersöka hur AP-fonderna behandlar och bedömer finansiell risk. I och med att AP-fonderna förvaltar den svenska befolkningens pensionssparande förstärks betydelsen av ansvarsfulla investeringar och vikten av att investeringarna ligger i linje med svenska statens värderingar. Det kan hur som helst konstateras att det finansiella området mer och mer påverkas av hållbarhetsperspektivet, både i form av möjligheter och begränsningar. Samverkan mellan hållbarhet, etik och finansiell risk kräver således ett aktivt arbete av AP-fonderna.

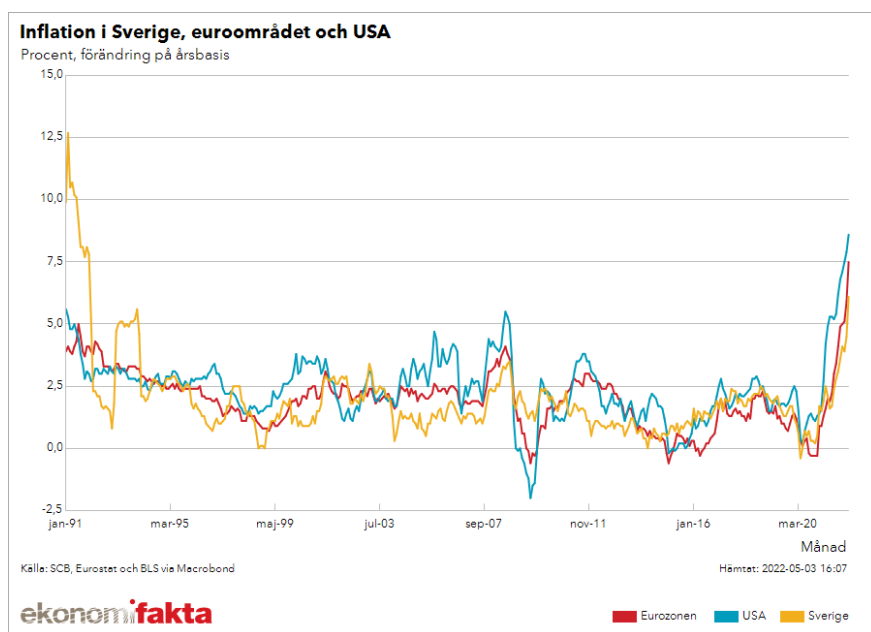
2. Syfte

Beskriva och analysera tillvägagångssätt för att bedöma finansiell risk vid placeringar i räntebärande papper samt analysera Första-Fjärde AP-fondernas tillvägagångssätt vid placeringar i räntebärande papper med avseende på finansiell risk och hållbarhet.

3. Problemformulering och frågeställningar

Idag befinner sig världen i en finansiell situation som präglas av låga räntor, höga statsskulder och en snabbt stigande inflation (Gaspar et al., 2021). Till följd av finanskrisen 2007–2008 sänkte centralbanker världen över räntorna drastiskt. Även Riksbanken sänkte styrräntan till följd av denna kris och blev då den första centralbanken att införa en negativ ränta för att stimulera ekonomin i landet (Sveriges Riksbank, 2015). Låga räntor medför en stor risk för obalans i utbud och efterfrågan på marknaden (Black, 1987). Denna obalans utmynnar i en efterfrågan som överstiger utbudet vilket i sin tur leder till ökad inflation som också stimulerar denna negativa spiral.

Samtidigt medför låga räntor ökat incitament att belåna sig, vilket stimulerar en ökad skuldsättning. Idag är statsskulderna i världen generellt sett höga. Exempelvis hade USA en statsskuld på 138 procent av sitt BNP under 2020 (IMF, 2020). Flera länder i Europa ligger på motsvarande nivå eller högre under 2020, exempelvis Italien och Grekland. Enligt EU:s stabilitets- och tillväxtpakt får den offentliga skulden för ett medlemsland inte överstiga 60 procent av BNP (Europeiska unionens råd & Europeiska rådet, 2021). Vidare köper ECB upp majoriteten av skuld EU-länderna utfärdar som inte blir uppköpt av andra aktörer, vilket bidragit till de höga skuldnivåerna medlemsländerna ligger på idag (Stubbington & Arnold, 2020). Fortsatt har inflationen varit låg under senare år i många länder, inte minst under Coronakrisen år 2020 (Armeliuss, 2022). I Figur 3.1 nedan kan det visualiseras hur inflationen har utvecklats mellan januari år 2001 och mars år 2020. Vidare kan ses att inflationen ökade kraftigt på flera håll under 2020. Under år 2022 har inflationen ökat ännu kraftigare, exempelvis uppgick inflationen i USA till 8,5 procent i mars år 2022, vilket är den högsta inflationsnivån på över 40 år (Statista, 2022). Ränthöjningar har länge använts som ett verktyg mot inflation (ECB, u.å.).



Figur 3.1 - Inflationen i euroområdet, Sverige och USA. (Ekonomifakta, 2022b)

I Sverige är statsskulden låg relativt landets BNP i jämförelse med andra europeiska ekonomier (Riksgälden, 2022). De svenska hushållens skuldsättning är däremot bland de högsta i Europa (SCB, 2020). Sveriges Riksbank (2022a) bedömer att de svenska hushållens skuldsättning utgör den största risken i Sveriges finansiella system. I Sverige har den höga skuldsättningen som föreligger bland de svenska hushållen gjort att många är känsliga för räntehöjningar. På grund av denna känslighet, kan räntehöjningar inte användas i samma utsträckning som ett verktyg mot inflationen utan att stora konsekvenser blir ett faktum för de svenska hushållen (Nordström et al., 2009). Inflationen har ökat påtagligt i Sverige det senaste året och ligger idag på 6,1 procent i mars 2022. Den svenska styrräntan har däremot förblivit låg (Sveriges Riksbank, 2022b).

De globala trenderna som beskrivits ovan lyfter frågan om rimlig exponering mot risk. Vid investering i räntebärande papper är vanligtvis tre typer av risker centrala, dessa är kreditrisk, valutarisk och inflationsrisk (Kitanov, 2015). Vidare anses även likviditetsrisk och ränterisk vara av betydelse (Finra u.å.a.). Investeringar i räntebärande papper har länge varit en diversifiering i traditionell långsiktig portfölj. I dagens läge med historiskt låga räntor har avkastningen från räntebärande papper minskat drastiskt (Bassetto & Cui, 2018). De fyra första AP-fonderna skall enligt sina placeringsstrategier fördela sina tillgångar så att minst 20 procent av kapitalet är placerat i räntebärande papper med låg risk och hög likviditet, enligt AP-fondslagen (2000:192). Syftet med dessa investeringar i räntebärande papper är att tillföra en låg risk i portföljen. Med hänsyn till att en betydande andel av Första-Fjärde AP-fondernas portföljer utgörs av räntebärande papper är det av intresse att analysera detta område. Med detta som bakgrund har följande frågeställningar härletts:

Hur kan finansiell risk bedömas och hanteras för placering i räntebärande papper?

Hur går Första-Fjärde AP-fonden tillväga för att analysera och hantera finansiella risker i räntebärande papper?

Den Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden arbetar både med gemensamma riktlinjer och värdegrunder samt individuella. 4 kap 1 § AP-fondslagen understryker att "Första-Fjärde AP-fonderna skall förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande" och att AP-fonderna skall samverka för att målet om föredömlig förvaltning skall uppnås. Vidare understryker lagen att särskild vikt skall fästas vid förvaltningen hur främjandet av en hållbar utveckling kan gå till utan att avkall görs på det övergripande målet om risk och avkastning.

Fortsättningsvis så beskrivs Första-Fjärde AP-fondernas gemensamma värdegrund som vägledande för verksamheten. Värdegrunden baseras på svenska statens värdegrund, vilken genomsyras av sex principer. Innebörden av dessa principer har konkretiserats av AP-fonderna och beskrivs med följande sex ledord; demokrati, legalitet, objektivitet, fri åsiktsbildning (transparens), respekt och effektivitet och service (AP-fonderna, 2019a).

I enlighet med AP-fondslagen skall AP-fondernas investeringar långsiktigt generera en hög avkastning med låg risk. Utöver detta skall investeringarna även vara etiskt hållbara. I och med att AP-fonderna förvaltar den svenska befolkningens pensionssparande förstärks betydelsen av ansvarsfulla investeringar och vikten av att investeringarna ligger i linje med svenska statens riktlinjer och undertecknade konventioner.

AP-fondslagen, riktlinjer och värdegrunder som AP-fonderna behöver förhålla sig till, har utmynnat i följande frågeställningar:

Vad föreligger för likheter och skillnader mellan Första-Fjärde AP-fondens arbete i förhållande till etik och hållbarhet vid placeringar i räntebärande papper?

Slutligen mynnar de två ovannämnda aspekterna, den finansiella samt den etiska och hållbara, ut i en frågeställning över hur AP-fonderna motiverar deras respektive placeringar i räntebärande papper

Hur ställer Första-Fjärde AP-fonderna den finansiella aspekten att eftersträva hög avkastning mot den etiska och hållbara aspekten när de gör placeringar i räntebärande papper?

4. Teoretiskt ramverk

Nedan presenteras relevant teori för underlag att besvara rapportens frågeställningar och syfte.

4.1 Räntemarknaden

Räntemarknaden består av handel med räntebärande instrument (Sveriges Riksbank, 2015). Räntemarknaden delas vanligen upp i två delar, penningmarknad och obligationsmarknad.

Penningmarknaden består av diskonteringsinstrument (Wramsby & Österlund, 2007). Det innebär att skuldebrev inte ger någon explicit ränta. Förräntningen sker istället genom att skuldebrev emitteras till ett diskonterat belopp, vilket innebär att det är lägre än det nominella beloppet som betalas vid lånets förfall. Det mest förekommande diskonteringsinstrument på penningmarknaden är statsskuldväxlar emitterade av Riksgälden. Enligt Riksbanken används statsskuldväxlar för att finansiera kortfristiga lånebehov för staten, där löptiden normalt sträcker sig mellan en och tolv månader (Sveriges Riksbank, 2022c). Förmedling av kortfristig finansiering och underlättning av placering är penningmarknadens centrala funktion (Sveriges Riksbank, 2015).

Obligationsmarknaden spelar rollen som finansieringskälla för aktörer såsom banker, offentlig sektor och icke-finansiella företag (Bonthron et al., 2016). Obligationsmarknaden består av räntebärande papper i form av obligationer (Sveriges Riksbank, 2015). Obligationer emitteras av en låntagare på primärmarknaden. Sedan köper återförsäljare obligationen av låntagaren och säljer vidare obligationerna till placerare eller till andra återförsäljare på sekundärmarknaden. Statsobligationer används av staten för att finansiera medel- och långfristiga lånebehov, där de vanligaste löptiderna är mellan två till tio år (Sveriges Riksbank, 2022c). Därav har statsobligationer och företagsobligationer stor betydelse för Sveriges finansiella stabilitet (Sveriges Riksbank, 2015). Till skillnad från penningmarknaden fyller obligationsmarknaden annat syfte genom att förmedla aktörers långsiktiga sparande till aktörer som söker kapital.

4.2 Räntebärande värdepapper

Ett räntebärande värdepapper är ett värdepapper som ger innehavaren avkastning i form av en förutbestämd ränta, om det innehåller hela löptiden (Nationalencyklopedin, 2022b). En typ av räntebärande värdepapper är en obligation. En obligation är ett skuldebrev, det vill säga ett intyg på att pengar har lånats ut, där innehavaren av obligationen har en fordran på låntagaren (Skatteverket, 2022). Låntagaren betalar sedan tillbaka lånet, det nominella värdet av obligationen, på förfallodagen (Sveriges Riksbank, 2015). Innehavaren erhåller dessutom en ränta som antingen betalas ut som delbetalningar under löptiden eller på förfallodagen. Dessa delbetalningar kallas kuponger. Låntagaren, den som utfärdar obligationen, kan vara en stat, kreditinstitut, företag, kommun eller bostadsinstitut (Skatteverket, 2022). En obligation går i default när låntagaren inte har möjlighet att återbetala skulden vid förfallodag (SEC, 2013).

Obligationer kan delas in i två huvudkategorier: kupongobligationer och nollkupongobligationer. För kupongobligationer utfärdas kupongutdelning vanligtvis en gång om året men kan också förekomma en gång i halvåret med en fast eller rörlig kupongränta (Wramsby & Österlund, 2007). Nollkupongobligationer, även kallad diskonteringsobligationer, ger inga kuponger under löptiden (Sveriges Riksbank, 2015). Emittenten, utfärdaren av obligationen, ger istället ut värdepappret till ett diskonterat belopp. Vid obligationens förfallodag betalas obligationens nominella summa.

4.3 Riskfri ränta

Den riskfria räntan är central inom finansmarknaden (Damodaran, 1999). Den riskfria räntan refererar till en teoretisk avkastning för en viss tidsperiod utan någon risk. I praktiken existerar inte en riskfri ränta eftersom även en säker investering alltid medför en liten risk. Det finns flera sätt att approximera den riskfria räntan. En nära approximation för den riskfria räntan kan för Sverige vara landets tre månaders statsskuldväxel. Anledningen till att man väljer detta är eftersom det historiskt sätt har varit ytterst sällsynt för ett land att gå in i default inom en 3 månadersperiod. På grund av detta anser marknaden den investeringen som riskfri (Damodaran, 1999).

4.4 Räntor

Räntor kan redovisas på olika sätt när diskonteringsinstrument diskuteras (Wramsby & Österlund, 2007). Enkel periodränta är ett mått på den procentuella avkastningen för ett räntebärande papper under en viss tidsperiod. Enkel ränta avser ofta räntan för en ettårsperiod. Den effektiva räntan tar hänsyn till ränta-på-ränta effekten, vilket ger en mer rättvis bild över marknadens förväntningar på räntor (Wramsby & Österlund, 2007).

4.5 Modern portföljvalsteori

Modern portföljvalsteori (MPT) etablerades år 1952 av Harry Markowitz (Mangram, 2013). Teorin ligger till grund för att konstruera en portfölj som utgörs av olika tillgångar med syftet att maximera avkastningen och minimera risken. Huvudkonceptet i MPT är strategin att diversifiera olika tillgångsslag i en portfölj.

I teorin skapar diversifiering fördelar som att uppnå lägre risk i en portfölj genom att kombinera olika tillgångar med olika korrelation (Mangram, 2013). Dess syfte är att noggrant utse olika tillgångar som gemensamt ger lägre riskfaktorer än en enskild tillgång. Genom att kombinera olika tillgångsslag i en portfölj såsom aktier, räntebärande papper, råvaror, fastigheter och valutor kan en lägre risk erhållas jämfört med risken med ett individuellt tillgångsslag. Minimering av risken till följd av diversifiering kan härledas från att olika tillgångsslag kan ha låg korrelation. Teorin grundar sig i ett antagande att investerare är likvärdigt rationella och riskaversiva. Detta innebär att en investerare kräver en högre

förväntad avkastning för riskfylld investering än för en mindre riskfylld investering (Mangram, 2013).

För att illustrera diversifiering, antag att två tillgångar har identisk förväntad avkastning och volatilitet, svängningar (Perold, 2004). En investering av de båda tillgångarna i en gemensam portfölj skulle då innebära lägre risk genom att mindre svängningar uppstår i portföljen samtidigt som den gemensamma förväntade avkastningen förblir densamma. Diversifiering leder därför till minskad risk utan att kompromissa på den förväntade avkastningen. Baserat på risktolerans kan en portfölj diversifieras på olika sätt (Perold, 2004).

4.6 Hypotesen om effektiva marknader

Enligt MPT antas hypotesen om effektiva marknader att råda (Thaler, 1999). Hypotesen grundar sig i att all information relaterat till en tillgång finns tillgänglig för alla aktörer på marknaden samt att denna information reflekteras i tillgångens pris. I förlängningen innebär detta att det råder konkurrens på marknaden där ingen investerare kan nå en högre avkastning till samma risknivå gentemot andra aktörer på marknaden. Enligt hypotesen antas i förlängningen att en investerare aldrig har möjligheten att köpa en undervärderad tillgång eller sälja en övervärderad tillgång eftersom marknaden endast erbjuder det verkliga värdet. Detta resulterar i att en investerare endast kan erhålla en högre avkastning genom att ta en högre risk (Thaler, 1999).

4.7 Balanstal

Balanstalet är ett matematiskt nyckeltal som beräknas och presenteras årligen av pensionsmyndigheten (Pensionsmyndigheten 2020). Nyckeltalet beskriver kvoten mellan tillgångar och skulder i pensionssystemet. Om denna kvot befinner sig över ett är skulderna lägre än tillgångarna vilket tillåter utbetalningar från pensionssystemet att ske enligt plan. Å andra sidan om balanstalet befinner sig under ett är skulderna större än tillgångarna vilket kan leda till att utbetalningarna sänks tills ett balanstal över ett återigen har uppnåtts (Pensionsmyndigheten 2020). I Formel 4.1 nedan presenteras beräkningen för balanstalet.

$$\text{Balanstal} = \frac{\text{Tillgångar}}{\text{Skulder}}$$

Formel 4.1 - Balanstal definierat av kvoten mellan tillgångar och skulder.

4.8 Mått på avkastning och risk

Vid en investering i en tillgång tas risken och potentiell avkastning i beaktning (Berk & Demarzo, 2013). Ett utbrett tillvägagångssätt för att matematiskt beräkna risk kan följande metoder användas:

4.8.1 Sannolikhetsfördelning

Vid jämförelse av olika tillgångsslag uttrycks deras prestation med hjälp av avkastning (Berk & DeMarzo, 2013). Avkastningen representerar den procentuella ökningen av värdet i en investering som beaktas inom en viss tidsram. Vid en investering med hög risk finns olika scenarion för förväntad avkastning. Dessa olika avkastningar har olika stor sannolikhet att inträffa. En sannolikhetsfördelning representerar all information relaterat till olika sannolikheter för olika avkastning (Berk & DeMarzo, 2013).

4.8.2 Förväntad avkastning

Givet den avkastning sannolikhetsfördelningen som beskrivs i avsnittet ovan kan den förväntade avkastningen beräknas (Berk & DeMarzo, 2013). Den är ett medelvärde av samtliga potentiella avkastningar som viktas med deras sannolikhetsfördelning.

Den förväntade avkastningen av en tillgång beräknas genom att summera sannolikheten för en viss avkastning för samtliga tillstånd. I Formel 4.2 nedan presenteras beräkningen av den förväntade avkastningen $E[X]$.

$$E[X] = \sum x_i P_i$$

Formel 4.2 - Förväntad avkastning där $x_1, x_2 \dots$ är de möjliga utfallen av den stokastiska variabeln X och $p_1, p_2 \dots$ är motsvarande sannolikheter för respektive utfall.

4.8.3 Varians och standardavvikelse

Varians och standardavvikelse är båda mått på hur sannolikheterna för olika avkastningar varierar i en sannolikhetsfördelning (Berk & DeMarzo, 2013). Variansen är den förväntade kvadratiske avvikelserna av den förväntade avkastningen och standardavvikelsen är kvadratroten av variansen. Se Formel 4.3 och 4.4 nedan, för variansen respektive standardavvikelsen.

$$Var(x) = \sigma^2 = \sum P(x_i)(x_i - \mu)^2$$

Formel 4.3 - Variansen för en diskret sannolikhetsfördelning där summering görs efter alla x i utfallsrummet.

$$STD(X) = \sqrt{\sigma^2}$$

Formel 4.4 - Standardavvikelse för en sannolikhetsfördelning.

Inom finans benämns även standardavvikelsen av avkastning som volatilitet (Berk & DeMarzo, 2013). Volatilitet är ett vanligt förekommande mått eftersom enheten för volatilitet är densamma som för avkastning. Om en tillgång beaktas som riskfri skulle detta innebära att variansen var densamma som noll. När risken för en tillgång ökar, ökar också storleken av variansen och standardavvikelsen från den förväntade avkastningen (Berk & DeMarzo, 2013).

4.9 Korrelation

Korrelation är ett mått som mäter tillgångars värdeutveckling i förhållande till varandra (Perold, 2004). Korrelationskoefficienten antar ett värde mellan -1 och +1. Vid perfekt negativ korrelation är koefficienten exakt -1 och värdeutvecklingen går helt åt motsatt håll för de två jämförda tillgångar. Vid perfekt positiv korrelation är värdet +1 och det innebär att de två jämförda tillgångarna följer varandra. Korrelation saknas om korrelationskoefficienten antar värdet 0 och finns därmed inget linjärt samband mellan de jämförda tillgångarna (Perold, 2004). I Formel 4.5 redovisas beräkningen för korrelationskoefficienten.

$$\text{Corr}(r_i, r_j) = \frac{\text{Cov}(r_i, r_j)}{\sigma_i \sigma_j}$$

Formel 4.5 - Korrelation för två tillgångar i och j

Ett viktigt verktyg för att diversifiera en portfölj är att användas sig av tillgångar som har låg korrelation relativt varandra (Hull, 2018). För en portfölj skall vara diversifierad med minskad total risk är det inte nödvändigt att en enskild tillgång behöver ha perfekt negativ korrelation utan att samtliga inte skall vara perfekt positivt korrelerade (Perold, 2004). En låg korrelation mellan tillgångar i en portfölj medför således att den totala risken minskar. Detta eftersom tillgångar med låg korrelation inte tenderar att röra sig åt samma håll över tid. Standardavvikelse för respektive portfölj tar därav ut varandra i högre grad för tillgångar med låg korrelation.

4.10 Sharpekvot

Sharpekvoten är en kvot utvecklad av William F. Sharpe och används som ett finansiellt instrument för att mäta den riskjusterade avkastningen i en portfölj (Dzikevicius, 2005). Denna kvot erhålls genom att subtrahera en portföljs avkastning med den riskfria räntan och dividera differensen med portföljens standardavvikelse. I Formel 4.6 nedan, presenteras sharpekvotens beräkning.

$$\frac{\text{Avkastning} - \text{Riskfri Ränta}}{\text{Standardavvikelse}}$$

Formel 4.6 - Sharpekvoten som förhållande mellan differensen mellan historisk avkastning och riskfri ränta, och standardavvikelsen för portföljen.

Den erhållna kvoten representerar en portföljs riskjusterad avkastning och kan användas för att jämföra portföljer med varandra (Bailey & Lopez, 2012). Med sharpekvoten strävar man mot en positiv kvot där desto större kvoten är desto bättre. En positiv kvot innebär att en portföljs avkastning har varit högre än den riskfria räntan och desto högre kvoten är desto bättre har den slagit den riskfria räntan. Om kvoten å andra sidan är negativ innebär det att portföljens avkastning har varit lägre än den riskfria räntan och att avkastningen i så fall varit

bristfällig. I fallet av en negativ sharpekvot anses då lämpligt att se över en portföljs innehav för att åtgärda den bristfälliga avkastningen (Berk & Demarzo, 2013).

Sharpekvoten använder sig av standardavvikelse (Berk & Demarzo, 2013). Vanlig kritik mot standardavvikelse och därav sharpekvoten är att standardavvikelse tar samma hänsyn till både positiva och negativa svängningar. Detta innebär att det är svårt att urskilja positiv och negativ volatilitet vilket leder till att positiva svängningar anses negativa (Berk & Demarzo, 2013).

4.11 Finansiella risker

Nedan presenteras finansiella risker som anses vara av relevans för att analysera risken för räntebärande papper.

4.11.1 Ränterisk

Ränterisk är risken av förändringar i räntor, vilket exempelvis kan vara reporänta eller bankers räntor (Hull, 2018). Detta påverkar i sin tur marknadsvärdet av en obligation. Ränterisken påverkar dock enbart obligationer med fast kupongränta ifall de handlas på en sekundärmarknad då marknadsvärdet inte är intressant för en person som håller obligationen till och med förfallodatum. När man värderar en obligation kan man göra det med nuvärdesmetoden. Detta görs genom diskontering av obligationens kupongutbetalningar och nominella slutvärde till den nuvarande tidpunkten med hjälp av diskonteringsräntan och obligationens löptid (Brealey et al., 2017). Kassaflödet diskonteras genom att dividera flödet med diskonteringsräntan. Detta innebär att nuvärdet av en obligation sjunker om diskonteringsräntan ökar, vilket då är en risk för investeraren. Risken för att räntan ändrar sig blir även högre desto längre löptiden är för en obligation. Om man exempelvis jämför två obligationer där en har en löptid på ett år respektive tio år existerar det fler chanser för räntan att ändra sig hos obligationen med högre löptid, vilket därmed ger högre ränterisk (Brealey et al., 2017).

För att beskriva en obligations nuvärde används Formel 4.7 och 4.8 beroende på antal kassaflöden. Vid ett kassaflöde används Formel 4.7 och för summering av flera kassaflöden används Formel 4.8.

$$\text{Nuvärde (present value)} = PV = \frac{C_1}{1 + r}$$

Formel 4.7 - Nuvärdet beräknat efter C_1 , kassaflöde dividerat med diskonteringsräntan r .

$$PV = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1 + r)^t}$$

Formel 4.8 - Beräkning av nuvärdet med summering av kassaflöden från tiden $t=1$ upp till tiden T .

En kupong är en obligations räntebetalning och delas ut som en kupongutdelning periodvist (Wramsby & Österlund, 2007). Perioderna som kupongutdelningarna sker vid och kupongräntan är förutbestämd vid emittering av obligationer med fast kupong. Kupongutdelningarna tillsammans med den slutgiltiga amorteringen av lånet är alltså en obligations kassaflöden och skall tillsammans utgöra obligationens totala kassaflöde. På grund av att en obligations kassaflöden kan ske periodvist uppstår det ett ytterligare sätt som ränterisk kan beskrivas på, nämligen med duration. Duration är de viktade genomsnittliga återstående tiderna till varje utbetalning (Brealey et al., 2017). Eftersom de totala utbetalningarna inte sker vid samma tillfälle används duration för att beskriva den genomsnittliga löptiden tills obligationen är utbetald (Wramsby & Österlund, 2007). Det skall alltså inte förväxlas med tiden tills en obligation återbetalas, alltså “time to maturity” vilket alltid är den totala löptiden (Brealey et al., 2017). Duration beskrivs som summan av en obligations nuvärden av framtida utbetalningar i förhållande till det totala nuvärdet viktade till vilken period de sker i. Detta ger då den genomsnittliga tiden tills obligationen är utbetald. Formel 4.9 som presenteras nedan, redogör för beräkningen av duration:

$$Duration = \frac{1 \times PV(C_1)}{PV} + \frac{2 \times PV(C_2)}{PV} + \frac{3 \times PV(C_3)}{PV} + \dots + \frac{T \times PV(C_t)}{PV}$$

Formel 4.9 - Duration som en summering av nuvärdet, PV, av framtida kassaflöden, C, från tiden 1 till T.

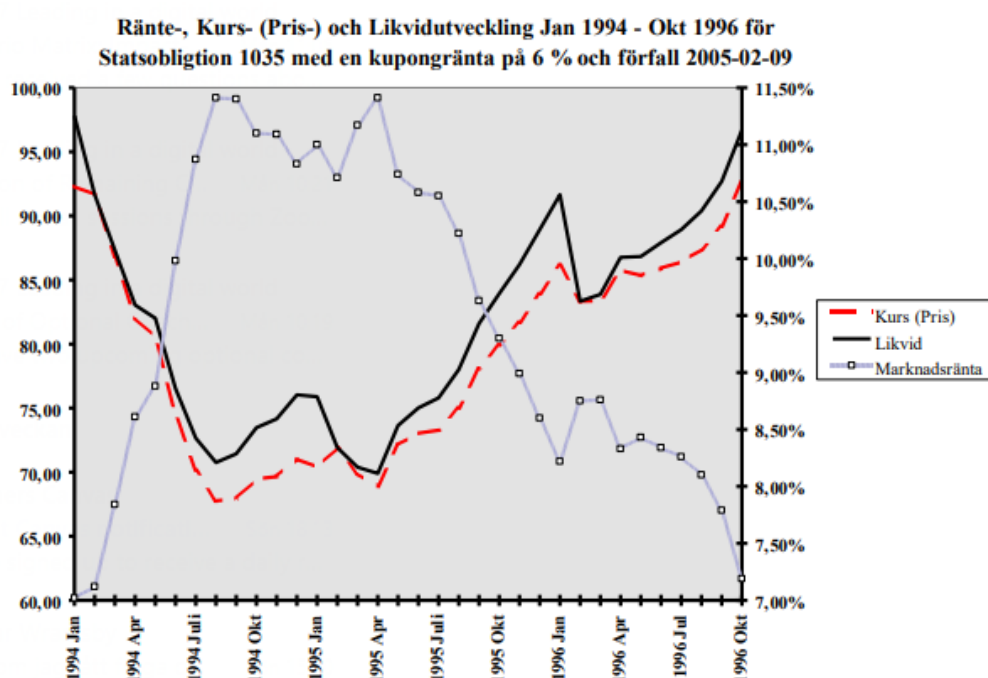
Eftersom duration är beroende av en obligations nuvärde är durationen direkt proportionell mot ändringar i räntor (Brealey et al., 2017). Med hjälp av duration kan man då undersöka hur priset på en obligation förändras i förhållande till räntan. Brealey et al. (2017) menar att det är bäst att använda sig av “modified duration” vid undersökning av räntans påverkan på durationen. Modified duration mäter skillnaden i pris för en obligation vid en enprocentig skillnad i ränta. Exempelvis om man har ett modified duration värde av två kommer en enprocentig skillnad i ränta orsaka en tvåprocentig skillnad i obligationens värde (Brealey et al., 2017). Beräkningen för modified duration beskrivs nedan i Formel 4,10.

$$Modifierad\ duration = \frac{duration}{1 + yield}$$

Formel 4.10 - Duration dividerat med yield, kupongräntan/marknadsvärde.

Nollkupongare betalar ut hela sitt belopp vid förfallodatum, vilket innebär att det enbart finns en period för kassaflöde (Wramsby & Österlund, 2007). Eftersom nollkupongare inte betalar ut sitt värde periodvist är de mer känsliga för ändringar i ränta. Nollkupongare har inte fördelen av ränta-på-ränta effekten vilket innebär att betalningar som ligger längre bort i tiden minskar mer i värde än betalningar nära i tiden vid ränteändringar. På grund av att det bara existerar en utbetalning förenklas beräkningen av duration då den alltid är lika med obligationens totala löptid (Wramsby & Österlund, 2007).

I Figur 4.1 nedan visas ränte-, kurs- och likvidutveckling mellan januari 1994 – oktober 1996 för en statsobligation med en kupongränta på sex procent (Wramsby & Österlund, 2007). Räntans utveckling är central, detta eftersom den direkt påverkar priset på statsobligationen. Desto högre marknadsränta, desto lägre pris på en statsobligation vars kupongräntan är lägre än marknadsräntan och vice versa. Brealey et al (2017) menar på att statsobligationers pris och räntan måste uppvisa en invers relation. Detta är delvis förklarat ovan, då en statsobligations pris är dess nuvärde. Eftersom nuvärdet är en funktion av räntan, måste statsobligationens pris vara direkt korrelerat till räntan. Likviden som visas som svart i Figur 4.1, är priset av obligation adderat med den upplupna kupongen. Värdet av en obligation blir högre desto närmare man kommer utdelningsdagen och sjunker sedan efter att utdelningen har skett (Wramsby & Österlund, 2007).



Figur 4.1 - Utveckling av statsobligation 1035. (Wramsby & Österlund, 2007)

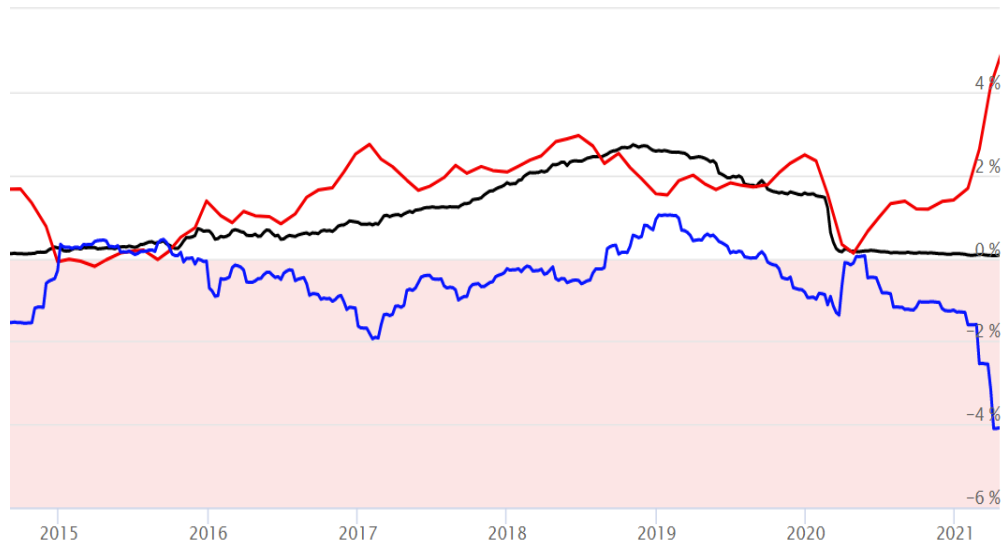
4.11.2 Inflationsrisk

Vid köp av räntebärande värdepapper är betalningsströmmarna i framtiden, vilket innebär att den reala avkastningen är central för värdepapprets prissättning (Steindl, 1973). Den reala avkastningen syftar på att avkastningen justeras mot inflationen under motsvarande period (Christensen et al., 2004). Inflationsrisken tydliggörs när ett räntebärande värdepappers nominella betalningar diskonteras, vilket görs med Formel 4.11 (Brealey et al., 2017). Vid längre löptider för värdepapper är inflationsrisken en mer osäker faktor, därav brukar avkastningen vara högre för att kompensera köparen för ökad risk (Levin et al., 1993).

$$\text{Real cash flow at date } t = \frac{\text{nominal cash flow at date } t}{(1 + \text{inflation rate})^t}$$

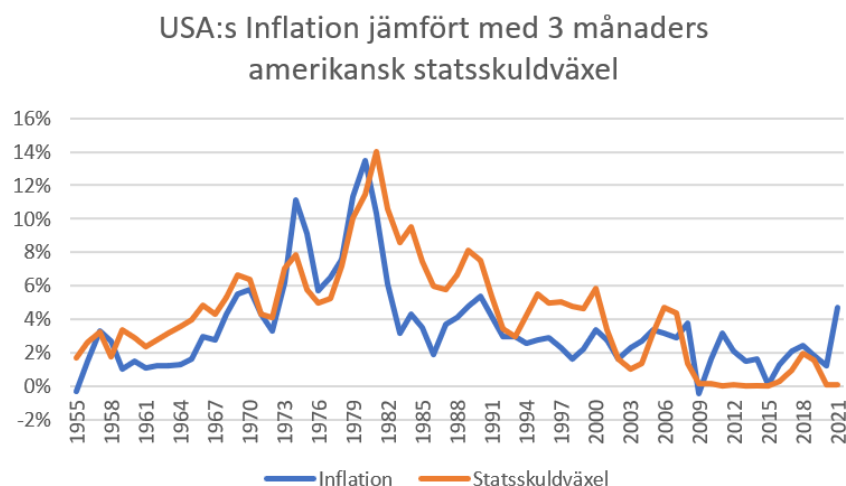
Formel 4.11 - Real cash flow at date t (Brealey et al., 2017)

För att räntebärande värdepapper skall ge en positiv real avkastning behöver den nominella räntan vara högre än inflationen, vilket ökar osäkerheten ju längre löptid värdepappret har (Steindl, 1973). Därav uppnås minimering av inflationsrisk genom att investera i kortsiktiga räntebärande värdepapper (Brealey et al., 2017). Värdepapper med kort löptid är inte lika känsliga mot inflation som motsvarande med lång löptid, eftersom det nominella värdet inte urholkas lika mycket av en hög inflation som belyses av Formel 4.11. Inflationens påverkan på realräntan illustreras nedan av Figur 4.2.



Figur 4.2 - Realränta(blå), Nominell Ränta(svart) och Inflation (röd) för USA 2015–2021. (Longtermrends, 2022)

Inflationsrisken för räntebärande värdepapper manifesterar sig även i förväntade eller faktiska räntehöjningar på kommande eller nyligen emitterade räntebärande värdepapper (Brealey et al., 2017). Räntehöjningarna beror på att investerare kräver högre avkastning för att inflationen förväntas öka, så att samma realränta kan erhållas för investeraren, vilket Figur 4.3 illustrerar. Priset faller för utestående räntebärande värdepapper med lägre kupongränta, likadan löptid och från samma emittent (SEC, 2013). Detta prisfall beror på att investeraren kan erhålla en högre avkastning till samma risk och löptid. Enligt teorin blir priskorrigeringen för utestående räntebärande värdepapper till en nivå där köparen får samma eller högre avkastning som de nyligen emitterade räntebärande värdepapperna (Brealey et al., 2017).



*Figur 4.3 - USA:s inflation jämfört med 3 månaders amerikansk statsskuldväxel 1955–2021.
(Egen figur 1)*

Investorerare i värdepapper kan delvis hedga sig mot inflationsrisk genom att köpa “Inflation-indexed bonds” (Pflueger, 2011). Dessa värdepappers inlösningspris och kupongavkastning justeras mot konsumentprisindex (KPI), vilket är ett mått på inflation. Vid köp av Inflation-indexed bonds gör investeraren avkall på den del av avkastningen som erhålls för riskpremien av inflationsrisken (Levin et al., 1993). Inflation-indexed bonds kan vid extremfall såsom Finanskrisen 2008 innebära att investeraren missar en positiv exponering mot inflationsrisken (Pflueger, 2011). Detta eftersom vid deflation eller förväntad deflation vill inte innehavaren att värdepappers avkastning skall följa en negativ trend.

4.11.3 Kreditrisk

Riskklassificeringar är en av grundpelarna inom riskbedömning (Finansinspektionen, 2020). Tidshorisont för riskbedömning är en riskklassificering. Huvudsakligen finns det två alternativ för att klassificera tidshorisonten. Riskklassificeringen “point-in-time” (pit) ämnar avgränsa sig till nästkommande tidsperiod, vilket brukar vara ett år. Riskklassificeringen “through-the-cycle” (ttc) beskriver den genomsnittliga risken över en konjunkturcykel. Den dominerande riskklassificeringen för institut är ttc med mindre inslag av pit, vilket innebär att många riskklassificeringar blir konjunkturberoende. Det leder till att risker generellt beskrivs som lägre i högkonjunkturer och vice versa i lågkonjunkturer. Finansinspektionen (2020) menar att det innebär en utmaning att begränsa denna trend, detta för att inte förbise förändringar i underliggande riskfaktorer.

Kreditrisk definieras som motpartens ovilja eller oförmåga att genomföra finansiella åtaganden (Spuchl’akova et al., 2015). I fallet av en obligation är motparten emittenten. Kreditrisken vid handel av stats- och företagsobligationer är en emittents eventuella oförmåga att betala obligationsinnehavaren vid kupongutdelningar eller inlösningstillfället. Utebliven betalning av emittenten innebär en negativ förändring i marknadsvärdet för obligationen, där marknadsvärdet kan falla totalt (Hull, 2018).

Det finns två grundläggande tillvägagångssätt för att definiera kreditförluster och därmed fastställa kreditrisken (Spuchl'akova et al., 2015). Det första tillvägagångssättet "absolute position" definierar kreditförlusten i binär form, antingen betalar emittenten inlösningssumman eller så är emittenten i default. Absolute position innebär därmed att kreditrisken ligger hos emittentens risk av default. Det mer avancerade tillvägagångssättet för kreditförlust, "market-to-market" använder sig av kontinuerliga modeller baserade på externa kreditbetyg av emittenten. Därmed förändras kreditrisken endast när emittentens kreditbetyg skiftar. Tillvägagångssätten skiljer sig främst mellan sätt att definiera kreditförlust, där absolute position är binärt och market-to-market kan anta flera värden (Spuchl'akova et al., 2015).

Kreditrisken för emittenter bevakas av banker, därefter ämnar banker dessutom att aktivt kontrollera och reducera kreditrisken (Spuchl'akova et al., 2015). Banker gararderar sig mot kreditrisk genom flertalet metoder. Några av dessa metoder är delande av risk, risköverföring och riskdiversifiering. Gardering mot kreditrisk för individuella kredittagare görs genom att banker sätter en övre gräns för mängden kredit. Gränsen baseras på kreditbetyg, omsättningen och finansiell utvärdering av kredittagaren. Riskminimering för kreditrisk görs även genom att fördela kredit över olika industrisektorer, för att motverka sektorspecifika negativa trender. Dessutom minimeras kreditrisk genom hänsyn till länders makrofaktorer. Emittenter försöker minimera risken genom att sprida krediten till kredittagare i olika länder (Spuchl'akova et al., 2015).

4.11.4 Likviditetsrisk

Likviditet innebär hur enkelt en tillgång kan köpas eller säljas på marknaden (Hull, 2018). Likviditet kan enkelt beskrivas som hur snabbt och till vilket pris en tillgång kan konverteras till likvida medel, kontanter. Det finns två typer av likviditetsrisk, marknadslikviditetsrisk och finansieringsrisk:

4.11.4.1 Marknadslikviditetsrisk

En likvid marknad innebär en investerares möjlighet att inta och komma ur en position på marknaden till ett välkänt pris (Wramsby & Österlund, 2007). Vid osäkra marknadsförhållanden kan priset på tillgången behöva sänkas för att möjliggöra en försäljning (Hull, 2018). Tillgångar som handlas varje dag är mer likvida, jämfört med en stor investering i ett räntebärande papper som är av typen non-investment grade. Likvida marknader är nödvändiga för investerare som är i behov av att placera likviditetsöverskott under en viss tidsperiod. För korta tidsperioder används ofta statsskuldväxlar, företagscertifikat och övriga certifikat (Wramsby & Österlund, 2007). Ett mått på marknadslikviditetsrisken är bid-offer spread (Hull, 2018). Det är differensen mellan det lägsta pris en säljare är villig att sälja för och det högsta pris en köpare är villig att betala, se Formel 4.12 nedan.

$$\text{Bid} - \text{offer spread} = \text{Säljpris} - \text{Köppris}$$

Formel 4.12, Köp och säljkurs, bid-offer spread i absoluta tal.

Likviditeten kan mätas antingen i absoluta tal eller i förhållande till tillgångens pris (Hull, 2018). För att mäta likviditeten i förhållande till tillgångens pris i beaktning behöver mittkursen användas. Mittkurs, mid market price, är genomsnittet av det pris som köpare är villiga att köpa för och säljare villiga sälja för. Mittkurs kan anses som det verkliga värdet av en tillgång, fair value. Emellertid är detta ett teoretiskt pris. En investerare förutsätter alltid att en likviditets kostnad uppstår vid en transaktion. Detta speglar det faktum att en transaktion inte sker vid mittkursen utan att ett köp genomförs mot ett säljpris och ett sälj mot ett köppris, se Formel 4.13 nedan.

$$\text{Bid - offer spread} = \frac{\text{Säljkurs} - \text{Köpkurs}}{\text{Mittkurs}}$$

Formel 4.13, Köp och säljkurs, Bid-offer spread, i förhållande till tillgångens mittkurs.

Storleken på bid-offer spread indikerar hur likvid marknaden är (Hull, 2018). En stor bid-offer spread innebär att en viss tillgång är mindre likvid. Detta kan exemplifieras med en försäljning av en fastighet. En stor differens i bid-offer spread kan innebära att säljaren behöver sänka priset för att få sålt fastigheten vid önskvärt tillfälle. Relationen mellan köp och säljkurs illustreras i Figur 4.4 nedan.



Figur 4.4 - Bid-offer priser som en funktion av kvantitet av en transaktion. (Hull, 2018)

4.11.4.2 Finansieringsrisk

Den andra typen av likviditetsrisk är finansieringsrisk, till exempel i en finansiell institution (Hull, 2018). En finansiell institution kan ha hög kreditvärdighet till följd av en hög soliditet, andelen tillgångar finansierade av eget kapital. Trots en hög soliditet kan förmågan att betala vid förfrågan vara bristfällig i fallet då institutionens tillgångar inte är likvida.

Likviditetsproblem vid finansieringar kan orsakas av följande anledningar:

1. Brist på likviditet när marknaden blir stressad. Detta kunde bevittnas i Finanskrisen 2008.
2. Genom aggressiva finansieringsbeslut. Det finns en tendens av alla finansiella institutioner att använda sig av kortsiktiga instrument för att finansiera långsiktiga behov.
3. Finansiellt underpresterar kan leda till ett bristande förtroende. Detta kan resultera i en förlust av insättningar.

När en finansiell institution upplever likviditetsproblem sker dessa tre ovanstående tillstånd vanligtvis vid samma tillfälle (Hull, 2018). Nyckeln för att hantera finansieringsrisk är att förutse likvida behov och säkerställa att likvida medel finns tillgängliga i situationer som kräver det. I en situation där en bank utfärdat en obligation vet banken i för tid om när kupongerna behöver betalas ut till marknadsaktörer. I detta fall är det enkelt att förutse likviditetsbehovet. Vidare kan situationer uppstå där behovet av likviditet är svårare att förutse. En sådan situation kan exemplifieras vid ett marknadstillstånd där många marknadsaktörer samtidigt begär utbetalningar, vilket leder till finansieringsproblem för institutionen som utfärdat obligationen i fråga.

4.11.5 Valutarisk

Valutarisk innebär att fluktuationer i en valutakurs påverkar värderingen av ett finansiellt instrument eller annan tillgång negativt (Black, 1989). Vid internationella innehav uppstår denna risk och kan skapa oförutsägbara vinster och förluster. I tron om att valutan i tillgången i fråga har en värdeökningspotential kan en valutaexponering vara önskad. I motsatt tro, att tillgångens valuta kommer att minska i värde, kan hedging användas för att skydda sig mot en potentiell valutarisk. Att hedga sig mot valutarisk kan innebära att använda valutaderivat, terminskontrakt eller optioner. Ett av de vanligaste sätten att hedga sig mot valutarisk är att använda sig av en valutaswap (ACCA, u.å.). En valutaswap är en transaktion där två parter växlar en lika stor del pengar men i olika valutor (Usman, 1994). Pengarna återbetalas vid ett förutbestämt datum och växelkurs.

Valutarisk är en betydande faktor när det kommer till investeringar i räntebärande papper (Black, 1989). Avkastningen i räntebärande papper är förhållandevis låg och kan medföra att investeringar i utländska värdepapper är mer känsliga för valutafluktuationer än andra tillgångar vilket medför en ökad risk. Detta beror på att värdepappers avkastning från valutan ofta utgör en större del relativt avkastningen från värdepappers räntebetalningar eller värdeuppgång. Valutaexponering kommer således ha en stor inverkan på avkastningen och kan vara något som ökar eller minskar värdepappers avkastning (Black, 1989).

Ett sätt att minska valutarisken är att investera i länder vars valutor befinner sig i en positiv trend i jämförelse till andra valutor (Mitchener & Weidenmier, 2015). Vid en investering bör man också ta landets inflation i beaktning och även landets skuldsättning eftersom en hög skuldsättning korrelerar med en hög inflation. Ett land med hög skuldsättning och vidare hög inflation kan leda till en minskad ekonomisk stabilitet vilket leder till att valutan ofta minskar

i värde. En starkt valuta associeras ofta med en låg skuldsättning relativt BNP (Mitchener & Weidenmier, 2015).

4.11.6 Koncentrationsrisk

Koncentrationsrisk innebär att en hel portföljs prestation är kopplade till en enskild tillgångs eller grupp av tillgångars prestationer (Hibblen, 2010). En hög koncentrationsrisk är därav en effekt av att en stor andel tillgångar korrelerar. Hibblen (2010) nämner att en koncentrerad portfölj inte enbart behöver vara något negativt. Detta eftersom koncentration oftast härrör från specialisering som i sin tur innefattar ökad information och kunskap, kan det leda till att tillgångar värderas bättre.

Koncentrationsrisken kan omfatta många olika typer av risker (Hibblen, 2010). Till exempel marknadsrisk, likviditetsrisk och kreditrelaterad koncentrationsrisk. En hög marknadsrisk kan exempelvis innebära koncentration av enstaka valutor i marknaden. Kreditrelaterad koncentrationsrisk innefattar dessutom namnkoncentration, branschkoncentration och geografisk koncentration. Namnkoncentrationen beskriver den risk att investera i få tillgångar men stora andelar i förhållande till övriga portföljen (Hibblen, 2010). Branschkoncentration avser en koncentration till en signifikant exponering mot en grupp aktörer som sannolikt går i konkurs på grund av en gemensam underliggande faktor. Detta kan exemplifieras genom att en ekonomisk kris uppstår inom en marknad eller region som sprider sig till en annan marknad (Claessens et al., 2001).

4.12 Ratings

Utvärderingen av kreditrisken för räntebärande papper sker generellt genom att analysera kreditvärdigheten (Hull, 2018). Uppskattningen av kvalitén för en kredit benämns generellt som kreditvärdighet. Kreditvärdigheten bedömer generellt inte det specifika räntebärande pappret, utan istället emittenten av pappret. Kreditvärdigheten är en analys av både kvantitativa och kvalitativa attribut för emittentens återbetalningsförmåga (CFI, u.å.d). Bokslut, årsrapporter, analys av emittentens industrisektor och prognoser är exempel på dessa attribut. Kreditvärdigheten beräknas dock inte enligt någon given formel eller beräkningsgång (Brealey et al., 2017).

Kreditvärderingsinstitut skall fungera som en oberoende mellanhand som förser marknaden med information kring emittentens kreditvärdighet (Spuchl'akova et al., 2015). Marknaden för kreditvärdering är dominerad av följande tre aktörer: Moody's, S&P och Fitch (Hull 2018). Kreditvärderingsinstituten skiljer sig i sin klassificering, med två olika kreditbetyg vilket belyses i Tabell 4.1 nedan.

Kreditrisk	Moody's	Fitch och S&P	Värdepappers status
Lägsta	Aaa	AAA	Investment-grade bonds
Väldigt Låg	Aa1	AA+	
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
Låg	A1	A+	
	A2	A	
	A3	A-	
Mellan	Baa1	BBB+	
	Baa2	BBB	
	Baa3	BBB-	
Betydande	Ba1	BB+	Junk bonds
	Ba2	BB	
	Ba3	BB-	
Hög	B1	B+	
	B2	B	
	B3	B-	
Default troligt	Caa1	CCC+	
	Caa2	CCC	
	Caa3	CCC-	
Default nära	Ca	CC	
Default påbörjad	C	C	
Emittent default	D	D	

Tabell 4.1 – Ratings. (Jewell & Livingston, 1999)

Kreditvärderingsinstitut utfärdar kreditbetyg baserat på emittentens kreditvärdighet (Hull, 2018). Kreditbetygen ligger till grund för att bedöma kreditrisken av ett räntebärande pappers emittent. Räntebärande papper med kreditbetyg över BB+ (Ba1) klassas som “investment-grade”. Denna klassificering innebär att emittenten anses besitta en god kreditvärdighet. Emittenter klassade som “investment-grade” förväntas med hög sannolikhet besitta förmågan att betala nominella beloppet samt räntan vid inlösningsdatum, vilket ger skäl till en låg kreditrisk. Räntebärande papper med kreditbetyg lägre än BBB- (Baa3) tilldelas klassificeringen “junk bonds” eller “speculative grade”. Emittenter i denna klassificering anses vara mer spekulativa än emittenter i “investment-grade”, vilket innebär en högre kreditrisk. Kreditrisken är högre eftersom emittenten med högre sannolikhet kan vara oförmögen att betala antingen räntan eller både räntan och det nominella beloppet.

4.13 Spreadexponering

En annan metod som kan användas för att mäta kreditrisk i en portfölj bestående av räntebärande papper är “spreadexponering” (Fondbolagens förening, 2021). Spreadexponering är ett nyckeltal som säger hur stort värdefall en fond får, mätt i

procentenheter av fondens värde, om ränteskillnaden mellan fondens innehav och statsobligationer fördubblas. Nyckeltalet liknar tidigare nämnda modified duration, men kan appliceras på en hel fond och medger en objektiv jämförelse mellan olika räntefonder oavsett löptid eller kreditkvalitet. Därmed ger nyckeltalet en mer konkret innebörd till skillnad från ratings och riskskalan 1-7 (Ben Dor et al., 2007). Vidare ändras ratings långsammare och mer sällan än spreadexponering vilket gör att spreadexponering ger en mer tidsrelevant bild.

Spreadexponering definieras som en summering utav varje räntebärande pappers "asset weight" multiplicerat med dess duration multiplicerat med dess "spread" i en fond (Fondbolagens Förening 2021). Beräkning av spreadexponering beskrivs nedan i Formel 4.14.

$$\sum_{i=1}^N (\text{Asset weight}_i \times \text{Duration}_i \times \text{Spread}_i)$$

Formel 14, Spreadexponering som en summering av asset weight, duration och spread från innehav i = 1 till N.

Asset weight är en tillgångs andel av av hela fondens marknadsvärde, inklusive kassa och andra marknadsvärden exempelvis aktier och derivat.

Spread är skillnaden mellan ett räntebärande pappers "yield to maturity" och statspapperskurvan. Statspapperskurvan är räntan på statspapper utgivna i samma valuta som det räntepapper man undersöker och är Tyskland för euro och USA för dollar (Fondbolagens förening 2021). Yield to maturity är räntan en investerare hade fått på sin investering om varje kupongutbetalning hade återinvesterats kontinuerligt fram till att värdepappret hade upplupet, alltså till "maturity" (Finra u.å.b). Beräkning av yield to maturity beskrivs nedan i Formel 4.15.

$$\sqrt[n]{\frac{\text{Face value}}{\text{Current Price}}} - 1$$

Formel 4.15, Yield to maturity där n är antalet kupongutbetalning, face value är utbetalningen vid räntepapperets upplupna tid, current price är marknadsvärdet.

4.14 Sammanfattning av kapitlet

I ovanstående kapitel har relevanta finansiella risker och marknadskoncept för investeringar i räntebärande papper behandlats. Marknader för räntebärande papper består huvudsakligen av penningmarknaden och obligationsmarknaden. Teorin om de effektiva marknaderna så väl som den riskfria räntan behandlas eftersom de ligger till grund för de finansiella marknaderna där räntebärande papper utgör en stor del av marknadens tillgångar. Vid investeringar i räntebärande papper har följande typer av risker identifierats; ränte-, inflations-, kredit-, likviditets-, valuta- och koncentrationsrisk. Kreditrating som anses vara det generella

tillvägagångssättet för att utvärdera kreditrisk har förklarats. Utöver detta har ett centralt koncept för kreditrisk inom räntebärande papper identifierats, spreadexponering.

5. Institutionell teori

I kapitel 5 kommer en kort presentation hur Sveriges Pensionssystem fungerar och vilka delar pensionen består av.

5.1 Sveriges Pensionssystem

Sveriges nuvarande pensionssystem grundar sig i en reform som tog fart år 1984 (Pensionsmyndigheten, 2021a). Pensionsreformens samtliga delar var på plats år 2003. Orsaken till reformen var prognoser som förutspådde att AP-fonderna skulle tömmas runt början på 2000-talet till följd av ökad finansiell instabilitet och den demografiska utvecklingen i form av ökad medellivslängd bland den svenska befolkningen. Med anledning av den demografiska utvecklingen i Sverige uppstod ett behov av en buffert för att hantera över- och underskott mellan pensionsavsättningar och pensionsutbetalningar (Riksdagen, 2011).

Pensionen består vanligtvis av tre olika delar (Pensionsmyndigheten, 2021b). Den allmänna pensionen, tjänstepensionen samt eget sparande. Den allmänna pensionen är den del av pensionen som Pensionsmyndigheten ansvarar för och därmed också samtliga AP-fonder. Tjänstepensionen representeras av de avsättningar som arbetsgivaren gör och eget privat sparande kommer från egna avsättningar, se Figur 5.1 nedan.



Figur 5.1 - Exempel på fördelning av pension. (Pensionsmyndigheten, 2021b)

Figur 5.1 visar ett exempel på hur fördelningen mellan pensionens olika delar kan vara fördelade. Detta kan se olika ut för olika personer.

5.1.1 Allmän pension

Den allmänna pensionen består av inkomstpension och premiepension (SFS 2009:1173). Kapitalet för den allmänna pensionen förvaltas av de allmänna pensionsfonderna.

Inkomstpensionen förvaltas av Första-Fjärde samt Sjätte AP-fonden och premiepensionen förvaltas initialt av Sjunde AP-fonden.

Av den pensionsgrundande inkomsten, vilket år 2022 innefattar en årsinkomst mellan 20 431 och 572 600 kronor (Pensionsmyndigheten, 2022a), avsätts 18,5 procent till den allmänna pensionen (Pensionsmyndigheten, 2021a). Av dessa procent kommer 16 procent att tillhöra inkomstpensionen och investeras i någon av de fyra buffertfonderna det vill säga Första-Fjärde AP-fonden. De resterande 2,5 procent är en del av premiepensionen. I premiepensionen ställs pensionstagaren inför ett val att antingen välja om pengarna skall förvaltas i den sjunde AP-fonden eller om så föredras, andra fondval.

De avsättningar på 18,5 procent som görs varje år används för att täcka samma års pensionsutbetalningar (Regeringen 2021). Buffertfonderna, Första-Fjärde samt Sjunde AP-fonderna används för att stabilisera de skillnader som uppstår mellan in- och utbetalningarna. Ifall balanstalet är positivt, det vill säga att pensionsavsättningarna är större än utbetalningarna, kommer pensionen att höjas med ett inkomstindex (SOU 2004:105). Såvida det är en stor skillnad, det vill säga mer än tio procent, kommer detta få en direkt påverkan med höjd pension för dagens pensionärer samt för de som förväntas gå i pension. Vid negativt balanstal kommer det balanseras genom sänkta framtida och nuvarande pensioner. AP-fondernas arbete syftar till att på lång sikt finansiera inkomstpensionssystemet genom att sträva efter maximal avkastning till låg risk. Målet med de fyra buffertfonderna är att förvalta globalt diversifierade värdepappersportföljer.

5.1.2 Tjänstepension

Som tillägg till den allmänna pensionen har nio av tio även tjänstepension som betalas in av arbetsgivaren (Pensionsmyndigheten, 2022b). Storleken på avsättningarna varierar mellan olika företag. De fastställs antingen via de kollektivavtal arbetsgivaren eventuellt har eller direkt mellan arbetsgivare och arbetstagare.

5.1.3 Eget sparande

Om pensionstagaren har jobbat heltid mellan 23 och 65 års ålder och har både allmän pension och tjänstepension kommer den totala pensionen motsvara cirka 60 procent av dennes lön (Pensionsmyndigheten, 2022c). Utöver detta finns möjlighet till eget privat sparande för pensionen (Pensionsmyndigheten, 2022d). Det egna sparandet inför pensionen kan göras genom att exempelvis spara pengar på ett investeringssparkonto eller ha en privat pensionsförsäkring. En lagändring som trädde i kraft år 2016 gör att det inte längre är möjligt att göra avdrag på skatten i deklarationen för individuella pensionssparanden eller privata pensionsförsäkringar.

6. Metod

Studien påbörjades med en metod av hybrid karaktär. En studie med inslag av både kvalitativa och kvantitativa delar beskrivs av Driscoll et al. (2007) som "hybrid". Brist på tillgång av data som krävdes för att genomföra en rigorös kvantitativ undersökning ledde till revidering av en metod med hybrid karaktär. Slutligen beslutades det att en metod med kvalitativ underbyggnad var mest lämplig för syftet av rapporten. Beslutet grundades i att studiens mål är att undersöka AP-fondernas placeringar i räntebärande papper, vilket passade bäst med en kvalitativ infallsvinkel i form av en litteraturöversikt och intervjuer. Studien genomfördes slutligen med en abduktiv ansats, vilket enligt Patel et al. (2011) innebär att relatera teori och empiri. Litteraturöversikten har lagt grund för det teoretiska ramverket som berör studiens intresseområde. Litteraturöversikten fungerade som ett verktyg för att utforma studiens semistrukturerade intervjufrågor. Intervjuerna som har genomförts gav studien insyn i AP-fondernas och andra fondförvaltares arbete kring placeringar inom räntebärande värdepapper.

Studiens syfte är att analysera AP-fondernas placeringar inom räntebärande värdepapper och hur risken för dessa investeringars avkastning manifesterar sig. Studien ämnar även till att analysera risk och riskfaktorer, orsaker till riskfaktorernas förändring undersöks, vilket innebär att studiens syfte är förklarande. Rapporten syftar även till att utforska hur AP-fonderna hade kunnat placera alternativt, om det finns en högre avkastning till liknande risk, och därmed kunna analysera om placeringar i räntebärande värdepapper i den utsträckning som AP-fonderna placerar är optimal. Tillvägagångssättet för att genomföra studien med ovanstående syften presenteras i följande metodavsnitt.

6.1 Studiens fyra komponenter

Projektet inleddes med en litteraturöversikt som hade fördjupning inom området kring AP-fonderna, räntebärande värdepapper, hållbarhet och etik. Litteraturen var framförallt i formen av artiklar, läroböcker och dokumentation från diverse finansiella institut men framförallt från Första-Fjärde AP-fonden. Enligt Snyder (2019) anses detta som den föredragna metoden vid undersökningar som beaktar ämnen som kan tolkas annorlunda och studeras av många forskare. Litteraturöversikten gav en bra grund för avgränsningar och vilka områden studien fortsatt skulle ha som fokusområde. Framförallt utkristalliserades vilka risker och riskbedömningsmetoder som studien skulle fokusera på. Litteraturöversikten var även ett verktyg för att kunna förfinas frågor och fokusområden för de efterföljande explorativa intervjuerna.

För vidare fördjupning inom ämnet utfördes explorativa intervjuer. Enligt Patel et al. (2011) används studier med explorativa syfte som ett medel för att samla in kunskap om ett problemområde, vilket ämnas att göra för denna studie. Inom så breda och omfattande områden såsom räntebärande värdepapper, finansiell risk, hållbarhet, etik och riskbedömning var explorativa intervjuer ett nödvändigt verktyg för studiens avgränsning och träffsäkerhet.

Den inledande litteraturöversikten styrde utformandet av studiens teoretiska ramverk, som kontinuerligt under studiens gång uppdaterades. Delar av materialet som samlades in under den inledande undersökningsperioden utgör delar av det slutgiltiga teoretiska ramverket. Litteraturöversikten var en viktig komponent i att kunna utforma så träffsäkra frågor som möjligt för de semistrukturerade intervjuerna. Patel et al. (2011) understryker vikten av att intervjuaren har god förståelse för begrepp och språkbruk inom ämnet som undersöks, för att kunna förstå svaren och ställa så träffsäkra frågor som möjligt.

De semistrukturerade intervjuerna gav vissa svar på frågor som innebar att studiens teoretiska ramverk behövde utökas. Riskbedömningsmetoder såsom spreadexponering och DTS var metoder som studien först stötte på under intervjufasen. Intervjufrågornas lämplighet testades på förhand, något som enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul (2008) bidrar till att säkerhetsställa att intervjufrågorna är lämpliga. Intervjufrågorna testades även i de explorativa intervjuerna och omarbetades för att säkerhetsställa intervjufrågornas lämplighet inför intervjuerna med Första-Fjärde AP-fonden. Utökning av redan behandlade områden i det teoretiska ramverket var även det en följd av insikter från de semistrukturerade intervjuerna.

6.2 Studiens datainsamling

Studien inleddes med en litteraturöversikt som enligt Snyder (2019) är användbart för att bygga förståelse kring en studies forskningsområde. Denna litteraturöversikt gav författarna en mer djupgående förståelse för branschen och fick en uppfattning om hur liknande tidigare forskning har bedrivits. Insamlingen av litteratur skedde framförallt genom Google scholar och uppföljning av källor som använts i den undersökta litteraturen. Vanligt förekommande sökord som kombinerades var "Bonds", "Credit", "Inflation", "Debt", "Interest rate", "Risk", "Ratings", "Fixed Income", "Sustainability". Den insamlade litteraturen strukturerades och sorterades efter vilket område av studien den berörde. Strukturen och sorteringen gav en tydlig grund för att kunna utforma frågorna till både de explorativa och semistrukturerade intervjuerna. Majoriteten av den insamlade litteraturen bestod av internationella källor på engelska. Studiens fokus på internationell litteratur beror framförallt på mycket mer breda tillgången på källor jämfört med svensk litteratur. Litteraturöversikten gav även en grund för att kunna utforma ett teoretiskt ramverk. Genomgående under studiens gång utökades litteraturöversikten för att kunna ge författarna en så bred och djupgående inblick som möjligt samt för att utöka studiens teoretiska ramverk.

Litteratur som berörde områden där tidsaspekten är av relevans söktes källor som var nyligen utgivna. Exempel på sådana områden för studien är dagens inflation samt skuldsättning och dess påverkan på räntebärande värdepapper.

Eftersom studien avgränsas mot AP1 till AP4 söktes sekundärdata kring dess placeringar och inriktningar. Sekundärdatan var framförallt halvårsrapport, årsredovisning, innehavslista samt intern och extern dokumentation kring AP1 till AP4. Insamling av sekundärdata bör enligt Wallén (1996) innehålla bedömning av informationskvalitet, källa, bakgrund och syfte.

Dessa kriterier togs i beaktning när sekundärdata från Första-Fjärde AP-fonden samlades in. Intern dokumentation var källor såsom Etikrådet, AP-fondernas hemsidor och hållbarhetsrapport. Den främsta externa dokumentationen var granskningsrapporten från Riksrevisionen 2021. Sekundärdaten bidrog till att identifiera skillnader och likheter mellan investeringar, hållbarhets- och etiska riktlinjer hos AP1 till AP4. Sekundärdata bidrog till vissa insikter om utökning av det teoretiska ramverket. Sekundärdaten fungerade även som en byggsten för att kunna utforma frågor som i sin tur skulle bidra till svar på studiens frågeställningar. En del av intervjuobjekten från AP-fonderna tillfrågades om information och data kring innehav av räntebärande papper och detaljer kring dessa. Brist av information kring specifika räntebärande papper var tänkt att bli kompletterat med data från marknadsplatser för räntebärande papper. Kompletteringen av data visade sig under studiens gång vara svåråtkomlig, vilket ledde till att mindre fokus las på räntebärande pappers mer djupgående detaljer. Innehavslistorna från respektive fond gav studien tillgång till ISIN-kod för räntebärande papper. Studien använde ISIN-koden inom databasen Cbonds för att ta reda på emittenten av statsobligationer från Första-Fjärde AP-fondens portfölj. Sammanställningen av räntebärande papper för Första-Fjärde AP-fonden hade framförallt syftet att kunna gruppera antalet och värdet av räntebärande papper som var placerat i respektive land. Inneheten av räntebärande papper från AP1 till AP4 var olika mycket till antalet och värde. Antalet varierade från ungefär 100 stycken till nästan 1800 stycken beroende på fond.

6.3 Studiens intervjumetodik

I tillägg till datainsamlingen har även en kvalitativ intervjustudie genomförts. En kvalitativ intervju har syftet att upptäcka och identifiera egenskaper inom ämnet, därav kan det finnas olika svar på en fråga (Patel et al., 2011). Studiens syftar till att beskriva Första-Fjärde AP-fondens tillvägagångssätt, vilket kvalitativa intervjuer passar för. Enligt Patel et al. (2011) leder kvalitativa intervjuer till att det blir ett induktivt eller abduktivt arbetssätt. Den första fasen av intervjustudien bestod av explorativa intervjuer, där intervjuobjekten huvudsakligen var branschaktörer utanför AP-fondernas verksamhet. De explorativa intervjuerna genomfördes med anledning att höja kunskapsnivån och få en bredare inblick inom ämnet. Eftersom studien hade fokus inom intervjuer med AP-fonderna gav de explorativa intervjuerna en kontrast i åsikter och uppfattningar om de undersökta områdena. Vilket blev en viktig faktor för att kunna utforma en träffsäker intervjuguide för de semistrukturerade intervjuerna.

Nästa fas av intervjuer var semistrukturerade som baserades på det teoretiska ramverket, explorativa intervjuer samt den inledande litteraturöversikten. Enligt Bryman (2018) krävs en utformning av intervjuguide, där frågorna framför allt utgår från intervjuguiden men följdfrågor kan frångå den. Denna typ av intervju kallas semistrukturerad intervju (Patel et al., 2011). De inledande explorativa intervjuerna bidrog till en mer gedigen grund inför utformandet av intervjuguiden inför efterkommande fas av intervjuer. Fas två av intervjustudien bestod av 8 intervjuer där 9 respondenter från AP-fonderna deltagit. Respektive AP-fond har representerats av dels en förvaltare, dels en med insyn i dess

hållbarhetsarbete. I efterdyningen av Covid-19 genomfördes samtliga intervjuer i fas två digitalt via antingen Zoom eller Microsoft Teams. Intervjuguiden som fastställdes efter fas ett av intervjustudien justeras inför varje intervju för att säkerställa relevansen av frågorna för respektive intervjuobjekt. Intervjuobjekten fick i förväg en sammanfattning av frågorna via mailkontakt för bästa möjliga förberedelse. Efter avslutandet av varje intervju bearbetades svaren och strukturerades för att sedan sammanställas i ett resultat.

Innan intervjuerna inleddes fick intervjuobjekten en presentation av studien och dess syfte, de fick också frågan om de godkände att anteckningar fördes under intervjun med hänsyn till GDPR. I det avslutande skedet av intervjuerna ställdes frågan huruvida respondenterna godkände att nämnas vid namn eller ifall de ville förbli anonyma. Intervjuobjekten tillfrågades även om de i förväg vill ha texten där de nämns skickad till sig för godkännande.

6.4 Urval av Intervjuobjekt

Vid urvalet av respondenter från AP-fonderna genomfördes ett aktivt urval där individer som arbetar inom fixed income samt individer som arbetar med etiska och hållbara frågor inom respektive fond kontaktades via telefon eller mejl. I de fall den utvalda individen nekade att bli intervjuad med motivering att de ej lämpade sig bäst utnyttjades deras kunskap av företaget genom att efterfråga en bättre lämpad kandidat. För urval av övriga branschaktörer användes personliga kontakter samt förfrågningar via mejl och LinkedIn. Eftersom urvalet skedde oberoende de olika intervjuobjekten kunde snöbollsurval undvikas för att erhålla olika synvinklar och erfarenheter (Ghaljaie, 2017).

Urval av respondenter inför intervjuerna med AP-fonderna gjordes utifrån att få en så bred bild som möjligt av dess placeringsstrategi och riskhantering samt dess motsvarande etik och hållbarhetsarbete. För att kunna undersöka skillnader i placeringsstrategier kring risk och etik i räntebärande papper valdes även respondenter från aktörer där liknande arbete med fixed income utförs.

6.5 Presentation av intervjuobjekt

I Tabell 6.1 nedan presenteras intervjuobjekten, när respondenterna hade läst sina intervjusvar fick de bestämma om de ville vara anonyma.

Person	Befattning	Typ - Företag	Datum - tid
Stefan Wigstrand	Portfolio Manager	Explorativ - Celina Fonder	5/4 - 75 min
Anonym	Head of fixed income	Explorativ - svensk storbank	6/4 - 60 min

Eric Strand	CEO and portfolio manager	Explorativ - AuAg Funds	20/4 - 105 min
Christoffer Svensson	COO	Explorativ - AuAg Funds	20/4 - 105 min
Fredrik Nylund	Portfolio Manager, Global Credit	Finans - AP1	26/4 - 80 min
Magdalena Håkansson	Head of sustainable value creation	Hållbarhet - AP1	28/4 - 55 min
Anonym	Anonym	Finans - AP2	27/4 - 20 min
Peter Mannerbjörk	Quantitative Portfolio Manager, Fixed Income	Finans - AP2	25/4 - 70 min
Åsa Mossberg	Sustainability Strategy	Hållbarhet - AP2	22/4 - 70 min
Joakim Blomqvist	Head of Fixed Income and FX - Chef för Ränte- och Valutagruppen	Finans - AP3	27/4 - 90 min
Peter Lundkvist	Senior Strategist and Head of Corporate Governance	Hållbarhet - AP3	29/4 - 90 min
Jonas Ranneby	Senior Portfolio Manager	Finans - AP4	28/4 - 110 min
Tobias Fransson	Head of Sustainability	Hållbarhet - AP4	28/4 - 110 min

Tabell 6.1 - Presentation av intervjuobjekt

6.6 Etik och hållbar utveckling

Etik och hållbarhet har genomsyrat hela rapporten och har därför inte behandlas på ett isolerat sätt. Eftersom rapporten har behandlat etik och hållbarhet ur ett brett perspektiv har därför

inte fem specifika av FN:s globala mål valts ut, eftersom en majoritet av målen har berörts i studien.

6.7 Reliabilitet och validitet

Rapportens reliabilitet har kontinuerligt under arbetets gång tagits i beaktning. Detta genom användandet av litteratur som är citerat av så många andra rapporter som möjligt. Nyansering av källor har även tagits i beaktning, om möjlighet ges att använda flera olika källor inom samma område har det eftersträfvats. Intervjuerna har även haft en fastställd arbetsmetodik för att försäkra reliabilitet. Metodiken har bland annat inneburit att ställa samma fråga, på samma sätt till flera intervjuobjekt. Det har även getts tillfälle för intervjuobjekten att ändra sina svar på frågor i efterhand, utifall missuppfattningar har uppstått. Enligt Patel et al. (2011) är detta verktyg som styrker reliabiliteten i en rapport.

Eftersom intervjuguiden var en central del i rapporten var det viktigt med en analys huruvida teorin var av relevans inom ämnet där de explorativa intervjuerna medverkade som en viktig del i utformandet av intervjufrågor. Vidare genomfördes en grundlig förberedelse inför intervjuerna genom att studera årsredovisningar, rapporter och fondernas innehav från respektive AP-fond. Enligt Saunders et al. (2018) är förberedande forskning inför intervjuer till forskarnas fördel för att förenkla förståelse av intervjuobjekten. För att vidare undvika missuppfattningar och bristfälliga formuleringar utfördes alltid anteckning av minst två personer under intervjuens gång. I direkt anslutning till intervjuerna genomfördes ett efterarbete av intervjuerna för att erhålla en ökad träffsäkerhet av rätt tolkad uppfattning av respondenternas svar. För att ytterligare öka reliabiliteten från intervjuerna genomfördes en återkoppling till respondenterna, där det erbjöds möjlighet att komplettera information eller ta bort eventuella missförstånd.

Patel et al. (2011) beskriver validitet som att rapporten undersöker det som är ämnat att undersöka. Rapporten ämnar analysera hur AP-fonderna utvärderar sina risker för placeringar inom räntebärande värdepapper. Rapportens validitet ökar, eftersom olika branschaktörer och AP-fonder har intervjuats just inom riskbedömning. Eftersom svenska pensionssystemet bygger på AP-fondernas avkastning och dess risk, är rapportens resultat även av intresse för den svenska befolkningen. Validiteten i rapportens kvalitativa delar hänger delvis på om den studerade litteraturen täcker rätt område, vilket författarna upplever det som. Validiteten beror även delvis på om intervjumaterialet är tillräckligt träffsäkert för att besvara rapportens frågeställningar. Intervjumaterialet konstruerades med detta som huvudtanke, vilket stärker validiteten. För att säkerställa validiteten i intervjufrågorna genomfördes explorativa intervjuer med aktörer som likt AP-fonderna investerar i räntebärande papper. Intervjumallen korrigerades genomgående under förarbetet för att öka validiteten att frågorna skulle ge svar på rapportens frågeställning och syfte. Även litteraturoversikten adapterades löpande för att säkerställa validiteten och relevansen till att kunna besvara rapportens syfte och frågeställningar.

7. Avgränsningar

Det har gjorts avgränsningar i rapporten med hänsyn tagen till den tidsram och de resurser som är ämnade för denna studie. Avgränsningar har vidare genomförts för att generera ett mer djupgående perspektiv i det valda området, det vill säga, andelen placeringar i räntebärande papper som Första-Fjärde AP-fonderna gjort. Inledningsvis har en avgränsning att enbart undersöka räntebärande papper i AP-fondernas portföljer genomförts. Anledningen till det är att risken i räntebärande papper utgör en betydande del av AP-fondernas portföljer och ämnar verka som en form av riskjustering för portföljerna som helhet.

Vidare har rapportens resultat avgränsat sig till att enbart beskriva hur finansiell risk kan bedömas och hanteras för placeringar i räntebärande papper och hur Första-Fjärde AP-fonden går tillväga för att analysera och hantera dessa risker. Detta görs istället för att genomföra beräkningar på finansiella riskerna. Anledningen till denna avgränsning är att information gällande innehaven i portföljerna är svåråtkomliga. Det ges publikt ut information om namn, land och marknadsvärde av räntebärande papper, men det saknas information om exempelvis ratings och tidsserier. Denna information krävs för beräkning och uppskattning av samtliga risker. Tillgång till exempelvis ratings kräver tillgång till data från en tredje part som kräver höga kostnader. Med bakgrund till detta genomförs valet att inte göra beräkningar och därmed lämna det till framtida forskning.

8. Urval

Urval används för att skapa ett mer djupgående perspektiv i de valda områdena och det som inte har nämnts kan vara exempel på framtida forskning inom ämnet. Inledningsvis har det genomförts urval när det kommer till vilka pensionsfonder studien analyserar. Denna studie avser att enbart analysera de fyra första AP-fonderna, eftersom de förvaltar inkomstpensionen. Anledningen varför Sjätte AP-fonden inte kommer att studeras är för att den enbart har investeringar i onoterade bolag vilket gör en undersökning av dess portfölj komplicerad då det inte finns samma mängd allmän information. Sjunde AP-fonden är det statliga förvaltningsalternativet för premiepensionen som aktivt kan väljas bort genom egna fondval. Med bakgrund till detta faller det naturligt att inte undersöka denna fond.

Som nämnt i avgränsningar ämnar rapporten enbart att undersöka räntebärande papper. Vid analys av Första till Fjärde AP-fondernas andel av räntebärande papper har det genomförts ytterligare urval på grund av tidigare nämnda begränsningar. På grund av storleken av AP-fondernas innehavslistor blir manuell undersökning av varje innehav snabbt tidskrävande för få personer att genomföra. Därför ämnar rapportens hållbarhetsdel att enbart analysera portföljen av räntebärande papper som helhet och även analysera de i hänsyn till deras emittenters respektive länder. Analysen görs för att kunna göra slutsatser för AP-fondernas etiska arbete i förhållande till hur deras placeringar i länder som bryter mot FN:s hållbarhetsmål speglar sig i placeringar i länder som inte gör det.

Avslutningsvis har det genomförts urval rörande val av intervjuobjekt. Inför intervjuerna har framförallt experter inom finansiella strategier och hållbarhetsanalytiker hos respektive AP-fond valts. Hållbarhetsanalytiker har valts eftersom dessa besitter den mest relevanta informationen för rapporten. Vidare har det genomförts explorativa intervjuer med intervjuobjekt som går att liknas vid, men inte tillhör AP-fonderna för att få generell information om finansiella strategier för att möjligen ställa de mest relevanta frågorna till intervjuobjekten hos AP-fonderna.

9. Empiri

I kapitlet Empiri presenteras litteraturinsamling, kvantitativ insamling samt sammanställning av intervjuer.

9.1 Litteraturinsamling

Nedan ges en introduktion till Sveriges Pensionssystem samt de Fyra AP-fondernas finansiella arbete och hållbarhetsarbete.

9.1.1 Första-Fjärde AP-fondens finansiella arbete

Pensionsreformen grundade sig i politikernas insikt i slutet av 90-talet där pensionspengarna förutspåddes ta slut om inte något ändrades drastiskt (J. Blomqvist, personlig kommunikation, 27 april, 2022). På den vägen reformerades pensionssystemet och 500 miljarder avsattes från statsbudgeten för att skapa fyra AP-fonder. Varje AP-fond fick i sin tur i uppdrag att förvalta 125 miljarder.

De allmänna pensionsfonderna har i uppdrag att på ett föredömligt sätt förvalta kapital på ett sådant vis att det gagnar pensionssystemet på största möjliga vis i enlighet med AP-fondslagen (2000:192). Samtidigt som AP-fonderna år 2020 fick nya placeringsregler ser arbetet olika ut för de olika fonderna (Fjärde AP-fonden, 2019). I och med de nya placeringsreglerna är fonderna begränsade till maximalt 40 procent valutaexponering samt ett minimikrav vilket avser att en andel på minst 20 procent skall placeras i räntebärande värdepapper. Utöver detta får verksamheterna inte heller placera fondmedlen i finansiella instrument där råvaror är den underliggande tillgången (Riksdagen, 2011).

I tabell 9.1 nedan presenteras en sammanställning från Första-Fjärde AP-fondens årsredovisningar från år 2021 likaså med data från intervjuobjekt.

	Förvaltad kapital [SEK]	Total genomsnittlig real avkastning senaste tio åren (realt avkastningsmål) [%]	Andel räntebärande papper vid årsskiftet 2021/2022 [%]	Reala avkastning räntebärande värdepapper de senaste tio åren [%]	Valutaexponering (tre största valutorna) [%]
AP1	466 miljarder	9,0 (3)	22,9	1,0	30,3 (USD, JPY, EUR)
AP2	441 miljarder	8,3 (4,5)	30,1	3,7	34,0 (EUR, USD, CNY)

AP3	502 miljarder	9,8 (4)	27,4	-0,38 (fem år)	21,1 (USD, EUR, GBP)
AP4	528 miljarder	10,8 (3,5)	28,0	1,3	20,9 (USD, JPY, KRW)

Tabell 9.1 - Sammanställning av kapital, avkastningsmått och valutaexponering för Första-Fjärde AP-fonden.

9.1.2 Första-Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete

I början av år 2019 höjdes ambitionsnivån inom hållbarhet för Första-Fjärde AP-fonden i och med nya lagändringar (Fjärde AP-fonden, u.å.a). I Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) tillkommer efter denna ändring tillkommer en paragraf som lyder "Första-Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande (4 Kap. 1a § AP-fondslagen). Vidare kan läsas att vid förvaltningen av pensionsmedlen skall särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att göra avkall på det övergripande målet rörande risk och avkastning. Försättningsvis skall Första till Fjärde AP-fonderna samverka kring målet citerat ovan (4 Kap. 2 § AP-fondslagen). Samverkan skall ske genom framtagandet av följande tre ramverk; en gemensam värdegrund för hur fondmedlen skall förvaltas, gemensamma riktlinjer som konkretiserar hur redovisningen av målets framgång skall se ut samt gemensamma riktlinjer för vilka tillgångar fonderna inte bör placera medel i.

Inledningsvis ligger begreppet föredömlig förvaltning i fokus vid framtagandet av den gemensamma värdegrunden (AP-fonderna, 2019a). Att bedriva förvaltning på ett föredömligt sätt innebär bland annat att integrera aspekter såsom sociala, miljömässiga samt affärsetiska. Likaså aspekter kring bolagsstyrning lyfts fram som centrala. Vidare skall förvaltningen präglas av öppenhet. Att bedriva föredömlig förvaltning innebär också att vara en ansvarsfull ägare och föra dialoger med bolag och övriga intressenter. I linje med detta är ägarstyrning ett av samtliga AP-fondernas fokusområden när det kommer till hållbarhet (Första AP-fonden, 2022; Andra AP-fonden, 2022a; Tredje AP-fonden, 2022a; Fjärde AP-fonden, 2022). Samtliga AP-fonder har därmed upprättat enskilda ägarpolicys där respektive AP-fonds ägarstyrningsarbete konkretiseras. Gemensamt för samtliga AP-fonder är att det mest effektiva viset att bedriva ägarstyrning är genom direkta dialoger med berörda individer.

Försättningsvis beskriver Första AP-fonden i dess årsredovisning för år 2021 att de arbetar för ett aktivt och ansvarsfullt ägande (Första AP-fonden, 2022). Syftet med ägarstyrning beskrivs som ett sätt att långsiktigt reducera den finansiella risken och öka avkastningen. I förhållande till detta menar Första AP-fonden att välskötta bolag har större möjligheter att undvika risker och generera vinster. Fonden understryker vidare att genom att använda sin ställning som ägare kan fonden påverka bolagen i en positiv riktning. Första AP-fonden strävar mot att påverka bolag de investerat i genom dialoger i valberedningar och med bolagen samt genom att rösta i bolagsstämmor menar AP1. Andra AP-fonden beskriver att verksamhetens ägarstyrningsarbete fokuseras främst till områden och bolag där fonden anser

kunna göra mest nytta och där de kan påverka i största utsträckning (Andra AP-fonden, u.å.). Genom aktiv ägarstyrning i form av engagemang, agerande och krav på förändring menar Tredje AP-fonden kunna bidra till mervärde. Avyttring av företag med klimatutmaningar är enligt Tredje AP-fonden inte det mest klimateffektiva alternativet (Tredje AP-fonden, 2021). Tredje AP-fonden lyfter vidare fram att, istället för att avsäga sig ansvaret för utsläppen, verka genom ägarstyrning där dialoger betraktas som det yttersta verktyget för att leda bolag mot en med hållbar utveckling. Genom ägarstyrning verkar Fjärde AP-fonden som en lojal ägare till att verksamheterna skall utvecklas på ett ansvarsfullt och transparent sätt (Fjärde AP-fonden, 2021b). Frågor som ligger i fokus för verksamhetens ägarstyrning är till stor del affärsetiska aspekter men även hänsyn till hållbarhet, miljö och etik tas med i beaktning. Avslutningsvis innebär en ansvarsfull förvaltning också att förvaltningen skall vägledas av AP-fondernas gemensamma värdegrund, vilken tar avstamp i den svenska statens värdegrund.

Vidare grundar sig tillgångar AP-fonderna inte skall investera i de internationella konventioner och överenskommelser som Sverige skrivit under och ställt sig bakom (AP-fonderna, 2019b). Konventionerna ligger till grund i FN:s deklaration om mänskliga rättigheter, där det understryks att mänskliga rättigheter är universella och odelbara, och därför bör ingen rangordning sinsemellan dem ske. Eftersom internationella konventioner tar sin utgångspunkt i hur stater skall agera och inte företagsverksamheter medför detta ett tolkningsutrymme för AP-fonderna i det fall ett enskilt företag skulle överträda en konvention eller ej. Om en AP-fond väljer att inte tillåta investeringar i särskilda tillgångar på grund av detta kallas det för exkludering, det vill säga att AP-fonden väljer att inte acceptera en investering om på andra skäl än finansiella. Nedan, i Tabell 9.2, visas en sammanställning i form av en tabell där AP-fondernas ställning presenteras i förhållande till olika sektorer och branscher.

Exkluderingar	AP1	AP2	AP3	AP4
Kärnvapen	Helt exkluderat	Helt exkluderat	Bolagsspecifika exkluderingar	Helt exkluderat
Tobak och cannabis som njutningsmedel eller för religiösa ändamål	Helt exkluderat	Helt exkluderat	Bolagsspecifika exkluderingar	Helt exkluderat
Klustervapen och minor	Helt exkluderat	Helt exkluderat	Bolagsspecifika exkluderingar	Helt exkluderat
Fossil verksamhet	Helt exkluderat	Delvis exkluderat		Delvis exkluderat
kol och oljesand	Helt exkluderat	Delvis	Bolagsspecifika	Delvis

		exkluderat	exkluderingar	exkluderat
--	--	------------	---------------	------------

Tabell 9.2 - Exkluderande branscher för AP-fonderna.

Utöver sektorerna som presenteras ovan utesluts vidare bolag vars agerande strider mot de internationella konventionerna Sverige står under och där fonden anser att dess påverkan är begränsad. Om ett bolag medverkat till brott mot någon konvention kan AP-fonderna ha fortsatt ägande så länge de anser att det finns en möjlighet att styra bolaget i lämplig riktning (AP-fonderna, 2019b). Till sin hjälp har AP-fonderna Etikrådet, som för dialoger med det bolag de önskar påverka. Etikrådet kan i sin tur komma med rekommendationer om att exkludera bolag om dess bedömning är att en fortsatt dialog inte kommer bidra till de förändringar som är nödvändiga.

De olika fondernas hållbarhetsstrategier ser olika ut för respektive fond. Första AP-fonden beskriver att dess hållbarhetsstrategi syftar till maximering av fondens riskjusterade avkastning, till att främja en hållbar utveckling och till att säkerställa efterlevnad av den egna värdegrunden (Första AP-fonden, u.å.). Hållbarhetsstrategin beskrivs omfatta samtliga tillgångsslag.

Vidare är klimat, ägarstyrning, mångfald och mänskliga rättigheter fokusområden i Andra AP-fondens hållbarhetsstrategi (Andra AP-fonden, 2022a). Fondens vision och värderingar speglas i strategin. Fortsatt har fonden identifierat påverkansrisker som en ytterligare riskklass av stor betydelse för fonden vid sidan av de finansiella och operativa riskklasserna. Påverkansrisker beskrivs innefatta risken att en investering kan skada miljö eller människor. Brott mot mänskliga rättigheter, mutor och korruption tas upp som exempel på risker kopplade till människor. Försättningsvis har Andra AP-fonden som ambition att vara ledande bland institutionella investerare vad gäller mänskliga rättigheter (Andra AP-fonden, 2020). Risker kopplade till miljö som tas upp är vatten, avfall och biologisk mångfald. Andra AP-fonden beskriver att syftet med att identifiera påverkansrisker handlar om att utarbeta sätt att hantera riskerna. Med andra ord arbetar fonden för att undvika oönskade risker i portföljen samt för att minska riskerna som finns i portföljen genom påverkansarbete. Det beskrivs att påverkansrisker kommer att följas upp från och med 2022, bland annat i fondens förvaltningsberättelses riskavsnitt.

Tredje AP-fonden har utkristalliserat tre fokusområden för dess hållbarhetsstrategi (Tredje AP-fonden, 2022). Dessa är miljö och klimat, socialt ansvar samt ägarstyrningsfrågor. Fokusområdet socialt ansvar verkar för att upprätthålla och respektera mänskliga rättigheter samt stärka dessa där behov finns. Vidare skall verksamheten "beakta hur fondens investeringar påverkar materiella portfölj- och samhällsrisker kopplade till biologisk mångfald" (Tredje AP-fonden, 2022, s. 19).

Fjärde AP-fonden har klimat och miljö samt ägarstyrning som deras två fokusområden (Fjärde AP-fonden, 2022). Försättningsvis lyfter Fjärde AP-fonden även tre hållbarhetsaspekter som kan spela en avgörande roll i hur verksamheten väljer att placera

(Fjärde AP-fonden, 2021b). Främst betonas risken och den negativa påverkan dessa områden kan ha på bolagen och tillgångarna som verksamheten investerar i. Klimatförändringen är den första risk som betonas. Klimatriskerna utgörs av dels fysiska risker, såsom extremväder, och dels omställningsrisker. Omställningsrisker beskrivs vara förändringar i exempelvis regelverk och branschkrav men också i efterfrågan. Vidare anser verksamheten att alla bolag har ett ansvar att respektera mänskliga rättigheter. Utöver individuellt och kollektivt lidande betonar verksamheten att brott mot mänskliga rättigheter kan leda till andra negativa konsekvenser. Dessa konsekvenser exemplifieras som skadat anseende eller böter för bolagen. Fjärde AP-fonden identifierar därav mänskliga rättigheter som ytterligare en risk. Avslutningsvis identifieras korruption och bristande affärsetik som en tredje risk mot portföljens långsiktiga avkastning.

För att uppnå ansvarsfulla investeringar investerar AP-fonderna till sist också i sådant som främjar en hållbar utveckling och som bidrar till FN:s globala hållbarhetsmål och likaså sådant som ligger i linje med Parisavtalet (Parisavtalet och FN:s globala mål finns att läsa om i Appendix). I Tabell 9.3 nedan presenteras överskådligt de globala mål som prioriteras av respektive AP-fond.

AP1	Samtliga men extra vikt läggs vid: 5 JÄMSTÄLLDHET 8 ANSTÄNDIGA ARBETSVILLKOR OCH EKONOMISK TILLVÄXT 16 FREDLIGA OCH INKLUDERANDE SAMHÄLLEN
AP2	Samtliga
AP3	Samtliga men extra vikt läggs vid: 5 JÄMSTÄLLDHET 6 RENT VATTEN OCH SANITET FÖR ALLA 7 HÅLLBAR ENERGI FÖR ALLA 8 ANSTÄNDIGA ARBETSVILLKOR OCH EKONOMISK TILLVÄXT 9 HÅLLBAR INDUSTRI, INNOVATIONER OCH INFRASTRUKTUR 11 HÅLLBARA STÄDER OCH SAMHÄLLEN 12 HÅLLBAR KONSUMTION OCH PRODUKTION 13 BEKÄMPA KLIMATFÖRÄNDRINGARNA 15 EKOSYSTEM OCH BIOLOGISK MÅNGFOLD 16 FREDLIGA OCH INKLUDERANDE SAMHÄLLEN 17 GENOMFÖRANDE OCH GLOBALT PARTNERSKAP
AP4	Samtliga men extra vikt läggs vid: 1 INGEN FATTIGDOM 2 INGEN HUNGER 3 GOD HÄLSA OCH VÄLBEFINNANDE 4 GOD UTBILDNING FÖR ALLA 5 JÄMSTÄLLDHET 6 RENT VATTEN OCH SANITET FÖR ALLA 7 HÅLLBAR ENERGI FÖR ALLA 8 ANSTÄNDIGA ARBETSVILLKOR OCH EKONOMISK TILLVÄXT 9 HÅLLBAR INDUSTRI, INNOVATIONER OCH INFRASTRUKTUR 11 HÅLLBARA STÄDER OCH SAMHÄLLEN 12 HÅLLBAR KONSUMTION OCH PRODUKTION 13 BEKÄMPA KLIMATFÖRÄNDRINGARNA

	
--	---

Tabell 9.3 - De globala mål som prioriteras av respektive AP-fond.

9.1.3 AP-fondernas etikråd

Första-Fjärde AP-fonden arbetar sedan 2007 gemensamt med etik-och miljöfrågor via det så kallade Etikrådet (Etikrådet, 2019). Etikrådet kom till genom ett samarbete mellan de fyra buffertfonderna (Etikrådet, 2020). Etikrådets uppdrag är att påverka företag genom dialog att ta itu med sociala problem och miljöproblem. Detta görs ofta i samarbete med andra investerare.

AP-fondernas etikråd verkar för att bolag skall hantera relevanta hållbarhetsaspekter utifrån verksamheten de bedriver (Etikrådet, 2019). Etikrådet verkar vidare för att bolag skall ha ändamålsenliga riktlinjer och styr-och uppföljningssystem som möjliggör att bolagen bedrivs på ett ansvarsfullt sätt i största möjliga mån oavsett vart de är verksamma i världen. Etikrådets engagemang i dessa frågor har utgångspunkt i AP-fondernas gemensamma uppfattning om att bolag som sköter sig väl över tid genererar högre avkastning och lägre risk.

Etikrådet tillämpar en systematisk arbetsprocess präglad av både reaktivt och förebyggande arbete (Etikrådet, 2020). Verksamheten kartlägger och analyserar incidenter och problemområden och väljer sedan ut ett antal fokusområden och bolag med utgångspunkt i buffertfondernas uppdrag. Vid dessa val tas hänsyn till Etikrådets möjligheter att göra skillnad (Etikrådet, 2019).

Fortsatt kan områden där flera andra aktörer redan arbetar med förbättringar bli bortvalda av Etikrådet till förmån för områden som ännu inte uppmärksammas i stor utsträckning av andra investerare (Etikrådet, 2019). I relation till detta sätt att prioritera menar Etikrådet att valet av fokusområde inte alltid grundar sig i att andra områden är mindre viktiga, utan att Etikrådet medvetet lägger sina resurser där de bedöms tillföra mest nytta.

Fortsättningsvis beskrivs de internationella konventionerna som en viktig del av det ramverk som Etikrådet arbetar utifrån (Etikrådet, 2019). AP-fondernas ramverk för föredömligt ägande och förvaltning utgörs av den svenska regeringsformen, Sveriges ställningstaganden i folkrättsliga frågor, FN:s internationella konventioner samt internationella riktlinjer som till exempel FN:s Global Compact, och ILO (International Labour Organization).

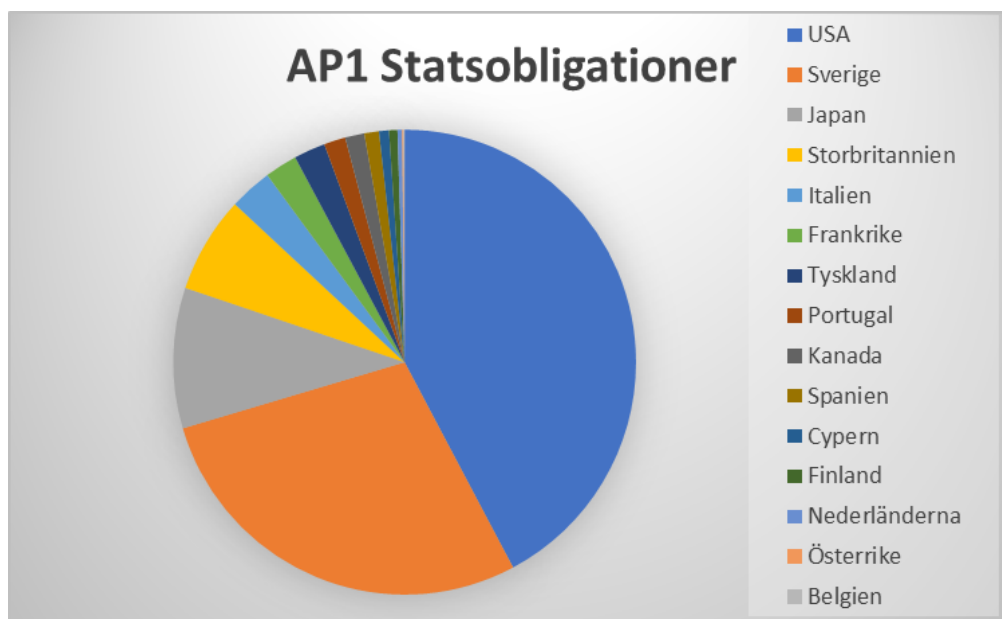
Den förstnämnda delen av det ovan beskrivna ramverket, den svenska regeringsformen, bygger på alla människors lika värde och individens frihet och värdighet, demokrati samt grundläggande fri- och rättigheter (Etikrådet, 2019). Den del av Etikrådets ramverk som har utgångspunkt i FN:s internationella konventioner motsvarar de konventioner Sverige har

undertecknat som bland annat rör mänskliga rättigheter, korruption, arbetsrätt, inhumana vapen och miljö. De konventioner, lagar och internationella riktlinjer som det beskrivna ramverket utgör förväntar sig AP-fonderna att bolag verkar i enlighet med. Detta även om landet eller bolaget är verksamt inom, har en svagare lagstiftning eller inte undertecknat en särskild konvention.

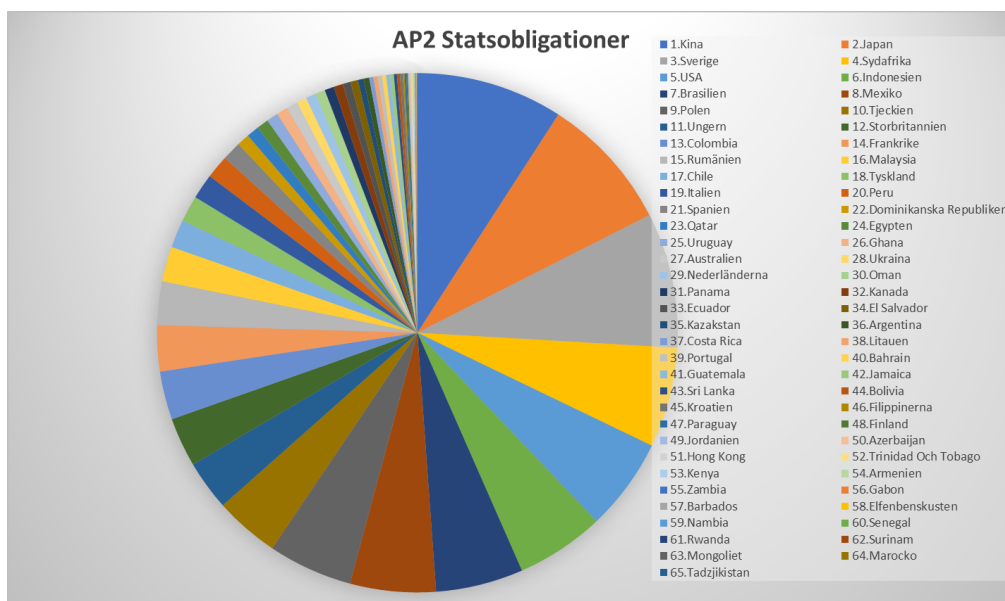
Avslutningsvis så lyfter Etikrådet att dialoger är verksamhetens främsta verktyg för att influera företag att agera ansvarsfullt (Etikrådet, 2019). Dessa dialoger ämnar inte bara påverka företag att adressera eventuella kränkningar, utan också att företaget i fråga implementera förebyggande system för att undvika kränkningar i framtiden. Denna form av arbete beskrivs som viktigt enligt Etikrådet sett till att AP-fonderna är långsiktiga investerare. Hittills har dialog enligt Etikrådet visat sig vara ett effektivt verktyg som ger resultat (Etikrådet, 2020)

9.2 Kvantitativ insamling: sammanställning av AP-fondernas innehav

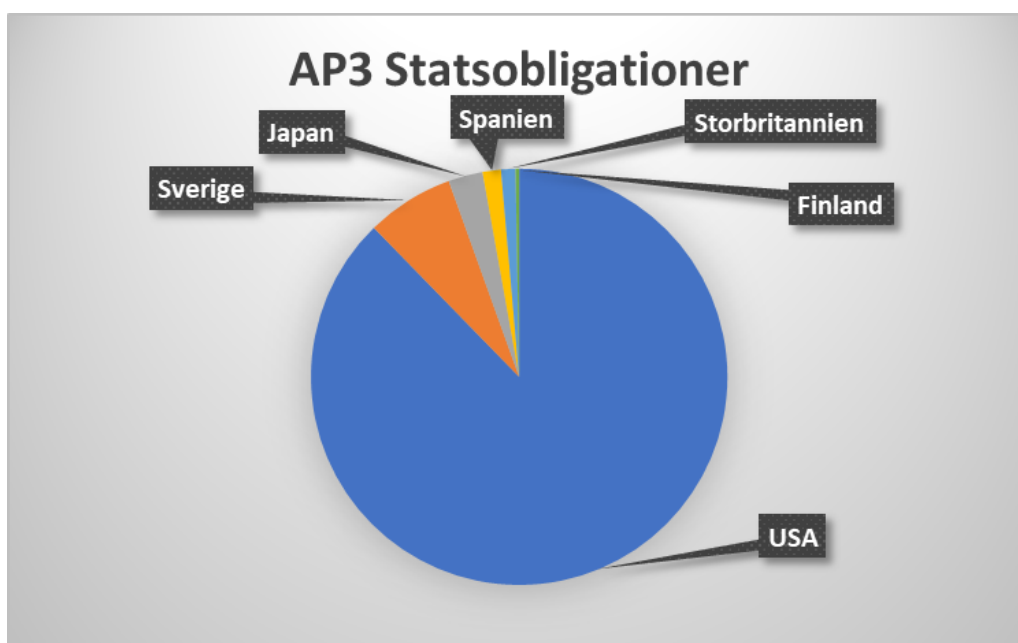
Nedan visualiseras Första-Fjärde AP-fondens respektive innehav i statsobligationer för olika länder.



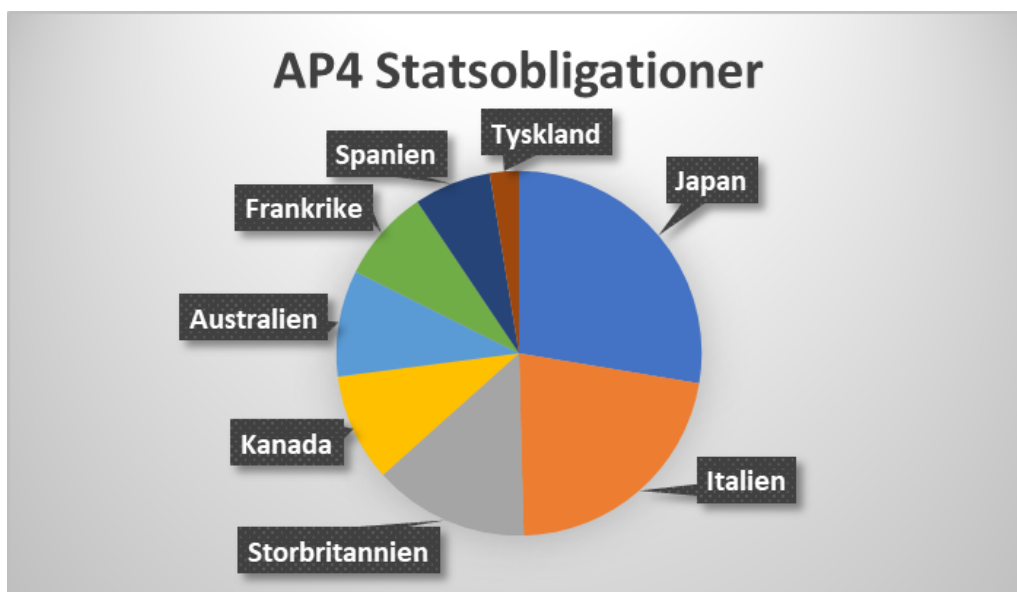
Figur 9.1 - AP1:s innehav i statsobligationer fördelat i länder. (Egen figur 2)



Figur 9.2 - AP2:s innehav i statsobligationer fördelat i länder. (Egen figur 3)



Figur 9.3- AP3:s innehav i statsobligationer fördelat i länder. (Egen figur 4)



Figur 9.4 - AP4:s innehav i statsobligationer fördelat i länder. (Egen figur 5)

9.3 Explorativa intervjuer: utomstående aktörers perspektiv

I Tabell 9.4 nedan presenteras de personer som varit intervjuobjekt och bidragit till rapportens explorativa intervjuer.

Person	Befattning	Typ - Företag	Datum - tid	Beteckning i rapporten
Stefan Wigstrand	Portfolio Manager	Explorativ - Celina Fonder	5/4 - 75 min	E1
Anonym	Head of fixed income	Explorativ - Svensk storbank	6/4 - 60 min	E2
Eric Strand	CEO and portfolio manager	Explorativ - AuAg Funds	20/4 - 105 min	E3
Christopher Svensson	COO	Explorativ - AuAg Funds	20/4 - 105 min	E3

Tabell 9.4 - Lista över intervjuobjekt för explorativa intervjuer.

9.3.1 Hedgefondförvaltare på Celina fonder

E1 bedömer den riskfria räntan som en kort statsobligation. En klassisk 60/40 portfölj har visat sig ge god avkastning historiskt sett till de 20 senaste åren då räntorna har gått ner från höga nivåer under en lång tid, vilket bidragit till ett ökat värde för räntepapper. E1 beskriver

vidare att räntebärande papper inte har fungerat lika bra att balansera aktierisken i en 60/40 portfölj den senaste tiden då räntan vänt uppåt vilket minskat värdet på räntepapper, samtidigt som aktiemarknaden utvecklats negativt.

Enligt E1 bedöms den finansiella risken i räntebärande papper olika beroende på om det är statsobligationer eller företagsobligationer som analyseras. Ränterisken kan anses vara den viktigaste risken att ta i beaktande vid investeringar i räntebärande papper enligt E1. Intervjuobjektet beskriver hur ränterisken varierar beroende på vilken statsränta det är. E1 beskriver vidare att företagsobligationer ofta innehåller en högre kreditrisk då det finns en företagsrisk. Det finns olika tillvägagångssätt för att bedöma kreditrisken enligt E1. Det är vanligt att göra en bedömning med data från ratinginstitut eller utföra en egen analys för kreditrisken.

För en obligation varierar likviditetsrisken med avseende på löptiden enligt E1. Beroende på vilken typ av investerare det handlar om kan olika mycket likviditetsrisk tolereras. E1 exemplifierar hur en börshandlad fond kräver en lägre likviditetsrisk eftersom kunder skall kunna köpa och sälja fondandelar dagligen, medan AP-fonderna som inte är konkurrensutsatta inte har samma krav på likviditet. Generellt kan statsobligationer och bostadsobligationer ses som mer likvida än andra former av företagsobligation enligt E1. E1 beskriver fortsatt att vid en emission av en företagsobligation bör investerare göra en likviditetsbedömning eftersom vissa företagsobligationer kan vara svårare att omsätta på andrahandsmarknaden.

Enligt E1 bör flera faktorer beaktas för att bedöma ränterisken. En faktor att se till är enligt intervjuobjektet huruvida obligationens ränta är rörlig eller fast. Andra faktorer är hur lång löptid obligationen har och hur obligationens kuponger karaktäriseras. En ytterligare faktor som E1 lyfter bör beaktas vid en investering i en obligation är hur obligationen bidrar till den övriga portföljen. Denna faktor blir då en del av diversifieringsstrategin i portföljen. En metod för att kunna jämföra olika företagsobligationer är genom att använda DTS (Duration Time Spread) enligt E1. Fördelen med denna metod är att man kan jämföra risken för olika företagsobligationer.

E1 tar även upp problematiken med att använda Sharpekvoten som metod för att beräkna risken för placeringar i räntebärande papper. Enligt intervjuobjektet speglar Sharpekvoten inte alltid den föreliggande likviditetsrisken. Sharpekvoten kan därför antyda att det föreligger en lägre risk för obligationer än vad det i själva verket gör. E1 nämner att Sharpekvoten kan användas i större utsträckning för statsobligationer, eftersom marknaden för statsobligationer generellt har en låg likviditetsrisk.

E1 beskriver vidare att valutarisken är något som är viktigt att ha i beaktande för placeringar i räntebärande papper. Det är enkelt att hedga bort valutarisken och därför är det viktigt att identifiera om valutaexponering är något investeraren söker i form av diversifieringssyfte eller om valutaexponeringen anses vara en risk. Om avkastningspotentialen för utländska valutor inte anses väga tyngre än valutarisken bör investeraren hedga bort risken enligt E1.

E1 beskriver hur Celina Fonder endast har USD och EUR som utländska valutor för fondens innehav.

9.3.2 Fondförvaltare på svensk storbank

Enligt E2 finns det inget riktigt svar på vad den riskfria räntan definieras som.

Intervjuobjektet beskriver att den kan ses som en kort ränta, exempelvis via statsskuldväxlar.

E2 förklarar närmare att när man köper en obligation kan det vara på olika lång sikt, exempelvis tre år, och att risken då grundar sig i vad som kan hända med prissättningen under denna tid. Vidare förklarar E2 att statsobligationer i regel har lägre risk än företagsobligationer, men att stabila företag med goda kassaflöden kan bedömas vara av låg risk att investera i.

Vad gäller den finansiella risken så berättar E2 om kreditbetyg. E2 tar specifikt upp Standard and Poor's (S&P), vilket är en aktör som tar fram kreditbetyg och säljer dem vidare. E2 förklarar att kreditbetygen baseras på den finansiella risken och affärsrisken för ett investeringsobjekt. Intervjuobjektet beskriver att AP-fonderna förhåller sig till krav på kreditbetyg av klass BBB eller högre vid dess investeringar. I linje med E2:s förvaltningen används data inhämtad från Blomberg.

Fortsättningsvis beskriver E2 att det är vedertaget att data från S&P används. S&P lämnar enligt E2 ut dokument av särskilt kvantitativ karaktär där det står beskrivet vad S&P beaktar vid respektive bedömning. I dessa dokument specificeras olika finansiella nyckelmått, belåningsmått etc. Dessa beaktas när förvaltaren i sin tur bedömer den finansiella risken för ett särskilt investeringsobjekt.

E2 beskriver hur de flesta fondbolagen i Sverige har fondbestämmelser som bestäms av finansinspektionen. I bestämmelserna beslutas exempelvis hur mycket risk som får tas och om fonden får investera i high yield bonds. Vad gäller AP-fonderna, så förklarar E2 att de inte följer finansinspektionen, utan AP-fondslagen.

Fortsatt beskriver E2 att flera risker beaktas vid placeringar i räntebärande papper. E2 tar upp kreditrisken, valutarisken, likviditetsrisker och ränterisken. Samtliga av dessa risker bör beaktas vid placeringar i räntebärande papper. Valutarisken beskriver E2 som särskilt komplex. I förhållande till den behövs information rörande hur stor eventuell hedge som föreligger. En aktör som exempelvis köper en obligation som är nominerad i Euro kan välja att hedga den. E2 understryker att det finns regler kring valutarisken och hur stor den får vara. E2 förklarar att AP-fonderna aktivt arbetar med valutan för att generera högre avkastning. Intervjuobjektet beskriver vidare att när svenska kronan tros bli försvagad bör öppen valutarisk beaktas och när svenska kronan stärks bör man minska denna, det vill säga minska hur mycket man hedgar bort.

I förhållande till läget på marknaden idag och den höga skuldsättningen som råder globalt tar E2 upp ett exempel. E2 beskriver att Italien som har en väldigt hög skuldsättning ligger på

randen mot high yield, medan Tyskland som har en lägre statsskuld uppvisar mindre volatilitet i landets statsobligationer.

E2 beskriver att de inte använder sharpekvoten för att bedöma en risks avkastning. Istället kollar E2 på tracking error samt ränterisk, duration, kreditrisk och valutarisk för detta ändamål. Enligt E2 går det att sammanställa ett resultat av detta genom att bryta ut avkastningen ur de nämnda variablerna. I fonden E2 förvaltar finns däremot ingen valutarisk då de endast investerar i Euro och fonderna handlas i Euro. I förhållande till kreditrisken nämner E2 att spreadexponering är ett mycket bra sätt att identifiera den sortens risk.

Vad gäller eventuella risker som kan kopplas till specifika länder så förklarar E2 att kreditrisken är högre för emerging markets. Detta för att sådana marknader inte har ett lika ett lika stabilt system. I förhållande till detta säger E2 att hållbarhetsfrågor höjs till ytan, exempelvis frågor om korruption. Därför sätts mer krav på hållbarhet. E2 beskriver att Handelsbanken har tagit fram en landsmodell för investeringar i statsobligationer där banken lyfter olika ESG-faktorer. I förhållande till detta beaktas klimatrisker, sociala risker så som dödlighet vid barnafödande och skolsystem samt governance rörande exempelvis korruption. Enligt E2 bedöms dessa frågor kvalitativt. E2 understryker att det är viktigt att identifiera rätt risk för en hållbarhetsinriktad fond. Enligt E2 exkluderar Handelsbanken inte länder, men kan utföra exkluderingar på företagsnivå.

Rörande skillnader mellan aktiemarknaden och obligationsmarknaden säger E2 att det går att veta vad en obligation kan ge tillbaka. I förhållande till detta betonar E2 att det är viktigt att beakta riskerna som gör att obligationen inte genererar den önskade avkastningen.

Enligt E2 kan obligationer som en stor del av en portfölj fungera som en diversifierande tillgång att integrera. Intervjuobjektet betonar dock att det är viktigt att det finns en stabiliserande faktor i en portfölj. E2 säger att det är minst lika viktigt att man arbetar med portföljkonstruktionen och inte bara vad som finns i den.

9.3.3 Fondförvaltare på AuAg Fonder

E3 beskriver investeringar i ädelmetaller, som exempelvis guld och silver, som en möjlig ersättare av räntebärande papper eftersom de har låg långsiktig korrelation med den breda aktiemarknaden, och samtidigt har bättre avkastningspotential i rådande lågräntemiljö. Silver och guld är dessutom de enda valutorna i valutasystemet som inte innehar någon motpartsrisk beskriver E3. Guld bör vara en del av en långsiktig och riskjusterad portfölj eftersom tillgången historiskt sett har bidragit med stabilitet i ekonomiskt svåra tider, exempelvis fick Riksbanken använda sin guldreserv för att rädda bankerna under finanskrisen 2008 berättar E3. Under denna tid var den svenska kronan värdelös då inga banker tog emot den för att växla mot dollar.

E3 beskriver kreditrisken som en högst aktuell risk att beakta när det kommer till placeringar i räntebärande papper. E3 understryker att räntemarknaden i sig har en binär kreditrisk. E3

belyser målkonflikten mellan kreditinstituten och emittenterna, då emittenterna betalar kreditinstituten för att ge dem en rating.

E3 anser att valutaexponering mot små valutor över tid är en riskfylld valutaexponering. En fond vars mål är att hålla en stabil och jämn över tid, bör hedga sig mot valutaexponering för att minska risken av volatilitet hänförd till valutakursförändringar.

AP-fonderna är enligt E3 inte konkurrensutsatta på samma sätt som övriga fonder, då deras kapital är pensionen vars flöde är oberoende av AP-fondernas prestation. AP-fonderna tvingas inte att jämföra sig mot andra fonder, utan jämförs istället med varann. Därav har AP-fonderna inget incitament för att skilja sig gentemot varandra i deras sätt att behandla risk vilket innebär att AP-fonderna gemensamt exponerar sig mot samma risker. E3 anser att AP-fonderna saknar incitament för att uppnå hög avkastning, något som kan leda till att man investerar i tillgångar som historiskt sett har gett en stabil riskjusterad avkastning.

E3 beskriver räntemarknaden som skadad eftersom centralbankerna har fått ett större inflytande runt om i världen den senaste tiden. Centralbankerna har tryckt ned räntorna via stödköp på obligationsmarknaden. I dagens läge säger centralbankerna att de skall höja räntorna i hopp om att kyla ner marknaden. Höjning av räntan kan skapa rädsla hos människor vilket gör dem mindre benägna till att konsumera och på så sätt uppnå inflationsminskning. Samtidigt påpekar E3 att politiker agerar motsatt till centralbankerna, genom att stimulera marknaden via bidrag. E3 påpekar att många av obligationerna som köptes till följd av QE var satt till dåtidens låga ränteläge, vilket innebär ett lågt värde för obligationerna jämfört med obligationer som utfärdats med högre ränta. E3 anser att det kommer bli en intressant utveckling att följa när centralbankerna skall lätta på sin balansräkning genom att sälja sina obligationer som köptes under QE.

E3 påpekar att marknaden befinner sig i en relativt unik situation, där aktiemarknadens cykler har sammanfallit med räntemarknaden. Där båda marknaden har en nedåtgående trend och kallar detta en "perfect storm". Vid krascher i aktiemarknader har räntemarknader fungerat som en stabilitet för det finansiella systemet. Eftersom obligationer oftast används som en hedge och anses vara negativt korrelerad mot aktiemarknaden anser E3 att det kan bli problematisk om dessa marknader går i en nedåtgående trend samtidigt. E3 tillägger att många institutionella investerare förlitar sig på centralbankernas prognoser och baserar sin investeringsstrategi för räntebärande papper enligt prognoserna. Därav anser E3 att investeringsstrategin riskerar att visa sig felaktig, eftersom centralbankernas prognoser oftast har visat sig vara felaktiga.

E3 beskriver att AuAg investerar i bolag där de kan göra skillnad. Intervjuobjektet tar starkt avstånd från greenwashing. E3 menar att det handlar om att välja rätt bolag i en bransch som är en del av lösningen för en mer hållbar framtid. AuAg arbetar aktivt med att identifiera vilka bolag som är bäst ur ett etiskt och hållbart perspektiv, vilka de väljer att investera i, medan de väljer bort att investera i de som identifieras som dåliga. De som ligger i mitten på

denna bedömning försöker de påverka till förändring. E3 beskriver att de vill investera i bolag som kommer att tjäna pengar och framförallt i bolag som sitter på lösningen.

9.4 Intervjuer: AP-fondernas aktörers perspektiv

Nedan i Tabell 9.5 presenteras namn på samtliga intervjuobjekt, deras befattning, vilken AP-fond de tillhör, när de intervjuades och deras beteckning i rapporten.

Person	Befattning	Typ - Företag	Datum - tid	Beteckning i rapporten
Fredrik Nylund	Manager, Global Credit	Finans - AP1	26/4 - 80 min	AP1-F
Magdalena Håkansson	Head of sustainable value creation	Hållbarhet - AP1	28/4 - 55 min	AP1-H
Peter Mannerbjörk	Quantitative Portfolio Manager, Fixed Income	Finans - AP2	25/4 - 70 min	AP2-F1
Anonym	Anonym	Finans - AP2	27/4 - 20 min	AP2-F2
Åsa Mossberg	Sustainability Strategy	Hållbarhet - AP2	22/4 - 70 min	AP2-H
Joakim Blomqvist	Head of Fixed Income and FX - Chef för Ränte- och Valutagruppen	Finans - AP3	27/4 - 90 min	AP3-F
Peter Lundkvist	Senior Strategist and Head of Corporate Governance	Hållbarhet - AP3	29/4 - 90 min	AP3-H
Jonas Ranneby	Senior Portfolio Manager	Finans - AP4	28/4 - 110 min	AP4-F

Tobias Fransson	Head of Sustainability	Hållbarhet - AP4	28/4 - 110 min	AP4-H
-----------------	------------------------	------------------	----------------	-------

Tabell 9.5 - Samtliga intervjuobjekt från Första-Fjärde AP-fonden

9.4.1 Finansiell risk i räntebärande papper

Nedan presenteras information som samlats in från finansiella intervjuer med Första-Fjärde AP-fonden. Avsnittets innehåll beaktar respektive AP-fonds arbete kring finansiella risker vid placeringar i räntebärande papper, metoder för riskbedömning och alternativ till räntebärande papper.

9.4.1.1 AP-fondernas användning av riskfri ränta

Generellt sett arbetar inte AP-fonderna aktivt med den riskfria räntan som ett verktyg. De olika fonderna lyfter olika definitioner för den riskfria räntan. AP1-F belyser att Första AP-fonden definierar olika riskfria räntor vid investeringar i räntebärande papper utifrån statsobligationer med motsvarande löptid och land. Andra och Tredje AP-fonden lyfter de korta svenska statsskuldsväxlarna som den närmsta approximationen på riskfri ränta. Det närmaste man kan komma en riskfri ränta är därför obligationer eller statsskuldväxlar med AAA rating och kort löptid anser AP3-F. Vidare exemplifierar AP3-F problematiken med detta antagande genom den 50-åriga statsobligationen som Sverige emitterade sommaren 2021 som tappade runt 40 procent av värdet under ett år. Detta var det längsta lånet i Sveriges statsskuld sett till historien och lånet ansågs som en säker investering. AP3-F menar därför att den riskfria räntan i mångt och mycket är en läroboksprodukt. AP4-F anser att statsobligationer från USA, Sverige och Tyskland inte anses ha någon default risk. Statsobligationer har dock andra risker, därav kan räntan inte ses som riskfri enligt AP4-F.

9.4.1.2 AP-fondernas avkastningsmål

AP-fonderna har dels externa offentliga avkastningsmål men också interna avkastningsmål för portföljens olika tillgångsslag. Första AP-fonden bestämmer olika risknivåer i portföljens olika delar utefter de avkastningsmål fonden internt sätter. Risken i portföljen hanteras genom att riskmandat delegeras till olika delar av portföljen exempelvis hur mycket företagsobligationer respektive statsobligationer som fonden skall investera i. AP4-F belyser att prestandan av AP4 mäts mot benchmark-portföljer och utvärderas av tredje part, 2021 gjordes utvärderingen av McKinsey & Company. AP4-F nämner att med nuvarande investeringsstrategi kring räntebärande papper kan det vara svårt att möta avkastningsmålen, vilket belyser frågan kring vilka andelar av respektive räntebärande papper fonden skall investera i. AP4-F belyser att finansiell risk och dess bedömning skiljer sig enormt mellan en amerikansk statsobligation och high-yield kreditobligation.

9.4.1.3 Makroekonomiska faktorer

AP-fonderna arbetar generellt med kvalitativa bedömningar där makroekonomiska faktorer tas med i beaktning för att bedöma risken i räntebärande papper. För att bedöma ränterisken för obligationer förklarar AP1-F att omvärldssituationer analyseras. Information om hur

centralbanker kommer agera är exempel på situationer som analyseras berättar AP1-F. Denna information ställs mot marknadens förväntningar. Vidare berättar AP1-F att Första AP-fonden i stor utsträckning arbetar med makroekonomiska faktorer vid riskbedömningen i investeringar i räntebärande papper. Inflation och bruttonationalprodukt, BNP, är två grundläggande faktorer som tas i beaktning vid riskanalysen för räntebärande papper i Första AP-fonden. AP4-F anser att dagens marknadsläge är drivet av inflation och hög skuldsättning inom vissa regioner. Marknadsläget påverkar riskfaktorer och därmed investeringsstrategin, förklarar AP4-F. I Sverige är skuldsättningen för hushåll hög medan svenska staten har en förhållandevis låg skuldsättning berättar AP4-F. AP4-F förklarar att omvänt kan råda och exemplifierar Italien. Denna skillnad medför att ränte-, kredit- och inflationsrisk påverkas olika i de två olika marknaderna, något som är centralt i AP4:s utvärdering av framtida investeringar. AP4-F klargör att alla sektorer inte påverkas negativt av inflation, vilket exemplifieras med energisektorn. Investeringar i räntebärande papper är beroende av ränte- och inflationsförväntningar. I marknader med hög belåning blir centralbankernas verktyg med räntehöjningar för att motverka inflation extra kraftfullt, eftersom penningmarknaden påverkas hårdare av räntebetalningar. AP4-F kommenterar även att svårt skuldsatta stater kan uppleva att inflation har en positiv aspekt genom att den minskar det reala värdet av statsskulden.

AP1-F beskriver komplexiteten i den nuvarande situationen där den stigande inflationen de senaste två åren förväntades vara övergående men istället har inflationen nyligen stigit till höga nivåer. Denna trend beskriver AP1-F som problematiskt i ekonomin eftersom det är hög inflation i råvaror samtidigt som det inte är lika hög inflation i löner vilket riskerar att urholka konsumenternas köpkraft. Centralbankens reaktion på detta är höjningar av reporäntan. AP1-F berättar att en konsekvens av tidigare höjningar har varit att flera av de korta räntefonderna, som förväntas vara stabila, fick en drastisk nedgång på cirka 20 procent. Vidare bedömer AP1-F att eventuella framtida räntehöjningar kommer slå hårdare på den svenska ekonomin då svenska hushållen är betydligt mer belånade jämfört med USA:s hushåll. Därav kan Riksbanken få problem att höja räntan i samma utsträckning som FED. AP1-F förklarar vidare att i Sverige är de flesta privata lånen rörliga och belåningsgraden hög medan USA har en annan struktur gällande det privata låntagandet. I USA är vanligare att binda upp sina lån på 30 års löptid säger AP1-F.

9.4.1.4 Alternativa tillgångar och andel räntebärande papper i Portföljen

AP-fonderna får enligt lag inte investera i råvaror eller derivat med råvaror som underliggande tillgång. Respondenterna från samtliga AP-fonder lyfter olika anledningar till att denna lag finns. AP1-F menar att en anledning skulle kunna vara att AP-fonderna, som i förlängningen representeras av svenska staten, inte skall kunna påverka priset på så fundamentala tillgångar som råvaror. AP2-F1 välkomnar idén att ha en del av portföljen i råvaror för att uppnå ytterligare diversifiering. AP1-F belyser en strategi för att trots råvaruregleringen hedga sig mot inflation är att bedriva en trendföljande strategi vilket innebär att man investerar i tillgångar som har gett bra avkastning och avinvesterar i tillgångar som gett sämre avkastning senaste tiden. AP1-F nämner att denna typ av strategi

exponerar sig mot branscher som får en positiv påverkan av stigande inflation i exempelvis råvaror. AP1-F nämner inflationsswappar som ett verktyg för att positionera sig mot uppsidan av inflation.

AP-fonderna har delad syn kring huruvida de skulle investera i alternativa tillgångar om lagen tillät. AP4-F menar att kravet på att fonden inte får investera i råvaror inte hämmar avkastningen i nuläget. Om kravet hade försvunnit så hade förmodligen inte fonden investerat i råvaror ändå enligt AP4-F. Vidare berättar AP4-F att det dessutom finns andra alternativa tillgångar som infrastruktur och bostäder som hade kunnat få en ökad andel gentemot räntebärande papper.

Anledningen till sänkningen av det lagstadgade minimikravet på andelen räntebärande papper från 30 till 20 procent menar AP1-F beror på den senaste tidens låga räntor vilket medfört att avkastning från räntebärande papper haft en nedåtgående trend. AP1-F menar att inneha en hög andel räntebärande papper i portföljen kan bli problematiskt när fonden skall uppnå samma avkastningskrav när räntan varit låg på många håll. Det hade alltså varit svårt för AP-fonderna att ha en stor andel räntebärande papper i dagens finansiella klimat menar AP1-F. AP3-F och AP1-F nämner att 20 procent räntebärande papper med låg kreditrisk och god likviditet ger en god diversifiering i portföljen. Detta med avseende på likviditetsaspekten samt sett till att räntebärande papper historiskt gett en god riskjusterad avkastning. Beroende på vilken vy fonden har på aktier och alternativa tillgångar kan fonden välja att hålla en betydligt högre andel obligationer än så enligt AP3-F.

Vidare diskussion kring lagkravet på minst 20 procent innehav i räntebärande papper, nämner samtliga respondenter att lika stor andel av portföljen hade bestått av räntebärande papper, även utan lagkravet. AP1-F berättar att de stigande räntorna är ett hot mot räntebärande papper som tillgångsslag och ränteportföljen i helhet. AP2-F1 anser att räntebärande papper är en bra tillgång i portföljen och anser inte att det krävs några alternativ. Dock menar AP2-F1 att typerna av räntebärande papper som investeras i kan ändras. Ur ett avkastningsperspektiv ställer sig AP2-F1 skeptisk mot den stora andelen svenska statsobligationer i portföljen och menar att det skulle kunna bytas mot något annat. Däremot finns det diversifierande egenskaper och även lagkrav på att fondens tillgångar skall minst uppgå till 20 procent räntebärande papper och vara av låg kredit- och likviditetsrisk. Även faktumet att systemet är långt ifrån aktivering av bromsen spelar in i valet av tillgångsslag. AP2-F1 anser att en ökad förväntad avkastning skulle kunna erhållas genom att öka andelen kreditobligationer och därmed byta ut en andel av de svenska statsobligationerna som ger låg avkastning.

AP4-F påpekar att kravet på minst 20 procent likvida och kreditvärdiga räntebärande papper kan mötas på olika sätt. Portföljen får helt olika exponering mot risk och avkastning beroende på storleken av andel som allokteras till stats-, kredit- och bostadsobligationer. AP4-F anser att riktlinjer och krav för balansen mellan dessa andelar är felaktig, något AP4-F tror kan bero på att krav och riktlinjer grundas i en föråldrad syn på hur räntebärande papper rör sig gentemot aktiemarknaden. AP4-F tillägger att något som hade kunnat förändras för att nå en

högre avkastning är ett skifte mot en större andel kreditobligationer med högre risk istället för statsobligationer. Skillnaden belyses genom att AP4-F nämner snittavkastningen för amerikanska high-yield kreditobligationer som har varit 7,5 procent de senaste 20 åren. Förvaltarna får i nuläget en allokering för andelen av de olika tillgångsslagen inom räntebärande papper av styrelsen. AP4-F nämner att med nuvarande investeringsstrategi kring räntebärande papper kan det vara svårt att möta avkastningsmålen, vilket belyser frågan kring vilka andelar av respektive räntebärande papper fonden skall investera i. AP4-F menar på att obligationer kan vara bra om marknaden rör sig mot en miljö med låg tillväxt, tack vare dess kuponger.

9.4.1.5 Inflations- och ränterisk för räntebärande papper

AP1-F nämner den penningpolitiska aspekten av ränterisken. AP1-F lyfter centralbankernas arbete med att sätta räntan för att styra ekonomin och påverka inflationen i olika riktningar sker. För att hedga sig mot ränterisken berättar AP1-F att de använder sig av olika finansiella instrument. AP4-F behandlar ränte- och inflationsrisk genom att bedöma nuvarande ränte- och inflationsnivåer och jämför med vad marknaden prissätter riskpremien till. Beroende på om marknaden och AP4-F har olika uppfattningar om ränte- och inflationsförväntningar, kan AP4-F gå in i korta eller långa positioner för att utmana marknaden. Detta tillvägagångssätt är det som driver stor del av AP4:s investeringar i statsobligationer. AP2-F1 säger att AP2 hanterar risk med utgångspunkt att olika risker leder till olika riskpremier. Risker tas endast om AP2 får en tillräcklig riskpremie. En riskpremie kan exempelvis vara löptidspremier vid långa räntepapper där man låser in sina pengarna.

Enligt AP1-F kan man hedga sig mot inflationsrisken på olika sätt. AP1-F och AP3-F påpekar att de kan hedga sig mot inflationsrisken genom att använda sig av inflationslänkade obligationer vilka stiger i värde i relation till ett inflationsindex. AP1-F nämner även att inflationslänkade obligationer även har en potentiell nedsida då deflation istället påverkar en inflationslänkad obligation negativt. AP3-F nämner även att reala tillgångar som skog och fastigheter används som en hedge mot inflationsrisken, eftersom dessa historiskt sett har visat sig vara väl inflationskorrelerade tillgångar. Om tron hos AP3 är att inflationen kommer stiga, agerar fonden också genom att handla obligationer med rörliga kuponger i större utsträckning. Den högre ränterisken som uppkommer vid köp av obligationer med fast kupong och en hög duration kan, enligt AP4-F, hedgas genom att sälja obligationen i form av derivat. Denna försäljning leder å andra sidan till exponering mot kreditrisk hos motparten fortsätter AP4-F. Vid beslut behöver båda dessa risker beaktas och alternativet med lägst risk väljs. Enligt AP3-F är kreditrisken mycket låg i en emittent med högsta kreditbetyg, men ränterisken kan vara desto högre.

AP4-F menar att ränte- och inflationsrisken hänger ihop, då inflationen är sammankopplad till räntenivån och vice versa. Ena delen av ränterisken är kopplad till den nuvarande räntan. Den andra delen behandlar värdepapprets duration, då diskonterade betalningsströmmar påverkas av ränteförändringar. AP2-F2 förklarar att nu när inflationen har ökat har det även påverkat ränterisken då durationen är direkt beroende av inflationen. AP2-F2 spekulerar i att

inflationen kommer sjunka igen och lägga sig på två till tre procent inom en snar framtid. AP4-F menar att inflationsrisken delvis ligger i den nuvarande inflationen och även i marknadens inflationsförväntningar. Den nuvarande inflationen kan komma att påverka värdepappers pris, och den förväntade inflationen påverkar ränteförändringar menar AP4-F.

AP4-F anser att kvantitativa metoder såsom duration är användbara vid bedömning av ränterisk för räntebärande papper. Å ena sidan anses dessa kvantitativa metoder vara enkla att använda och ger en tydlig förståelse för den nuvarande ränterisken i en given obligation. Å andra sidan belyser AP4-F att de kvantitativa metoderna skall kombineras med kvalitativa metoder. De kvantitativa metoderna visar hur stor effekt ränteändringar skulle ha på obligationens pris förklarar AP2-F1. AP1-F och AP4-F nämner dock att vilka ränteändringar som faktiskt förväntas ske kräver en kvalitativ makroekonomisk analys av framtida ränte- och inflationsförändringar.

9.4.1.6 Valutariskens påverkan för räntebärande papper

Samtliga finansiella respondenter lyfter att AP-fonderna har ett krav från AP-fondslagen på att ha maximalt 40 procent valutaexponering. Om AP-fonderna skall investera i en utländsk tillgång när gränsen för valutaexponering är uppnådd får de använda sig av en valutaswap. AP1-F nämner att AP1 arbetar aktivt med valutarisken, där valutaexponeringen styrs centralt med en bestämd andel av valutor fonden skall vara exponerad mot. AP3-F nämner att förvaltarna får köpa tillgångar i vilken stor valuta de vill, så länge den blir godkänd av riskkommittén. Första-Tredje AP-fonden exponerar sig främst mot stora valutor såsom EUR, GBP och USD.

AP2-F nämner att valutarisken är den enda risk som fonden använder hedge mot, då man söker avkastningen från riskpremien från övriga risker. AP2-F2 och AP3-F belyser att valutaswap används som hedge för valutarisken och man söker där en mer attraktiv valuta, vilken definieras av bäst avkastning med hänsyn till risk. AP3-F påpekar att AP-fonderna måste ta valutarisk, annars skulle de få för hög marknadsandel på svenska marknader och även exponeras mot en koncentrationsrisk. AP4-F och AP3-F nämner att det finns en viss koncentrationsrisk kring valutor, men att AP-fondslagen kring valutaexponering begränsar den. AP4-F förtydligar att valutarisken är mer påtaglig för räntepapper än för aktiemarknaden. Aktiemarknaden är generellt mer volatil än valutamarknaden, därav behöver man inte betrakta valutarisken lika noggrant. Räntemarknaden är däremot mindre volatil än valutamarknaden enligt AP4-F, vilket leder till att valutarisken är mer påtaglig för obligationer och speciellt statsobligationer. Valutariskens större roll för räntepapper är, enligt AP4-F, anledningen till varför AP4 använder hedge mot valutarisker för alla räntepapper.

9.4.1.7 Likviditetsrisk

AP1-F säger att på Första AP-fonden styrs likviditetsrisker på portföljnivå utifrån krav som fonden skall förhålla sig till. Det är kravet på att fonden skall möta de nuvarande utbetalningarna till Pensionsmyndigheten. Vidare belyser både AP2-F1 och AP2-F2 att likviditetsrisk är något som AP2 försöker förebygga så mycket som möjligt. Detta för att

alltid ha möjligheten att sälja sina innehav för ett rimligt pris. AP2-F1 fortsätter med att det är förvaltarens uppgift att inte köpa innehav som sedan inte går att sälja. För att undvika risken att inte kunna sälja av ett innehav undersöks omsättningen av ett räntepapper för att se om det finns intresse i att köpa och sälja.

AP2 har ett krav på att ha en särskild beredskap för oförutsägbara ekonomiska kriser där fonden skall ha en viss andel säkra tillgångar. AP2-F1 exemplifierar säkra tillgångar såsom statsobligationer i USA, Tyskland och OECD-länder, vilka anses vara likvida värdepapper på marknaden. AP3-F nämner att ingen metod täcker in samtliga möjliga risker och den haltande likviditet som uppstår på de finansiella marknaderna vid en kris gör att man måste planera för detta redan vid investeringstillfället. När AP3 beaktar risken i räntebärande papper är kreditrisken av stor betydelse men likviditetsrisker är något som systematiskt underskattas av marknaderna, menar AP3-F. När de finansiella marknaderna går bra finns det bra balans mellan köpare och säljare, men vid en kris märks effekten av regleringar och vad som händer med likviditeten när alla investerare plötsligt går åt samma håll menar AP3-F.

AP4-F anser att likviditetsrisken i allmänhet är den mest centrala risken och att den är tvådelad. Ena delen är att traditionella fonder skall vara likvida mot sina investerare om de kräver utbetalningar. Den andra delen av likviditetsrisken behandlar förmågan att kunna sälja värdepappret till ett rimligt pris. AP-fonderna har inte samma krav på likviditet mot sina investerare som en traditionell fondförvaltare, förklarar AP4-F. Skillnaden beror på att AP-fonderna är mer långsiktiga och kan bättre förutse flöden ut ur fonden, något som en traditionell fondförvaltare inte kan förlita sig på. Likviditetsrisken anses vara omöjlig att beräkna direkt men riskpremien kan sträcka sig från väldigt liten till stor del av avkastningen. AP4-F menar dock att en uppskattning för likviditetsrisken kan fås genom residualen från modeller som beräknar andra risker och dess riskpremier, såsom default risk och löptid. Residualen är det som återstår av avkastningen om man subtraherar de riskpremier som inte innefattar likviditetsrisken, därav kan AP4-F uppskatta riskpremien för likviditetsrisk.

9.4.1.8 Kreditrisk

Samtliga AP-fonder anser att kreditrisk är en av de mest betydande riskerna i deras förvaltning av räntebärande papper. Ett generellt synsätt hos AP-fonderna vid analysering av kreditrisk är att default risk i statsobligationer i exempelvis Sverige och USA i princip inte existerar. AP2-F1 och AP4-F menar dock att kreditrisk inte blir relevant i statsobligationer, men används istället för att beräkna riskpremier. Vid beräkning av löptidspremier används metoder för beräkning av kreditrisk för att undersöka skillnaden i premier av en sjuårig statsobligation gentemot en treårig. Detta undersöks även vidare genom att tillföra premier från andra risker såsom ränterisk och inflationsrisk. AP-fonderna tar kreditrisk i större beaktning vid investeringar i kreditobligationer, vilket ger en högre kupong vid högre kreditrisk. AP4-F uppskattar att riskpremien som berör kreditrisk står för 10 procent av avkastningen för amerikanska investment grade kreditobligationer respektive 40 procent för high yield kreditobligationer. AP4-F tydliggör att de inte tar några risker de inte får betalt för.

Net debt/EBITDA är ett nyckeltal som Tredje och Fjärde AP-fonden använder sig av vid analys av kreditrisk i företagsobligationer. Nyckeltalet visar hur många år det hade tagit ett företag att betala tillbaka sina skulder. AP3-F belyser att olika branscher är olika känsliga för detta nyckeltal. Exempelvis tolereras en högre belåningsgrad inom fastighetssektorn jämfört med i andra sektorer. Vidare förklarar AP3-F att för statsobligationer blir makroekonomiska faktorer och finanspolitik viktigare.

Första och Andra AP-fonden tenderar att använda sig av kvantitativa analyser vid bedömning av kreditrisk, såsom DTS. DTS gör det möjligt att jämföra obligationer med skild duration och spread. Denna metod ser mer till den faktiskt nuvarande kreditrisken och ger även en mer konkret bild av den, jämfört med att bedöma kreditrisken efter ratings som har en mer släpande effekt och ger en mindre konkret bild av den faktiska kreditrisken säger AP1-F och AP2-F1. Värdeförändringen av DTS är större vid högre sannolikhet för default och visar därmed kreditrisken. DTS kan jämföras mellan alla typer av räntebärande papper och ger därför ett objektiva mått. AP2-F1 nämner även att om AP2 hade haft oändligt med resurser hade det varit av intresse att använda sig av en sorts Merton-modell som enligt AP2-F1 ger det bästa måttet på kreditrisk. AP1-F säger även att de kvantitativa analyserna är relativt nya för fonden och att de mest använt sig av kvalitativa analyser.

Första, Tredje och Fjärde AP-fonden tenderar att arbeta med kvalitativa analyser vid bedömning av kreditrisk. En djupgående analys av bolagen är centralt när Första-, Tredje- och Fjärde AP-fonden skall välja att låna ut kapital till en emittent. Vidare analyseras makroekonomin i större utsträckning när fonderna skall köpa statsobligationer. AP3-F förklarar att AP3:s analyser tenderar att vara mjuka och bland annat se till bolagens värdekedja, risk för kommande regleringar, konkurrensutsatthet, ägarbild, kundberoende, ingångsbarriär och finansiering. Vidare nämner AP3-F att en viktig faktor är i vilken utsträckning landets centralbank expanderar sin balansräkning via så kallad quantitative easing, QE. AP3-F förklarar att QE gör att den normalt välbalanserade efterfråges- och utbudssituationen förändras, vilket är anledningen till att denna faktor är viktig att beakta. Centralbankerna har varit köpare av obligationer under flera år och har startat en försiktig minskning av sina balansräkningar. AP3-F belyser att en period med minskade obligationsköp inletts och effekten av quantitative tightening, QT, kommer liksom QE få stora marknadssimplikationer. AP4-F belyser att de inte använder spread som sannolikhet för default då AP4-F anser att det inte är ett lämpligt mått för bedömning av default risk.

AP3-F belyser att AP3 har byggt upp en till nästan 100 procent intern kreditförvaltning. Vilket betyder att mycket av analyserna och besluten kring investeringar i räntebärande papper grundar sig i internt arbete inom fonden. AP3-F tar upp vikten av noggranna riskanalyser när det kommer till investeringar i räntebärande papper eftersom uppsidan är relativt begränsad för ett räntebärande papper jämfört med en aktieinvestering. AP3-F förklarar att AP3 både gör fundamentala analyser på längre tidshorisont och också dagliga analyser där fonden bland annat ser över de 20 största exponeringar i fondens ränteportfölj. Den dagliga analysen innebär en analys av avvikelser mot sektorer, bolag och geografiska

områden. Detta är en så kallad tracking error metod. Denna metod täcker dock inte alla risker utan de måste vara smartare än marknaden på något sätt menar AP3-F.

Vid användning av rating ser AP2, AP3 och AP4 att det inte ger en helt aktuell bild av en emittent och att det mest används för att få en överblick av kreditrisken i ett räntepapper. AP3-F belyser att mycket kan hända mellan bolagens kvartalsrapporter och om något allvarligt inträffar som påverkar ett bolags lönsamhet finns det viss tröghet i systemet innan ratinginstituten sänker ratingen. Detta gäller särskilt för investment grade bolag som riskerar att falla ned till high yield rating. AP3-F belyser vidare att det finns ett beroende då de flesta ratinginstituten affärsmodell bygger på att man tar betalt av det företag som vill ha en kreditbedömning. Beroendet och det faktum att ett kreditbetyg inte bara innehåller hårda finansiella data utan även mer mjuka variabler gör att AP-fonderna valt att även utföra en oberoende analys av respektive innehavs kreditrisk.

AP1-F nämner även att fonden använder sig av ratings när de beslutar vilka andelar fonden skall investera i olika typer av obligationer för att erhålla en önskad kreditrisk. Kreditratings kan även vara användbart när fonden analyserar huruvida obligationens rating överensstämmer med obligationens premie för kreditrisk.

9.4.1.9 Volatilitetsrisk

AP1-F och AP4-F belyser att även volatilitetsrisken är en av de mest centrala riskerna vid investeringar i räntebärande papper. AP4-F beskriver volatilitetsrisken och hur den påverkar priset av värdepapper. Priset förändras på grund av volatilitet och prisförändringen visar sig annorlunda i olika typer av tillgångsslag. Det skiljer sig mellan statsobligationer och kreditobligationer, där kreditobligationer har större varians belyser AP4-F. Vidare förklarar AP4-F att vid investeringar som tar hänsyn till volatilitetsrisk tas det hänsyn till bredare faktorer såsom löptid och trender. AP4-F beskriver hanteringen av volatilitetsrisk genom exempel av situationen i mars 2020 då marknaden var volatil. AP4-F fick då bortse från kvantitativa modeller och basera investeringsbeslut på marknads psykologi vilket var en ren kvalitativ analys.

9.4.1.10 Koncentrationsrisk

AP3 arbetar aktivt med koncentrationsrisk, berättar AP3-F. AP3:s riskkommitté går månadsvis genom fondens största innehav och ställer deras avvikelser jämfört med marknaden. AP3-F tar upp avvägningen mellan fördelen att vara specialiserad inom ett område och den koncentrationsrisk som kommer med specialisering. Genomgående ser AP3 koncentration som något positivt. AP3-F förklarar att fondens förhoppning är att fonden ska kunna analysera vissa marknader bättre än konkurrenter och därav söker fonden aktivt koncentration inom marknaderna som de anses vara kunniga inom. AP4-F anser att koncentrationsrisk på fondnivå inte är problematiskt på grund av fondens storlek och grad av diversifiering. Koncentration av sektor är möjligtvis något som tas i beaktning.

9.4.1.11 Balanstalet, broms och gas

Den risk som beaktas i AP-fondernas portföljer kan variera beroende på hur hög sannolikheten för att "bromsen" i respektive portfölj slår till, det vill säga sannolikheten att balanstalet hamnar under ett. AP2-F1 belyser att risken i AP-fondernas portföljer justeras beroende på hur nära balanstalet befinner sig ett. Om balanstalet är högt över ett, kan högre risk tas för att möjliga förluster inte kommer ha lika stor påverka på utbetalningarna säger AP2-F1. Om balanstalet är nära ett kan det vara av intresse för fonden att ta en lägre risk för att möjliga svängningar inte skulle sätta balanstalet under ett. AP2-F1 förklarar att det finns två sidor av riskjustering i förhållande till balanstalet. AP2-F1 menar att eftersom pensionsfonderna inte strävar efter högsta möjliga avkastning, utan istället minimera effekterna av bromsaktivering i systemet, kan risken minskas vid höga balanstal för att hålla en mer stabil avkastning. Vidare förklarar AP2-F1 att låg risk vid lågt balanstal håller stabilitet kortvarigt, men att det över längre tid kan leda till att den genererade avkastningen inte är tillräckligt hög. I det fallet måste risken höjas trots lågt balanstal.

En motpol till bromsen nämner AP-fonderna att ett alternativ skulle kunna vara att införa en "gas". Gasen definieras som en ökning av utbetalningar i pensionssystemet om balanstalet skulle befinna sig högt över ett. Andra och Tredje AP-fonden har en positiv ställning till att utreda detta. AP2-F1 anser att en gas möjligtvis skulle vara ett incitament för AP-fonderna att nå en så hög avkastning som möjligt och därmed sträva efter något annat än ett balanstal över ett. AP3-F grundar den positiva inställningen i att en hög avkastning i pensionsportföljen borde leda till större utbetalningar för pensionärer.

Fjärde AP-fonden har ett negativt synsätt på införandet av en gas. AP4-F anser att införande av en gas hade kunnat vara möjligt, men att det antagligen inte hade haft de positiva effekterna som man letar efter. AP4-F menar att om en gas hade införts hade utbetalningarna blivit mer konjunkturberoende och därav hade en högkonjunktur lett till högre utbetalningar och en lågkonjunktur lett till lägre utbetalningar. De lägre utbetalningarna beror på att gasen hade dränerat tillgångarna i en högkonjunktur vilket hade ökat sannolikheten för bromsen att aktivera i en lågkonjunktur. AP4-F menar att eftersom pensionen skall öka i samma takt som ett svenskt inkomstindex hade detta konjunkturberoende skadat generationsneutraliteten som AP-fonderna strävar efter.

9.4.2 Hållbarhet och etik vid investeringar i räntebärande papper

Nedan presenteras information som samlats in från intervjuer rörande respektive AP-fonds arbete med etik och hållbarhet vid placeringar i räntebärande papper. Samtliga hållbarhetsrepresentanter som intervjuats beskriver att Första-Fjärde AP-fonden har en delad syn på hållbarhet som ligger i linje med den gemensamma värdegrunden. Första-Fjärde AP-fonderna definierar hållbarhet i linje med varandra och arbetar alla aktivt med området.

9.4.2.1 Användning ESG-ratings och kompletterande inhämtad data

Enligt respondenter från samtliga AP-fonder så använder respektive AP-fond externa data för att göra bedömningar rörande hållbarhet vid investeringar. Samtliga fonder kollar på ESG-ratings och kompletterar detta med ytterligare inhämtad data.

AP1-H berättar att AP1 främst arbetar med klimat (E) och governance (G) i relation till ESG-ratings. Detta för att E, och G har störst finansiell relevans enligt AP1-H och för att det finns data som är relativt enkel att arbeta med. Enligt AP1-H går risken i förhållande till E och G att konkretisera på ett relevant sätt. Det sociala perspektivet (S) är däremot mer komplext och svårt att tolka i en investeringsprocess berättar AP1-H.

AP1-H fortsätter förklara att ESG-ratings är bra att använda i förhållande till strategier och finansiella instrument men att det är viktigt att ha en förståelse för hur dessa ratings är uppbyggda. AP1-H understryker dock att ESG-ratings framför allt är anpassade efter aktiemarknaden. Enligt AP1-H kan risker som är positiva från ett aktieperspektiv vara negativa utifrån ett kreditperspektiv. AP1-H beskriver vidare att en ESG-rating kan variera mellan leverantörer.

Fortsättningsvis förklarar AP1-H att Första AP-fonden får data som kompletterar ESG-ratings levererad till sig, men att fonden måste bearbeta den internt. Att data går att hämta externt underlättar för fonden, eftersom de inte behöver göra egen research. För alternativa investeringar och reala tillgångar gör fonden däremot egna analyser enligt AP1-H. AP1-H beskriver vidare att förvaltare studerar företags förmåga att hantera koldioxid genom uppsatta strategier och målsättningar som finns utifrån ett koldioxid management criteria. Detta mer eller mindre relevant sett till olika sektor.

AP1-F förklarar att Första AP-fonden baserar beslut på egna analyser som förvaltarna gör rörande vilka trender de förutspår vara mer eller mindre problematiska i framtiden i förhållande till etik och hållbarhet. AP1-F lyfter också vikten av att aktivt analysera den finansiella aspekten tillsammans med de etiska och hållbara aspekterna vid en investering. Enligt AP1-F arbetar AP1 med den finansiella aspekten mot den etiska och hållbara genom att jämföra resultatet från olika spread-modeller och väga dessa mot den ESG-data fonden har tillgång till.

AP2-F1 beskriver att det kan vara svårt att tolka extern data från leverantörer rörande ESG och att slutsatserna som konsekvens då kan bli lite mer osäkra. Förvaltarna försöker hur som helst dra så lämpliga slutsatser som möjligt.

Enligt AP2-H för Andra AP-fonden dialog med rating-företagen som fonden hämtar information från för att ta reda på anledningar till förändringar i ratings. Om ratingen blivit högre vill fonden veta om en så pass stor förändring skett hos aktören i fråga att det finns anledning att inte längre exkludera denne.

AP2-H förklarar hur det är enklare att integrera hållbarhet med noterade bolag då det finns mer tillgång till data för dessa vilket gör det enklare att mäta. Att redovisa klimat- och koldioxidpåverkan har funnits under lång tid på bolagsnivå, men AP2-H uttrycker att det även kommer att komma på landnivå. AP2 vill börja utföra hållbarhetsmätningar på ränteportföljen. Det konstateras däremot att principerna som vägleder fonden i helhet är samma oavsett vilket tillgångsslag det rör sig om. Enligt AP2-H kommer fonden i framtiden att lägga mer vikt vid gröna obligationer. AP2-H stryker vidare under att den typen av data kommer att finnas även för länder och att mer data kommer göra det enklare att bygga resonemang kring vad som är hållbart och etiskt.

AP3-H beskriver hur AP3 värderar E, S och G som lika viktiga. Respondenten understryker att Tredje AP-fonden arbetar särskilt mycket med G:et, det vill säga med bolagsstyrning och ägarstyrning. AP3 arbetar mycket med klimatrelaterade frågor, exempelvis mätning och minskning av koldioxidavtryck. AP3-H beskriver hur fonden kompletterar ESG-ratings med bland annat riktlinjer från ICMA (International Capital Market Association).

Enligt AP3-F sätter AP3 ett ESG-betyg internt där även förändringshastigheten för hur ett bolag utvecklas inom ESG beaktas. AP3-F lyfter även vikten av att interagera med bolag och att åka och träffa dem. Intervjuobjektet menar att detta är viktigt för att erhålla en mer trovärdig bild över hur bolag faktiskt arbetar med ESG jämfört med hur data beskriver hur bolag arbetar med ESG.

Vidare nämner AP3-H att det förekommer greenwashing när det kommer till gröna obligationer och att Tredje AP-fonden använder sig av tredjepartsgranskning, det vill säga olika typer av ratinginstitut, för att säkerställa att obligationerna uppfyller de krav som fonden ställer.

AP4-F anser att ESG-ratings är svåra att använda, svårtolkade och tvetydiga. AP4-F beskriver att fonden plottade ESG-ratings från tre ratinginstitut vid ett särskilt tillfälle och att resultatet liknade "white noise". Fortsatt menar AP4-F att tillvägagångssättet för integrering av ESG-ratings i ett investeringsbeslut inte är etablerat. ESG-ratings är framförallt ett verktyg som har ett signalvärde för en tillgång och måste kompletteras med gedigen egen forskning inom klimat, socialt och bolagsstyrning enligt respondenten. AP4-F understryker hur som helst att den viktigaste faktorn inom ESG är G:et. Även om S:et och E:et har bra signaler måste G:et uppfyllas för att en investering skall ske.

Fortsättningsvis upplever AP4-F att ESG och green bonds har en ökad finansiell risk då obligationerna anses vara övervärderade. Enligt AP4-F beror prissättningen på att många fonder har som fokus att marknadsföra sig som ESG-vänliga vilket bidrar till att köptrycket blir högre.

9.4.2.2 Påverkansarbete

AP1-H beskriver att Första AP-fonden kan föra en aktiv dialog med företag i samband med handel av företagsobligationer. Fonden för däremot inte dialoger med stater vid handel av statsobligationer. AP1-H förklarar att Första AP-fonden inte arbetar aktivt med att ställa krav på emittenten, men att det finns tillfällen då det händer.

Kortfattat beskriver AP2-H att fonden har god möjlighet att påverka på bolagsnivå och relativt god möjlighet att påverka i vissa länder. AP2-H beskriver hur vissa placeringar av räntebärande papper gjorts i stater vars värderingar inte går i linje med fondens. Ett exempel på detta som togs upp var fondens investeringar i Brasilien. Respondenten menar däremot på att Andra AP-fonden i investeringsarbete med andra aktörer får kontakt med beslutshavare, ministrar och myndigheter i Brasilien som är måna om internationella investeringar, och därför möjliggör att AP2 kan påverka staten genom dialog. Det finns en övertygelse hos Andra AP-fonden att påverkan i stater som Brasilien är större på grund av att fonden fortsätter att vara investerare i Brasilien än om de säljer av sina innehav. AP2-F1 understryker att fonden kan ha diskussioner med myndigheter och centralbankschefer i diverse länder, men hur stor påverkan fonden har är enligt respondenten inte säkert.

Ett annat exempel som tas upp av AP2-H var Andra AP-fondens investeringar i Kina. Fondens förmåga att påverka i Kina beskrivs som mer utmanande, men trots allt möjlig. AP2-H beskriver att fonden bedriver kontakt med utrikesdepartementet, ambassaden och människorättsorganisationer och för specifika dialoger rörande Xinjiang-problematiken. Fonden diskuterar mycket internt rörande frågor som berör denna typ av investeringar. Det konstateras dock att det viktigaste är att man fortsätter att försöka. Även om AP2 säljer sina innehav i Kina, menar AP2-H, att de fortsatt kommer vara exponerade fast då i bolag som är exponerade mot Kina.

I samband med dialogen kring Kina nämns att det är enklare att påverka kinesiska bolag än den kinesiska staten. Vid jämförelse mellan aktier och obligationer beskriver intervjuobjektet att påverkansmöjligheten är större på aktiesidan, eftersom man som aktieägare har rösträtt. AP2-H beskriver vidare att företag generellt sett är mer mottagliga för en dialog även på kreditsidan än vad stater är, eftersom en långivare bidrar med en viktigare del av finansiering till ett företag som utfärdar en företagsobligation än till en stat som utfärdar en statsobligation.

AP3-F beskriver att det är svårare att påverka aktörer på obligationsmarknaden jämfört med aktörer på aktiemarknaden. AP3-H instämmer med AP3-F och beskriver att som aktieägare kan Tredje AP-fonden påverka genom att rösta på bolagsstämmor, och exempelvis påverka emissions- och återköpsmandat, något som inte är möjligt när fonden gör placeringar i räntebärande papper. Samarbetsmöjligheterna är också större i relation till aktiemarknaden enligt AP3-H, då denna generellt sett är mer transparent. Medan det är enkelt att se vem som äger aktier, är det svårare att göra detsamma med en obligation.

På obligationsmarknaden går det enligt AP3-F att ställa krav på emittenter i vissa situationer innan fonden går med på att låna ut pengar. Enligt AP3-H är det ur ett hållbarhetsperspektiv bättre att påverka vid själva lånetillfället genom att ställa krav på emittenten. Enligt AP3-H är det ur ett hållbarhetsperspektiv enklare att påverka vid själva lånetillfället genom att ställa krav på emittenten. AP3-H beskriver att det är svårt att bryta avtal som tillkommer vid placeringar av räntebärande papper, men att valet att inte återfinansiera består vilket är ett starkt medel för kreditgivaren. Tredje AP-fondens påverkansmöjlighet vid utfärdande av statsobligationer till stater är dock liten enligt AP3-H. Det är enklare att påverka företag enligt intervjuobjektet eftersom ett företaget påverkas i större omfattning av en investering från fonden än vad stater gör. Det blir exempelvis mer påtagligt för ett företag om fonden väljer att inte återinvestera än vad det blir för en stat, då kapitalet AP3 utfärdar till ett bolag utgör en större andel av företagets kapital i helhet, än vad motsvarande medel gör hos en stat.

AP4-H beskriver att man som aktieägare kan påverka genom att föra en dialog och använda de verktyg som kommer ur att vara ägare. Eftersom inget motsvarande ägarförhållande föreligger på kreditsidan, är påverkansmöjligheten begränsad vid placeringar i räntebärande papper förklarar AP4-H. Vidare arbetar AP4-F inte med att ställa krav på emittenten vid emission, likt dem gör genom ägarstyrning för aktieinvesteringar. AP4-F anser att AP4 är en för liten aktör för att kunna påverka stater. AP4-F beskriver att AP4 arbetar proaktivt inför investeringar i kreditobligationer genom att fonden undviker att investera i tveksamma bolag utifrån ESG.

9.4.2.3 Hantering av indirekt risk

I denna studie separeras begreppen direkt risk och indirekt risk. Den direkta risken innebär risken att investera direkt i ett investeringsobjekt som agerar ohållbart eller i strid mot mänskliga rättigheter. Den indirekta risken innebär risken att investera i ett investeringsobjekt som i sig nödvändigtvis inte agerar ohållbart, men som agerar på ett sätt som stimulerar en ohållbar bransch eller dylikt.

AP1-H beskriver att Första AP-fonden arbetar med indirekta risker i flera avseenden. Respondenten nämner att AP1 är med i en rad olika initiativ i FN och i olika sektorer och branschorgan i samband att frågan hur AP1 arbetar med den indirekta risken ställs. I dagsläget arbetar AP1 inte mot länder i så stor utsträckning eftersom de upplever att fonden då trampar regeringen på tårna och låter i stället politikerna ansvara för landsrelationerna säger AP1-H.

AP2-H förklarar hur AP2 just nu fokuserar på att utveckla ett tillvägagångssätt att kunna identifiera den indirekta risken för en investering, vilken fonden kallar för påverkansrisken. Intervjuobjektet beskriver hur det exempelvis för ett tobaksbolag idag går att mäta hur stora koldioxidutsläpp en aktör har, men inte hur många som avlidit till följd av bruk av produkten. Den sistnämnda effekten vill AP2 kunna förstå bättre, men det föreligger just nu en stor utmaning med att hitta rätt data. På bolagsnivå har fonden börjat få tillgång till den datan,

men inte än på landsnivå förklarar AP2-H. Ramverket för påverkansrisker kommer att fungera som ett tredje riskben som fonden beaktar.

AP4-F beskriver att i den mån det går försöker AP4 att minimera den indirekta påverkan. Intervjuobjektet förklarar att detta dock är svårt. AP4-F förklarar att hela försörjningskedjan är svår att analysera, många stora bolag vet inte själva vad som finns längst ner i värdekedjan. Det viktigaste i dessa investeringar är att avgöra hur bolagets etiska kompass ser ut menar AP4-F.

9.4.2.4 Placeringar i olika finansiella marknader

AP1-F beskriver att Första AP-fonden valt att fokusera på investeringar i OECD-länder snarare än i emerging markets. Första AP-fonden har tidigare investerat i emerging markets, men har på senare tid valt att avyttra innehav i dessa marknader. AP1-F förklarar att anledningen till detta är att fonden inte anser att den sortens investeringar fyller något önskat syfte i fondens portfölj. AP1-F förklarar dock att enligt teorin om en diversifierad portfölj bör en fond innehålla en andel i emerging markets. Enligt AP1-F behöver mycket tid och resurser läggas ned för att bevaka länderna som tillhör emerging markets.

AP1-F tar också upp vikten av att kunna stötta länder som inte är lika bemedlade som OECD-länderna, men att det även ställs allt högre krav på vad som anses vara hållbara och etiska investeringar. Enligt AP1-F är det däremot svårt att ha en portfölj som helt och hållet ligger i linje med vad som anses vara etiskt och hållbart när portföljen mer eller mindre representerar hela marknaden.

AP2-F2 berättar att Andra AP-fonden investerar i emerging markets. AP2-H beskriver hur Andra AP-fonden arbetar proaktivt vilket innebär att screening av portfölj och länder görs inom branscher med "mänskliga rättighets-risker". AP2-H nämner att dessa riskbedömningar medfört att det finns ett antal länder som fonden undvikit att investera i.

AP3-H understryker att Tredje AP-fonden framförallt innehar räntebärande värdepapper i Sverige och USA. Vidare förklarar AP3-H att Tredje AP-fonden har valt att inte investera i emerging markets eller i länder som Ryssland och Kina. Anledningen till detta är att fonden inte känner till de marknaderna tillräckligt väl och att de prioriterat andra marknader av finansiella skäl.

AP3-H menar att Tredje AP-fonden kan investera i högriskländer, men eftersom AP3 strävar efter att ha en så hög riskjusterad avkastning som möjligt har fonden hittills inte gjort detta. Intervjuobjektet lyfter däremot resonemanget att olika förvaltare kan se på investeringar i högriskländer på olika sätt. AP3-H förklarar att det går att argumentera för att genomföra placeringar i emerging markets för att sprida risken globalt, något som fungerar väl på aktiemarknaden. På räntemarknaden är det dock långt ifrån lika självklart eftersom räntorna tenderar att korrelera med varandra och att det kanske mer är valutaeffekter som blir av betydelse beskriver AP3-H.

AP4-H berättar att Fjärde AP-fonden har valt ut ett antal länder vilka de anser är okej att handla statsobligationer i.

9.4.2.5 Exkluderingar och avinvesteringar

AP1-H beskriver att Första AP-fonden har exkluderingslistor som omfattar samtliga tillgångsslag. Till exempel har fonden inte några investeringar som har verksamhet kopplad till utvinning av fossila bränslen och mot aktörer som strider mot mänskliga rättigheter. Enligt AP1-F exkluderar Första AP-fonden däremot inte specifika länder.

AP2-H förklarar hur AP2 i vissa fall exkluderar vissa investeringar i linje med fondens hållbarhetsarbete, men att den första prioriteringen är att försöka påverka bolagen i rätt riktning. Avinvesteringar beskrivs således som en sista utväg. Intervjuobjektet beskriver det som att fonden hellre är kvar och försöker påverka än att sälja. AP2-H förklarar att Andra AP-fonden har ett landsramverk som baseras på externa data. Denna data inhämtas av experter som betygsätter länder utifrån mänskliga rättigheter. AP2-H nämner Thailand som exempel för exkludering med anledning av att de har låg rating på right of privacy. Enligt AP2-H för Andra AP-fonden dialog med rating-företagen som fonden hämtar information från för att ta reda på anledningar till förändringar i ratings. Om ratingen blivit högre vill fonden veta om en så pass stor förändring skett hos aktören i fråga att det finns anledning att inte längre exkludera denne. Däremot beskriver AP2-H att storleken på exponeringen i ett land är viktigt att beakta vid val om exkludering. Brasilien tas upp som ett exempel där fonden gjort placeringar och aktivt för dialog med ambitionen att påverka landet att bli mer hållbart. Intervjuobjektet beskriver att Brasilien, till skillnad från Thailand, är en större marknad för fonden vilket intervjuobjektet menar har medfört att fondens påverkan är viktigare.

AP2-H beskriver att Andra AP-fonden har gjort omfattande avinvesteringar från fossila tillgångar, i enlighet med EU:s ramverk Paris Aligned Benchmark.

Enligt AP3-H använder sig AP3 inte av någon bransch- eller sektorexkludering. AP3-H beskriver att Tredje AP-fondens investerare gör bedömningar av varje enskild investering. Enligt AP3-H görs avinvesteringar om brott mot de internationella konventionerna som Sverige står bakom sker. Detta omfattar i så fall samtliga tillgångsslag. AP3 exkluderar inte länder säger AP3-H.

AP4-F beskriver att AP4 gör en selektering och svartlistar bolag och sektorer som fonden väljer att inte investera i, oavsett tillgångsslag. En risk som enligt AP4-F kan uppstå i en aktieportfölj vid för många exkluderade sektorer är en sämre diversifiering och en portfölj som inte speglar samhällsekonomin. I en ränteportfölj däremot kan flera sektorer skäras bort och fortfarande erhålla samma exponering i avkastning förklarar AP4-F.

9.4.2.6 Etikrådet

Samtliga hållbarhetsrespondenter beskriver att Etikrådets arbete har fokus på aktiesidan. Utöver det nämner hållbarhetsrespondenterna att respektive fond förhåller sig till de rekommendationer och exkluderingar som Etikrådet tar fram och att det är upp till varje fond att välja om de vill följa Etikrådets rekommendationer.

AP1-H berättar hur Etikrådet inte arbetar landbaserat. Verksamheten ger med andra ord inte rekommendationer för enskilda länder. Vidare förklaras att utgångspunkten inte är i första hand att exkludera tillgångar utan att påverka bolagen.

Även AP2-H lyfter att Etikrådet är mer fokuserade på bolag än på länder. Respondenten beskriver hur det finns en gräns där det blir politiskt om AP-fonderna går samman och försöker påverka en stat.

Enligt AP3-H är det osannolikt att Etikrådet kommer att exkludera specifika länder, då detta ansvar är något som snarare ligger hos Sveriges riksdag. Enligt AP3-H följer fonden de rekommendationer som Etikrådet lämnar avseende exkluderingar av bolag. Intervjuobjektet beskriver att samtal förs rörande att utvidga Etikrådets verksamhet till att inte bara beröra aktier, utan även krediter. De eventuella rekommendationerna för obligationsmarknaden kommer då att bli desamma för samtliga AP-fonder, och lär enligt AP3-H ligga i linje med hur AP3 agerar internt i nuläget i relation till Etikrådets exkluderingslista.

9.4.2.7 Globala målen

AP1-H förklarar att FN:s globala hållbarhetsmål används i viss utsträckning när AP1 gör placeringar i räntebärande papper. På creditsidan är det de gröna och sociala obligationerna som uppfyller de globala målen enligt AP1-H. AP1-H poängterar däremot att hållbarhetsarbetet inte skall ge avkall på fondens avkastningsprofil. På frågan om gröna obligationer tenderar att blir överprisade svarar AP1-H att det händer, men sällan i omfattande grad. AP1-H poängterar dock att olika investerare har olika uppdrag och strategier och att det är viktigt att hela tiden utgå från Första AP-fondens uppdrag.

AP2-H beskriver hur AP2 ser över de globala målen i linje med fondens arbete, men att dessa mål troligtvis lär arbetas med i större utsträckning i takt med att ramverket för hur man kan arbeta med påverkansrisker blir tydligare.

AP3-H understryker att FN:s globala hållbarhetsmål inte är anpassade för bolag och investerare och att de är konstruerade av politiker, för politiker. AP3-H konstaterar att de globala målen inte är styrande för fondens förvaltning och för de investeringar som görs. Däremot redovisar fonden hur olika investeringar kan hjälpa till att uppfylla de globala hållbarhetsmålen säger AP3-H.

Likt AP3-H uttrycker AP4-H att de globala hållbarhetsmålen framförallt är riktade mot den svenska staten och inte mot fondförvaltare. AP4-H förtydligar dock att hållbarhetsarbetet är

en viktig och central del av fondens förvaltning. AP4-H förklarar att AP4 författar egna konkreta hållbarhetsmål och tolkar de globala målen på bästa sätt utifrån sin verksamhet.

9.4.2.8 AP-fondernas syn på framtiden i relation till etik och hållbarhet

Vad gäller framtiden uttrycker AP1-H att etik- och hållbarhetsarbetet inte nödvändigtvis kommer få ett ökat inflytande, men förmodligen ett förändrat arbetssätt rörande hållbarhetsfrågor och hur dessa integreras när förvaltning förändras hela tiden. AP1-H förklarar att kombinationen kapitalförvaltning och AP-fond inte är den mest agila, men att de är väldigt agila när det kommer till hållbarhet. Detta för att hållbarhetsrisker och dess påverkan förändras hela tiden.

Vidare beskriver AP2-H en positiv syn på framtiden för Andra AP-fondens etik- och hållbarhetsarbete. AP2-H uttrycker att det redan har skett en enorm utveckling vad gäller att ge etik och hållbarhet inflytande i fondens arbete och att känslan är att denna utveckling kommer att fortsätta. Eftersom det är pensionspengar AP2 förvaltar är det viktigt att agera föredömligt enligt respondenten. AP2-H tror även att man kommer kunna hitta fler investeringsmöjligheter framöver och att det kommer vara en del av portföljförvaltares jobb att ha koll även på detta. AP2-H tror nödvändigtvis inte att hållbarhetsavdelningen kommer att växa i framtiden, men att området kommer att integreras mer och mer i allmänhet.

I relation till framtiden understryker AP3-H att klimatfrågan är den enskilt viktigaste hållbarhetsfrågan och avgörande för hur framtiden kommer att utvecklas.

Enligt AP4-H har etik och hållbarhet redan ett stort inflytande och respondenten tror inte att detta kommer minska med tiden. Vad som kan väntas ske enligt AP4-H är förändringar och förfiningar inom fondens hållbarhetsarbete. AP4-H identifierar etik och hållbarhet som en trend som ökat i betydelse den senaste tiden, inte nödvändigtvis för att det blivit viktigare utan för att det finns mer tillgänglig information. AP4-F beskriver att aktörer som uppvisar ett bristfälligt hållbarhetsarbete idag kan orsaka stora skandaler, något som inte gällde i samma utsträckning för tio år sedan då bolag lättare kunde komma undan. AP4-F:s uppfattning är att denna utveckling inte kommer att avta.

9.5.3 Förhållandet mellan finansiell risk och hållbarhet och etik

Nedan presenteras information samlad från intervjuer som beaktar respektive AP-fonds intervjuobjekts åsikter om förhållandet mellan finansiell risk och hållbarhet och etik.

9.5.3.1 Finansiell risk & avkastning

Samtliga fonder har lagstiftat krav att uppnå hög avkastning till låg risk.

AP1-F understryker att i situationer där en investering bedöms som etisk och hållbar behöver alltid kravet att kunna uppnå en hög avkastning till låg risk uppfyllas.

På kort sikt tror AP1-H att det finns ett samband mellan avkastning och mer riskabla investeringar när det kommer till etik och hållbarhet. Vidare säger AP1-H att allt som är hållbart inte är lönsamt och att ohållbara verksamheter kan generera god avkastning under en viss tidsperiod.

AP2-H beskriver hur AP2 beaktar exempelvis klimatrisker när bedömningar av en investering görs. Klimatrisker utgick till en början från den finansiella risken att ha för mycket investeringar i tillgångar som riskerar att tappa i värde på grund av hållbarhetsaspekter, exempelvis kol.

Enligt AP2-H är den finansiella risken lägre om aktören agerar etiskt och hållbart, inte minst långsiktigt. AP2-H beskriver att det finns en finansiell risk kopplat till hållbarhet. Enligt intervjuobjektet uppvärderas börsen om alla blir bättre på hållbarhetsfrågor, vilket bygger värde i hela marknaden. Vad gäller avkastning, och hållbarhet och etik understryker AP2-H att målkonflikter kan uppstå, men att dessa tenderar att vara kortsiktiga. På lång sikt är det däremot enklare att argumentera och identifiera de långsiktiga utfallen enligt respondenten. AP2-H understryker att Andra AP-fonden ser på sina investeringar ur ett 30 årsperspektiv.

När det kommer till att investera i stater beskriver AP2-H att givet att ett land inte bedöms som för hög risk, är det mer en fråga om diversifiering. Högre risk ger en högre avkastning. Detta gäller inte bara hållbarhetsrisker utan även operationella risker. AP2-H uttrycker att investerare även bör ta utvecklingspotential i beaktning när risker identifieras.

AP3-F uttrycker att det finns en god korrelation mellan finansiell risk och ESG-risk. AP3-H understryker att vissa kan uttrycka att det däremot finns ett motsatsförhållande mellan hållbarhet och avkastning med anledning av att det ur ett kortsiktigt perspektiv är kostsamt att göra hållbara investeringar. AP3-H stryker däremot under att Tredje AP-fonden strävar efter att agera hållbart långsiktigt och har tilltro till att långsiktiga hållbara investeringar ger bra avkastning.

Eftersom Tredje AP-fonden har en diversifierad portfölj förklarar AP3-H att de kan göra långsiktigt hållbara investeringar, men att fonden i vissa fall även investerar mer kortsiktigt. AP3-H tar upp investeringar i fossilindustrin som exempel på kortsiktiga investeringar av relevans just nu. Denna typ av investeringar görs i dagsläget med anledning av att världen befinner sig i en övergångsperiod vad gäller energikällor enligt AP3-H. Skulle Tredje AP-fonden avstå från att investera i fossil energi och enbart investera i förnybar energi så skulle det försvåra den nödvändiga omställning som krävs och inte lösa de problem som finns just nu. AP3-H uttrycker att detta främst gäller aktier, men till viss del räntebärande papper.

Enligt AP4-F är det viktigt att säkerställa att fonden får betalt för den risk fonden tar på sig. AP4-F förklarar att det inte finns några målkonflikter mellan etik och hållbarhet och finansiell risk eftersom de väljer att inte investera ifall det gör avkall på den etiska och hållbara aspekter.

10. Diskussion

I kapitel 10 kommer diskussion om finansiell risk och etik och hållbarhet föras. Förslag på framtida forskning avslutar diskussionen.

10.1 Diskussion om finansiell risk

Första-Fjärde AP-fonden har både likheter och skillnader i sitt tillvägagångssätt för att bedöma och behandla finansiella risker vid investeringar i räntebärande papper. Tillvägagångssättet för riskbedömning skiljer sig dessutom mycket mellan aktie- och räntemarknaden för AP-fonderna. Detta framgick när intervjuobjekten hos AuAg Fonder, Celina Fonder, en svensk storbank samt Första-Fjärde AP-fonden ställdes mot det teoretiska ramverket. Eftersom vissa risker som är relevanta för obligationer inte tas hänsyn till av riskmått för aktiemarknaden, såsom Sharpekvoten. Likt hur AP3-F belyser att obligationer har en begränsad uppsida till skillnad från aktier, blir hänsyn till nedsidan av en investering ännu viktigare. Till följd av den begränsade uppsidan för obligationer, måste en förvaltare väga obligationens risk för att bedöma om uppsidan i form av riskpremier motsvarar risken.

Kreditrisken kan bedömas genom kreditvärdigheten hos emittenten av det räntebärande pappret (Hull, 2018). Ett standardiserat sätt att kategorisera kreditvärdigheten är genom ratings utgivna av kreditvärderingsinstitut såsom Moody's. Tillvägagångssättet "market-to-market" baseras på en kontinuerlig skala av kreditrating som riskmått för emittentens kreditrisk (Spuchl'akova et al., 2015). En del av intervjuobjekten kritiserar kreditvärderingsinstitutens reliabilitet, då emittenterna betalar för att få en rating, vilket kan leda till en målkonflikt. Uppfattningen av reliabiliteten av ratings från kreditvärderingsinstitut skiljer sig från teorin då kreditvärderingsinstitut enligt Spuchl'akova et al. (2015) skall fungera som en oberoende mellanhand. AP-fondernas tillvägagångssätt att analysera kreditrisk har både likheter och skillnader. Andra-Fjärde AP-fonden har liknande inställning gällande förmågan av ratings som verktyg för att bedöma kreditrisk. De anser att ratings är ett verktyg för att erhålla en överblick av kreditrisken men att ratings inte fyller någon större funktion utöver det. Den största anledningen till varför ratings inte används kontinuerligt beror på att de är baserade på gammal data och därav inte avspeglar den nuvarande kreditrisken, vilket motsätter sig teorin kring "market-to-market". AP1 använder sig av ratings för att bedöma portföljens kreditrisk. Riskpremien som erhålls för obligationen jämförs även med obligationens rating. Genomgående anser Första-Fjärde AP-fonden att ratings endast är ett användbart verktyg för kreditobligationer eftersom statsobligationer i Sverige, Tyskland och USA inte anses ha någon default risk.

DTS och spreadexponering möjliggör en objektiv jämförelse mellan obligationer som har olika löptid, duration och spread. Förvaltaren kan använda sig av ett stort urval av jämförelseobligationer för att bedöma kreditrisk med hjälp av DTS och spreadexponering (Fondbolagens förening, 2021). Därav kan obligationens kreditrisk jämföras mot obligationer i olika sektorer och kreditklasser. Flertalet intervjuobjekt menar att DTS ger en bra bild av den nuvarande kreditrisken, då marknaden reagerar på ökad default risk vilket visas i

obligationens spread. DTS föredras över kreditrating av flertalet intervjuobjekt, eftersom DTS ger en mer konkret och objektiv bild av kreditrisken. AP4 skiljer sig i sin åsikt kring spreadexponering och menar att kvalitativa analyser är att föredra över DTS eftersom default risk inte anses driva spread. Generellt använder sig AP1 och AP2 mer av kvantitativa modeller och metoder i sin analys av kreditrisken jämfört med de andra två fonderna. AP2 önskar även att fondens resurser tillät användandet av Merton-modeller för att bedöma kreditrisken. AP3 tar upp vikten av att göra en oberoende analys bestående av en kvantitativ och kvalitativ del. Den kvantitativa delen kan innehålla nyckeltalet net debt/EBIDTA och den kvalitativa analysen av bolagets värdekedja, riskutsatthet för kommande regleringar samt dess konkurrensbild

Uppskattning av ränterisk kan göras genom kvantitativa modeller som nuvärdesberäkning och duration (Brealey et al., 2017). Här ställer sig AP-fonderna lika och anser att ränterisk är lätt att beräkna med de existerande modellerna. DTS är en modell nämnd av flera AP-fonder som visar på värdefall vid ändringar i spread mellan obligationer och statspapperskurvan. DTS kan användas för att objektivt jämföra olika obligationer oberoende av löptid.

Komplexitet uppstår när inflationsrisk skall tas i beaktning. Ränterisk visar på värdeskillnader vid ändringar i räntan, men eftersom räntan är direkt beroende av inflation är det svårt att beakta ränterisk utan inflationsrisk. Inflationsrisken är svår att beräkna kvantitativt och blir osäkrare desto längre löptid räntepappret har (Levin et al., 1993). Denna osäkerhet leder till att det krävs kvalitativa analyser av makroekonomiska faktorer. Den kvantitativa ränterisken i en obligation kan bedömas annorlunda beroende på inflationsförväntningar, vilket innebär att den kvalitativa analysen blir den mest betydelsefulla.

AP4-F belyser att man kan behandla ränte- och inflationsrisk genom att jämföra vad marknaden prissätter respektive riskpremie till och jämföra med egna bedömningar. Beroende på vad marknaden har för ränte- och inflationsförväntningar kan AP-fonderna gå in i långa eller korta positioner för att utmana marknaden. AP4-F nämner även att man kan ingå en hedge mot ränte- och inflationsrisk genom derivat och därmed istället kunna exponera sig mot motpartens kreditrisk. Derivat tillåter en investerare att undvika ränte- och inflationsrisk vid tillfällen där exempelvis inflationsförväntningar är svåra att förutse. Pflueger (2011) nämner "inflation-indexed bonds" som en hedge för inflation, genom att obligationernas rörliga ränta följer ett inflationsindex. Både AP1 och AP3 använder sig av "inflation-indexed bonds" och det anses även högst rimligt att resten av AP-fonderna använder sig av liknande obligationer.

Synsättet och framtidsutsikterna för inflation och räntor skiljer sig markant mellan de olika intervjuade aktörerna, exempelvis fondförvaltaren för AuAg och samtliga AP-fonder. E3 lyfter problematiken kopplat till centralbankernas ökade inflytande att påverka räntorna via stora stödköp i obligationsmarknaden. Många av dessa obligationer har handlats till följd av QE med dåtidens låga ränteläge. Osäkerheten i inflationsförväntningarna innebär även en osäkerhet i framtida avkastning för obligationsmarknaden enligt Brealey et al. (2017). Vid eventuellt kommande högre räntenivåer finns en oerhört stor marknad för nyligen utfärdade

obligationer som vid räntehöjningar skulle bli oattraktiva. Enligt Financial Times (2022) kommer ECB köpa upp all skuld som utfärdas och utöver det handla stora mängder på den sekundära marknaden för obligationer. E1 påpekar att en klassisk 60/40 portfölj har visat sig ge god avkastning historiskt sett. Samtidigt lyfter även E1 att räntebärande papper inte har fungerat lika bra som hedge mot aktiemarknaden under de fem senaste åren då tillgångsslagen tenderat korrelera mer. Den ökade skuldsättningen, stigande inflation och effekten av låga räntenivåer under lång tid kan bidra till en ökad finansiell risk i räntemarknaden. AP-fonderna delar en gemensam syn om att centralbankerna kommer lyckas kyla ned inflationen med höjda räntor och tror på en stabil och låg inflationsnivå på två till tre procent framöver. AP-fonderna ser ingen större problematik med nutidens ränte- och inflationsnivåers påverkan på makroekonomi och därav obligationsmarknaden.

En likvid marknad definieras av en investerares enkelhet att inta och komma ut ur en position på marknaden till ett välkänt pris (Hull, 2018). Vidare förklarar Hull (2018) att uppskatta likviditetsrisk är komplext och kräver kvalitativa analyser. AP-fonderna delar uppfattning med Hull (2018) och anser att beräkna likviditetsrisk är väldigt svårt, om inte omöjligt. För räntor på andrahandsmarknaden kan likviditetsrisk ofta uppskattas genom att undersöka omsättningen i ett visst räntepapper. För nyemitterade papper är denna undersökning dock inte möjlig och AP3-F lyfter att likviditetsrisken i nyemitterade papper är något som systematiskt underskattas då mer komplexa analyser behövs. AP4-F nämner en möjlig metod för att beräkna riskpremien från likviditetsrisk i fallet då premierna från de andra riskerna är kända. Detta görs genom att uppskatta en residual som definieras som differensen mellan det man får betalt från ett räntebärande papper subtraherat med de övriga riskpremierna. Denna residual är då premien för likviditetsrisken. Metoden kan anses som simpel, men det underliggande dock att man känner till de övriga riskpremierna exakta vilket kräver komplexa kvalitativa och kvantitativa analyser.

Det finns en betydelse att inneha likvida tillgångar för att erhålla en viss beredskap vid oförutsägbara händelser enligt AP2-F1. Säkra tillgångar anses vara statsobligationer i USA, Tyskland och andra OECD-länder enligt AP2-F1. Samtidigt menar AP4-F att nuvarande investeringsstrategi kring räntebärande papper med låg kredit- och likviditetsrisk gör att det är svårt att möta avkastningsmålet för fonden. Både AP4-F och AP2-F1 menar att det hade varit önskvärt att omallokera statsobligationer med låg avkastning till en större del high-yield obligationer ur ett avkastningsperspektiv. Detta visar på en målkonflikt där det krävs en mängd likvida räntebärande papper som buffert för oförutsägbara händelser, men samtidigt inte ger någon större avkastning. Att ha en låg likviditetsrisk och samtidigt uppfylla avkastningskraven kan därför ses som en utmanande uppgift i räntemarknaden.

Enligt E1 finns det olika faktorer som kan påverka likviditetsrisker. En obligation med längre löptid har generellt en högre likviditetsrisk än de kortare obligationerna eftersom osäkerheten ökar i takt med obligationens löptid. Ett generellt synsätt hos Första-Fjärde AP-fonden tycks vara att statsobligationer anses vara mer likvida jämfört med företagsobligationer. E1 menar att detta är till följd av att statsobligationer generellt handlas på större marknader, där en majoritet av företagsobligationer handlas på betydligt mindre marknader som därav anses

vara mer illikvida. Den större marknaden gör att bid-offer spread på statsobligationer tenderar att vara lägre, vilket följer definitionen av Hull (2018).

Hull (2018) nämner även finansieringsrisken vilket innebär att trots en hög soliditet, kan förmågan att betala vid förfrågan vara bristfällig. AP-fonderna har som mål att investera i likvida tillgångar för att undvika denna risk, men AP4-F belyser att AP-fonderna trots detta inte har samma krav på likviditet som andra fonder. Detta beror på att börshandlade fonder alltid måste kunna sälja andelar av sina innehav ifall fondägare vill sälja sina andelar i fonden. AP-fonderna har inte detta problem då utbetalningar enbart sker när pensionsmyndigheten kräver utbetalningar. Dessa utbetalningar är oftast förutbestämda sen en tid innan. På grund av denna förutbestämda tid menar AP4-F att AP-fonderna kan ta en högre likviditetsrisk och därmed erhålla en större riskpremie. Därav skiljer sig Första-Fjärde AP-fonden sig mot traditionella fonder enligt Halls (2018) definition av finansieringsrisk, då den tredje komponenten inte berör AP-fonderna.

Valutarisk uppstår när AP-fonderna innehar tillgångar som handlas med en annan valuta än svenska kronor. Enligt Acca (u.å.) är det vanligaste sättet att hantera valutarisk genom en hedge i form av valutaswap. Black (1989) menar att valutarisken är betydande för räntebärande papper, då valutafluktuationer svänger mer än själva avkastningen från obligationen. Mitchener & Weidenmier (2015) påpekar även att valutarisken kan behandlas kvalitativt, om man väljer att investera i tillgångar vars valuta är i en uppåtgående trend. AP-fondernas valutarisk är begränsad, eftersom som högst 40 procent av deras innehav får vara exponerat mot valutarisk (Första AP-fonden, 2021a). Första-Tredje AP-fonden accepterar viss exponering mot stora valutor, fördelningen av exponering bestäms centralt. Likt hur Mitchener & Weidenmier (2015) beskriver den kvalitativa behandlingen av valutarisk, om man tror på att valutan är i en uppåtgående trend. AP4 resonerar likt Mitchener & Weidenmier, att valutarisken är större än andra risker för räntebärande papper och väljer därför att hedga bort all valutarisk för obligationer.

Portföljstrategin som AP-fonderna använder, har historiskt sett genererat avkastning med låg volatilitet (Fama & French, 2021). En låg volatilitet innebär en lägre finansiell risk enligt Berk & DeMarzo (2013), något som överensstämmer med AP-fondernas krav på låg risk i sina investeringar. Volatilitetsrisken är delvis sammanhängande med valutarisken, vilken AP-fonderna delvis hedgar bort. AP1 använder volatilitet som sitt primära översiktliga riskmått. AP4 nämner även volatilitetsrisken som ett riskmått, där volatiliteten anses vara högre i kredit- än statsobligationer. Volatilitetsrisken visade sig under Coronakrisen 2020, där marknaden reagerade på volatilitet och som följd föll priserna enligt AP4-F. Enligt E3 har Första-Fjärde AP-fonden en speciell position där de inte är konkurrensutsatta likt andra fonder, vilket leder till att de inte behöver slå marknaden med en högre avkastning. Bristen på incitament för ökat risktagande leder till att Första-Fjärde AP-fonden fokuserar sina investeringar i tillgångar som historiskt sett gett en stabil riskjusterad avkastning.

Koncentrationsrisk kan bedömas som något positivt eller anses som en risk (Hibblen, 2010). För att bedöma koncentrationsrisker bör avvägningen mellan fördelen att vara specialiserad inom ett område och den koncentrationsrisk som kommer med en

specialisering. Enligt AP3 kan uppsidan av en koncentrationsrisk identifieras genom att jämföra en branschspecifik andel av portföljen mot ett motsvarande branschindex. AP-fonderna diversifierar generellt mot olika branscher för att undvika koncentrationsrisker, likt hur Claessens et al. (2001) beskriver branschkoncentration. AP4 menar även att koncentrationsrisk inte är något problem på grund av fondens storlek och diversifiering av tillgångar. AP3 ser dock koncentrationsrisk som något som kan vara positivt likt det beskrivet av Hibblen (2010). Fondens förhoppningar är att de kan slå konkurrenterna inom specifika branscher med hjälp av specialisering. Därför söker AP3 koncentration inom marknader där de har tillräcklig information och kunskap för att slå marknaden, vilket enligt Hibblen (2010) ökar uppsidan av koncentrationsrisken. Enligt MPT och hypotesen om effektiva marknader kan ingen investerare nå en högre avkastning utan att höja risknivå, under antagandet att alla aktörer har tillgång till samma information (Thaler, 1999).

10.2 Diskussion om hållbarhet och etik

Något som kan konstateras är att samtliga fonder understryker att ägarstyrning är väsentligt när det kommer till deras förmåga att påverka aktörer de investerar i. När det talas om ägarstyrning understryker både litteratur och intervjuobjekt från samtliga fyra fonder att verktyget används för investeringar där ett ägarförhållande föreligger, som vid placeringar i aktier. Vid placeringar i räntebärande papper föreligger enligt rapportens källor inte samma sorts ägandeförhållande, vilket innebär att påverkansmöjligheterna inte blir lika omfattande vid denna sorts investeringar. Det tas också upp att aktiemarknaden är mer transparent än kreditmarknaden, på så sätt att mer data finns att tillgå. Utöver det nämns även att samarbetsmöjligheterna är större på aktiemarknaden. AP2 betonar dock att samarbetsmöjligheter föreligger även vid placeringar i räntebärande papper.

För att trots allt kunna påverka understryker AP3 att påverkan är möjlig vid placeringar i räntebärande papper i skedet då värdepappret köps och avtal ingås. I detta skede menar fonden att de kan uttrycka krav för att emittenten skall beviljas pengarna i utbyte mot värdepappret. AP3 menar att styrkan i detta inte minst ligger i att emittentens vilja att fonden skall återinvestera väger tungt och därför påverkar företaget att följa fondens krav. Det konstateras dock i samband med intervjuerna med AP3 att denna sorts påverkan är starkare vad gäller företagsobligationer då kapitalet fonden lånar ut motsvarar en stor andel av företagets totala kapital, medan samma förutsättningar inte föreligger vid investeringar i stater. AP1 gav också till uttryck att det kan hända att fonden ställer krav likt de AP3 talade om vid placeringar i räntebärande papper, men att de inte arbetar aktivt med de än.

AP2 instämmer med AP3 att det är svårt att påverka stater. I intervjuerna framgår det när AP2:s placeringar i Kina kommer på tal att det är en utmaning att påverka en stor stat som Kina, men att fonden trots det inte slutar att försöka. I samband med denna diskussion konstaterar även AP2 att Sverige, vare sig fonden gör placeringar i landet eller ej, kommer att förbli exponerat mot Kina. Att detta förhållande mellan Sverige och Kina föreligger menar AP2 är en anledning för fonden att inte avyttrat innehav i Kina och till att fortsätta försöka påverka staten i fråga. AP1, AP3 och AP4 anser dock att en svensk AP-fond mer eller mindre

inte kan påverka andra stater. De tre fonderna investerar inte i emerging markets, som Kina, inte minst med anledning av att sådana marknader är relativt okända för investerarna och för att det föreligger en högre risk vilket flera aktörer menar inte ligger i linje med uppdraget att generera hög avkastning till låg risk.

Det förekommer dock argument som visar förståelse för att de olika fonderna agerar annorlunda i denna fråga. Exempelvis AP3 lyfter argumentet att investeringar över hela världen gör portföljen mer diversifierad vilket i sin tur kan medföra sänkt risk. AP3 intygar dock att en AP-fond kan upprätta en diversifierad portfölj utan att investera i emerging markets och därför väljer AP3 att inte göra det. Hur som helst så konstaterar AP1, AP3 och AP4 att exkluderingar inte sker på landsnivå, vilket innebär att det just nu inte är felaktigt att investera i vissa geografiska områden. AP2 har däremot ett landsramverk för vilka länder fonden inte får investera i och AP4 identifierar internt länder som fonden inte skall investera i. I figur 9.1–9.4 framgår det tydligt att AP2 sticker ut jämfört med AP1, AP3 och AP4 i förhållande till vilka och hur många länder som statsobligationer placerats i. Samtliga fonder ger däremot till uttryck att hållbarhet och inte minst risk är två områden som diskuteras när det kommer till att placera svenska skattepengar hos aktörer som inte helt agerar i linje med den svenska statens, och AP-fondernas, värdegrund.

Vad gäller AP-fondernas påverkansmöjligheter så har begreppet påverkansrisk lyfts av AP2, dels i fondens årsredovisning för år 2021, dels i intervjun med fondens hållbarhetsrepresentant. Tillvägagångssätt för att hantera denna risk är något som fonden i fråga arbetar med att utveckla just nu. Enligt fondens hållbarhetsrepresentant kommer arbetet som fonden vill göra för att beakta påverkansrisken medföra att AP2 i ännu högre utsträckning kommer kunna verka i linje med de globala målen. Det konstateras dock att påverkansrisken är svår att konkretisera och att stor brist på data just nu råder och likaså vad gäller tillvägagångssätt att samla in relevanta och lämpliga data. De övriga tre fonderna ger inte till uttryck att de arbetar med att utveckla ett ramverk för påverkansrisken, liksom AP2 gör. Representanterna för AP1, AP3 och AP4 talar istället mer om svårigheterna som föreligger i relation till den indirekta risken (som synonymt med påverkansrisken). AP4 nämner att fonden beaktar den indirekta risken så långt det går, men att det är svårt. Enligt fonden är det svårt att analysera hela försörjningskedjan. AP4 arbetar därför mer med att avgöra hur investeringsobjektets etiska kompass ser ut och på så sätt avgöra om det är en vettig investering. AP1 intygar att de arbetar med indirekt risk i flera avseenden genom att engagera sig i olika initiativ med exempelvis FN. Första AP-fonden specificerar att AP1 inte jobbar med detta i relation till länder, då det anses ligga mer inom den politiska sfären.

Att exkludering av länder hamnar mer i den politiska sfären har kommit till uttryck i flera intervjuer. Hållbarhetsrepresentanter från AP1, AP2 och AP3 nämner alla att det finns en gräns för när det blir mer politiskt och således hamnar utanför en investerares arbete. Det kan dock konstateras att framför allt AP3 och AP4, men även AP1 internt gjort beslut vart det är lämpligt att placera fondkapitalet och därför valt att exkludera exempelvis emerging markets. Det förekommer dock en del exkluderingar vad gäller bolag som tagits fram av Etikrådet och som samtliga fonder följer. AP3 beskriver hur fonden exkluderar ur alla avseenden, det vill

säga både på aktie- och kreditsidan. Samtliga fonder konstaterar att Etikrådet just nu endast arbetar i relation till aktiemarknaden, men vissa antyder att verksamheten kommer att beröra även kreditsidan i framtiden. AP3 understryker dock att det är osannolikt att Etikrådet kommer att exkludera specifika länder.

Vad gäller exkluderingar så uttrycker AP1, AP2 och AP4 både i litteraturen och på intervjuerna att de valt att exkludera vissa branscher och sektorer. AP3 gör däremot inte någon bransch- eller sektorexkludering, utan fondens investerare gör subjektiva bedömningar för olika investeringsprojekt. AP3 exkluderar således på bolagsnivå, för att inte exkludera bolag som på grund av vissa små, ibland olämpliga, detaljer bedöms tillhöra en viss bransch. Samtliga fonder konstaterar att Etikrådet just nu endast arbetar i relation till aktiemarknaden, men vissa antyder att verksamheten kommer att beröra även kreditsidan i framtiden. AP3 understryker dock att det är osannolikt att Etikrådet kommer att exkludera specifika länder.

I litteraturen presenterar samtliga AP-fonder att de arbetar i linje med de globala målen. Det framgår i årsredovisningar och hållbarhetsdokument utfärdade från Första-Fjärde AP-fonderna att de globala målen genomsyrar fondernas arbete i hög grad och att flera av fonderna har specificerat vissa mål som de lägger särskilt fokus på. Av intervjuerna att döma är de globala målen relevanta ur ett helhetsperspektiv, på så sätt att AP-fonderna eftersträvar att arbeta hållbart och med grund i värderingar som ligger i linje med de globala målen. I förhållande till det faktiska förvaltningsarbetet som AP-fonderna bedriver så understryker AP3 och AP4 däremot att de globala hållbarhetsmålen inte är styrande i förvaltningsarbetet. Hållbarhetsrepresentanterna från AP3 och AP4 gav till uttryck att målen uppfattas som formulerade av politiker för politiker, och inte för fondförvaltare. AP2:s hållbarhetsrepresentant sa att fonden ser över de globala målen i linje med deras arbete, men att dessa troligtvis kommer få ökad relevans i takt med att arbetet kring påverkansrisker utvecklas. Hållbarhetsrepresentanten från AP1 sa däremot att Första AP-fonden använder de globala målen vid placeringar i räntebärande papper, men underströk i detta sammanhang att investerarna först och främst utgår från fondens uppdrag och att avkall inte skall göras på avkastningen.

Det konstateras att samtliga AP-fonder bedriver ett medvetet hållbarhetsarbete. I förhållande till detta arbete utgår Första-Fjärde AP-fonden från externa data. Fonderna kollar på ESG-ratings, men anser att det finns behov att komplettera denna sorts information. Detta gör dem med information hämtad från andra externa källor.

Fortsättningsvis så konstateras det att det är avkastningen som är AP1:s huvudfokus och fonden poängterar att hållbarhetsarbetet inte skall ge avkall på avkastningen. AP1:s hållbarhetsrepresentant uttrycker att allt som är hållbart inte är lönsamt. AP1 ser däremot att hållbarhet kommer spela en större roll på lång sikt. AP4:s finansrepresentant uttrycker att AP4 väljer att inte investera om det ger avkall på den etiska eller hållbara aspekten, men att risken fonden tar på sig, skall den få betalt för. AP2 och AP3 upplever att det existerar en målkonflikt när det kommer till avkastning och hållbarhet på kort sikt, men inte på lång sikt

och understryker att de förhåller sig till långsiktiga investeringar. Det kan konstateras att samtliga fonder ser det som lönsamt att investera hållbart långsiktigt.

Vad gäller förhållandet mellan finansiell risk och hållbarhet innebär det enligt AP2 en lägre risk att investera i en aktör som agerar etiskt och hållbart, inte minst på lång sikt. AP3 delar denna uppfattning och menar att den finansiella risken tenderar att vara låg när ESG-risken är det.

Avslutningsvis så har bedömningen gjorts att det finns värde i ett tätt samarbete mellan Första-Fjärde AP-fondens respektive hållbarhetsarbete och finansiella arbete. Detta samarbete upplevs variera mellan de fyra fonderna utefter intryck från de gjorda AP-fondsintervjuerna. Finansrepresentanten från AP3 kunde däremot svara i stor utsträckning på hur hållbarhet beaktas i samband med förvaltningsarbetet.

10.3 Felkällor

Denna rapport består till största del av intervjuer och kan därför ge upphov till ett antal felkällor. Dessa kan existera i subjektiva tolkningar dels från intervjuobjektet själv baserat på deras erfarenheter och världssyn likaså författarna. Det kan ha uppstått missförstånd eller feltolkningar, även om författarna i största möjliga mån försökt undvika det genom att ta noggranna anteckningar från samtliga intervjuer. Värt att nämna är att intervjuerna har varit långa, vilket medför en risk att upptagning av information kan ha försämrats.

En andra felkälla kan vara att de innehavslistor som har använts till Figur 9.1, 9.2, 9.3 och 9.4 har baserats på data från fonderna själva och med hjälp av dataleverantören Cbonds har emittentens länder tagits fram. All data som används är publik. Flera av intervjuobjekten nämnde att deras data kommer från specifika dataleverantörer som privatperson är svår, om inte omöjlig, att få tag på. Bara tillgång till offentlig information på Cbonds användes, även om möjligheten till att köpa ett medlemskap för att öka tillgången av information fanns gjordes inte detta. Denna datas trovärdighet kan därför ifrågasättas och ses som en felkälla.

Avslutningsvis, en sista felkälla är att i Tabell 9.1 har data från årsredovisningar likaså från intervjuobjekt tagits och sammanställts av författarna. Det finns en risk att slarvfel eller dylikt har skett.

10.4 Förslag på framtida forskning

Studien startade i att om möjligt uppskatta de finansiella riskerna i AP-fondernas portföljer med hjälp av kvantitativa metoder. Dessvärre kunde inte detta genomföras på grund av bristande data och att studien fick allt mer fokus på kvalitativa analyser. På grund av detta hade det varit av intresse för framtida forskning att analysera och finna förslag på kvantitativa metoder. Med tillgång till rätt data hade kunnat leda de kvantitativa metoderna till att ge ett resultat på vad för finansiell risk AP-fonderna exponerar sig mot i kvantitativa termer. Att analysera detta resultat hade möjligtvis kunnat ge en mer konkret bild av AP-fondernas

finansiella risker och hade varit av intresse att jämföra med andra fonder som blandar aktier och räntebärande papper i deras innehav.

Intresset för att undersöka studiens problemområde grundades i det nuvarande makroekonomiska klimatet. Under studiens gång upptäcktes svårigheter att direkt undersöka makroekonomiska faktorerers påverkan på finansiell risk i investeringar i räntebärande papper, något som framtida forskning bör ha i beaktning. Om makroekonomiska faktorerers påverkan på räntepapper skall undersökas, bör förslagsvis studien avgränsas till några utvalda faktorer. Svårigheter upptäcktes även i studiens frågeställningar, som var aningen för breda. Frågeställningarna behandlade även två relativt skilda områden, finansiell risk och, hållbarhet och etik. De två skilda områdena visades sig vara problematiska att sammanfoga inom vissa aspekter.

Historiskt sett har räntebärande papper utgjort funktioner som en icke korrelerad tillgång mot aktiemarknaden samt en tillgång som ger avkastning till låg risk i en portfölj. Det är av intresse att vidare forska huruvida denna portföljstrategi med en andel räntebärande papper kommer att prestera i framtiden sett till dagens finansiella klimat. Alternativa tillgångar i en portfölj som guld eller andra inflationssäkra tillgångar har diskuterats under studien och kan vara ett möjligt område för vidare forskning.

Studien behandlar finansiell risk, ett område som är brett och skiljer sig beroende på vilken marknad riskerna berör. Framtida forskning inom finansiell risk har stora valmöjligheter inom val av risk och marknad. Flera intervjuobjekt och teorin påpekar att likviditetsrisken är svårberäknelig och underskattas, speciellt vid finanskriser. Därav hade en studie som undersöker metoder för bedömning och hantering av likviditetsrisk för räntepapper, antingen i ett normalt eller mer pressat marknadsläge. Inför framtida forskning hade det även varit av intresse att undersöka AP-fonderna med riskanalysmetoderna presenterade i detta arbete. Undersökning av dess resultat hade fungerat som en bra utvärdering av hur väl dessa metoder fungerar i verkligheten när de kombineras med varandra.

Flera av AP-fondernas respondenter nämner att en anledning till att de har en sån mängd av statsobligationer är på grund av kravet på att deras innehav av räntepapper skall vara likvida och ha låg risk. Flera intervjuobjekt nämner att det kan vara svårt att nå avkastningsmålen genom att investera i statsobligationer, speciellt de som har lägst risk och anses som mest likvida. Under studiens gång har flera av AP-fondernas intervjuobjekt visats sig vara kritiska mot den höga andelen svenska statsobligationer i deras portföljer och hade hellre velat ha en större andel kreditobligationer för att kunna nå högre avkastning. En framtida studie baserad i att replikera AP-fondernas portföljer fast med en större andel kreditobligationer gentemot statsobligationer hade varit av intresse. I denna studie hade avkastning, likviditet och andra relevanta finansiella risker i den replikerade portföljen kunnat jämföras med AP-fondernas dåvarande portföljer. Med bakgrunden att AP-fonderna inte har samma finansieringsrisk som övriga fonder och behöver därav inte vara likvida mot sina investerare i samma utsträckning. Därav finns en potentiell möjlighet att investera i mindre likvida kreditobligationer.

Resultatet skulle kunna ge en bild av ifall ett sådant skifte i räntebärande tillgångar hade varit rimligt i förhållande till AP-fondernas mål.

11. Slutsats

Hur kan finansiell risk bedömas och hanteras för placering i räntebärande papper?

Det har identifierats att både kvantitativa och kvalitativa riskmetoder kan användas för riskbedömning. För risker såsom inflation- och ränterisk krävs en kombination av kvantitativt och kvalitativt tillvägagångssätt för att uppnå fullständig riskbedömning. Duration, DTS och nuvärdesberäkning kan kombineras med uppskattning av inflations- och ränteförväntningar för att bedöma inflations- och ränterisk. Bedömning av kreditrisk kan även kombinera en mjuk kvalitativ analys med kvantitativa mått såsom DTS, spreadexponering, Net Debt/EBITDA och ratings. Volatilitetsrisken kan behandlas med kvantitativa mått såsom standardavvikelse. Koncentrationsrisken kan bedömas med kvalitativ analys som grundas i bransch- och marknadsspecifik information och kunskap. För att utvärdera uppsidan av koncentrationsrisker kan kvantitativa jämförelser göras, med lämpliga branschindex. Valutarisken är central eftersom fluktuationer i valutor generellt svänger mer än obligationens avkastning, därav kan räntepapper i volatila valutor hedgas genom en valutaswap. Komplexiteten i likviditetsrisken medför att kvantitativa analyser inte är möjliga, därav måste rigorösa kvalitativa uppskattningar utföras istället.

Hur går Första-Fjärde AP-fonden tillväga för att analysera och hantera finansiella risker i räntebärande papper?

AP-fonderna skiljer sig i vissa avseenden från andra fonder vid bedömning av finansiell risk i räntebärande papper eftersom de inte är konkurrensutsatta vilket bidrar till att det saknas incitament att ta högre risk för ökad avkastning. Brist på incitament för ökat risktagande exemplifieras i koncentrationen av statsobligationer. Likaså skiljer sig AP-fonderna från traditionella fonder vid investeringsstrategier som berör likviditet och tidshorisont för att de saknar aspekten av finansieringsrisk som rör utbetalningar till investerare. Generellt sett använder AP-fonderna sig av kvalitativa riskbedömningsmetoder med varierande inslag av kvantitativa riskbedömningsmetoder. AP-fonderna upplevs ha en gemensam kvalitativ bedömning för framtida inflationsrisk, vilket kan innebära en systemrisk för samtliga finansiella risker inom obligationsmarknaden, om bedömningen inte visar sig stämma. Ränterisken bedöms av AP-fonderna genom mjuk analys av inflationsrisken samt med kvantitativa mått såsom DTS och duration. Kreditrisken bedöms av AP-fonderna genom spreadexponering, DTS, ratings, net debt/EBITDA och genom mjuk analys. AP-fonderna upplevs genomgående ha en skepsis kring ratings effektivitet för att bedöma aktuell kreditrisk. Likviditets- och koncentrationsrisk bedöms genomgående kvalitativt genom interna metoder. Volatilitetsrisken identifieras som en av de mest centrala finansiella riskerna för AP-fondernas räntebärande papper, delvis för att tillgodose sitt krav på låg risk och volatilitet. Valutarisken bedöms genomgående hos AP-fonderna genom kvalitativ uppskattning av valutan. Valutarisken hanteras genom hedge i form av valutaswappar när räntepapperet är noterat i volatila valutor.

Vad föreligger för likheter och skillnader mellan Första-Fjärde AP-fondens arbete i förhållande till etik och hållbarhet vid placeringar i räntebärande papper?

Den första slutsatsen som kan dras är att Första-Fjärde AP-fonden är övertygade om att långsiktiga, hållbara investeringar har en positiv påverkan på avkastningen. Det kan vidare konstateras att de fyra fonderna delar uppfattning att långsiktiga, hållbara investeringar korrelerar med låg finansiell risk.

Fortsatt går det att understryka att Första-Fjärde AP-fonden ser likt på möjligheten att påverka bolag. De fyra fonderna är eniga om att påverkansmöjligheten är störst på aktiemarknaden där ett tydligt ägarförhållande föreligger. Flera av fonderna uttrycker att det även går att påverka företag vid handel av företagsobligationer genom att ställa krav på emittenten vid emission.

Det kan slutligen konstateras att Första-Fjärde AP-fonden agerar olika när det kommer till beslut kring länder och stater. Tre av fyra AP-fonder väljer att inte investera i emerging markets i förhållande till aspekter som har med både risk och hållbarhet att göra. Fonderna ser däremot mer eller mindre olika på vad gäller möjligheten att påverka stater vars värderingar inte går i linje med Sveriges i relation till handel av statsobligationer. Tre av fyra fonder resonerar att det inte går att påverka stater i detta sammanhang. Den sista av fonderna menar däremot att det går, men att det är en utmaning och att fonden bör fortsätta att försöka. Det går att ifrågasätta om försök att påverka skall fortgå när det kommer till stater som agerar i strid mot mänskliga rättigheter, om försöken under en tid inte visat sig göra skillnad.

Hur ställer Första-Fjärde AP-fonderna den finansiella aspekten att eftersträva hög avkastning mot den etiska och hållbara aspekten när de gör placeringar i räntebärande papper?

Det kan konstateras att Första-Fjärde AP-fondens främsta ståndpunkt är att inte investera där avkall görs på avkastningen. I förhållande till etiska och hållbara investeringar består denna ståndpunkt.

12. Appendix

12.1 FN:s globala hållbarhetsmål

FN:s medlemsländer, 193 stycken till antalet, antog den 25 september 2015 en universell agenda för hållbar utveckling (FN:s utvecklingsprogram, 2021a). Denna går under namnet “Agenda 2030” och består av 17 stycken globala mål. Ambitionen är att dessa mål skall uppnås till år 2030. Genom de globala målen arbetar världens länder gemensamt för att avskaffa extrem fattigdom, lösa klimatkrisen, minska ojämlikheter och orättvisor i landet samt med att främja fred och rättvisa. FN:s utvecklingsprogram (UNDP) finns på plats i 170 stycken länder för att arbeta med dessa delar samt stötta länder med att nå Globala målen till 2030. De globala hållbarhetsmålen beskrivs som universella, integrerade och odelbara, inkluderade samt gällande för alla.

Att målen är universella innebär att de riktar sig till samtliga av världens länder och att alla dessa länder gemensamt bär ansvaret för att målen genomförs (FN:s utvecklingsprogram, 2021b). Att de är integrerade och odelbara betyder att inget mål skall uppnås på bekostnad av ett annat och att framgång inom samtliga mål krävs för att lyckas genomföra Agenda 2030. Att de globala målen är inkluderande beskriver att de tagits fram genom en inkluderande och transparent process. Att målen till sist “gäller alla” grundar sig i de globala målen ledord, “leave no one behind”, att ingen skall lämnas utanför. Dessa ledord understryker vidare att målen skall genomföras med särskild hänsyn till de samhällen och människor som har förutsättningar.

12.1.1 Mål 1: Ingen fattigdom

Det första målet handlar om att avskaffa fattigdom i alla former och att göra det möjligt för alla världens människor att leva ett tryggt och värdigt liv (FN:s utvecklingsprogram, 2021c). Enligt de Globala målen omfattar fattigdom fler dimensioner än bara det ekonomiska. Fattigdom beskrivs innebära även brist på frihet, hälsa, utbildning, inflytande och säkerhet. Denna form av fattigdom kallas “multidimensionell fattigdom”. Enligt UNDP levde 1,3 miljarder människor i multidimensionell fattigdom år 2021. Hälften av dessa var då under 18 år. UNDP understryker dock att det blir bättre och poängterar att den extrema fattigdomen halverats sedan 1990.

12.1.2 Mål 2: Ingen hunger

Hunger beskrivs som den främsta dödsorsaken i världen (FN:s utvecklingsprogram, 2021d). Enligt UNDP levde ca 821 miljoner människor på jorden i hunger år 2021. Brist på mat beskrivs som en mänsklig katastrof och ger långsiktiga effekter på samhällets möjlighet till tillväxt och utveckling, och inte minst människors hälsa. UNDP understryker att miljoner människor går hungriga som konsekvens av en ineffektiv hantering och ojämlik tillgång på naturens resurser. Tillgång till näringsrik och tillräcklig mat är enligt UNDP en mänsklig rättighet som varje stat är skyldiga att tillförsäkra sin medborgare. Verksamheten beskriver

att det är möjligt till att tillförsäkra tillgång på näringsrik och tillräcklig mat för alla genom att främja rättvisa distributionssystem och ett hållbart jordbruk med modern teknik.

12.1.3 Mål 3: God hälsa och välbefinnande

Detta mål inkluderar alla människor i alla åldrar (FN:s utvecklingsprogram, 2021e). Enligt de Globala målen är god hälsa en grundläggande förutsättning för att människor skall kunna nå sin fulla potential och vidare bidra till samhällets utveckling. Människors hälsa påverkas av sociala, ekologiska och ekonomiska faktorer. UNDP understryker att stora framsteg gjorts för att förbättra människors hälsa globalt de senaste decennierna. Verksamheten beskriver vidare att investeringar i hälsa genom modern och effektiv vård för alla och förebyggande insatser gynnar samhällets utveckling i stort samt skapar förutsättningar för människors grundläggande rätt att må bra.

12.1.4 Mål 4: God utbildning

Enligt UNDP är utbildning en grundläggande mänsklig rättighet (FN:s utvecklingsprogram, 2022). Verksamheten konstaterar att inkluderande utbildning som är av god kvalitet för alla motsvarar en av de viktigaste grunderna för jämställdhet, välbefinnande och hälsa i varje samhälle. Trots detta understryker UNDP att 774 miljoner människor fortfarande inte kan läsa och skriva. Av dessa motsvarar två tredjedelar kvinnor. Enligt mål fyra måste världens utbildningssystem möta människors behov under livet; från förskola, grundskola, gymnasium och högre utbildning, samt människors lika möjlighet till livslångt lärande som i sin tur gynnar deltagande i samhälls- och arbetsliv. Utbildning beskrivs som nyckeln till välbefinnande. Enligt UNDP öppnas möjligheter för alla världens människor att bidra till ett hållbart samhälle genom utbildning.

12.1.5 Mål 5: Jämställdhet

Mål fem handlar om att uppnå jämställdhet och alla flickors och kvinnors egenmakt. UNDP menar att för en fredlig och hållbar utveckling är jämställdhet mellan kvinnor och män en förutsättning (FN:s utvecklingsprogram, Mål 5, 2021f). Alla former av diskriminering, våld och skadliga sedvänjor mot flickor och kvinnor beskrivs drabba både individ och samhälle. Mål fem konstaterar att det är en grundläggande mänsklig rättighet att leva ett liv fritt från diskriminering och våld samt helt avgörande för att individer och samhällen skall kunna nå sin fulla potential. UNDP understryker att det har bevisats flera gånger att ekonomisk, social och politisk jämställdhet mellan kvinnor och män är bidragande till samtliga dimensioner av hållbar utveckling.

12.1.6 Mål 6: Rent vatten och sanitet för alla

Det sjätte av hållbarhetsmålen är att vatten och sanitet skall vara en säker tillgång för alla och förvaltas på ett hållbart vis (FN:s utvecklingsprogram, 2021g). Vatten beskrivs som en förutsättning för en hållbar utveckling och inte minst för människors hälsa. Utöver det är vatten också en förutsättning för energi- och livsmedelsproduktionen i världen. Brist på vatten kan således orsaka konflikt både mellan och inom länder, men även fungera som en

enande kraft som skapar starkare samarbeten och fredliga lösningar. Enligt UNDP lever en av tre personer på jorden utan tillgång på grundläggande sanitet. Detta skapar en ohälsosam miljö och orsakar sjukdomar, inte minst för människor som lever i fattigdom. Organisationen uttrycker att flickor och kvinnor drabbas i synnerhet, då de ofta har ansvaret över familjens vattenförsörjning. Detta leder både till missade skoldagar och förlorade inkomstmöjligheter för dem. Det sjätte målet understryker att tillgång till vatten och sanitet för alla är grundläggande för att människor skall kunna må bra och utvecklas.

12.1.7 Mål 7: Hållbar energi för alla

Det sjunde målet ringar in vikten av tillgång till hållbar, tillförlitlig, modern och ekonomiskt överkomlig energi för alla (FN:s utvecklingsprogram, 2021h). Målet understryker rena bränslen och förnybar energi som en förutsättning för att kunna hantera aktuella, globala utmaningar som klimatförändringar och fattigdom. UNDP beskriver hur den globala efterfrågan på energi väntas öka till år 2040 med 37 procent. Organisationen betonar att en stor andel av världens utsläpp av växthusgaser kommer från hur fossil energi används, omvandlas och utvinns idag. UNDP konstaterar däremot att förnybara lösningar blir effektivare, mer tillförlitliga och billiga varje dag. Mål sju understryker att genom att ändra på hur vi konsumerar och producerar energi, så kan vi säkerställa tillgång till energitjänster och el utan att skada vår planet.

12.1.8 Mål 8: Anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt

Mål åtta handlar om att verka för en ekonomisk tillväxt som är hållbar, varaktig och inkluderande (FN:s utvecklingsprogram, 2021i). Målet ringar in strävan efter full och produktiv sysselsättning med anständiga arbetsvillkor för alla. UNDP beskriver hur mer än hälften av arbetstagarna i världen befinner sig i osäkra anställningar, ofta med begränsad tillgång till både socialförsäkringar och utbildningar och med dålig lön. Enligt organisationen väntas dessutom arbetskraften globalt att öka med 800 miljoner människor de kommande 20 åren. Detta kommer kräva stora ansträngningar vad gäller att skapa nya arbetstillfällen enligt UNDP, som dessutom är hållbara för miljö och människor.

Enligt det åttonde målet främjar anständiga arbetsvillkor en hållbar ekonomisk tillväxt (FN:s utvecklingsprogram, 2021i). Det är dessutom en positiv kraft för hela planeten. Målet stryker under att arbetstagares rättigheter måste skyddas och att människohandel, modernt slaveri och barnarbete en gång för alla måste stoppas. UNDP konstaterar att genom att skapa goda förutsättningar för entreprenörskap och innovation samt genom att säkerställa anständiga arbetsvillkor för alla så gynnas en ekonomisk tillväxt som är hållbar och inkluderande för hela samhället.

12.1.9 Mål 9: Hållbar industri, innovationer och infrastruktur

För att möjliggöra framgångsrika samhällen krävs, enligt det nionde hållbarhetsmålet, en stabil och fungerande infrastruktur (FN:s utvecklingsprogram, 2021j). För att möta framtida utmaningar menar UNDP att våra industrier och infrastrukturer måste göras mer inkluderande

och hållbara. Med hjälp av teknologiska framsteg och innovationer kan nya marknader och således arbetstillfällen skapas och resultera i en effektiv och jämlik användning av samhällets resurser. Genom att investera i forskning, hållbara industrier samt miljövänlig teknik och innovation kan en hållbar utveckling åstadkommas.

12.1.10 Mål 10: Minskad ojämlikhet

De globala målens ledord, "leave no one behind", ligger till grund för det tionde hållbarhetsmålet, vars syfte är att minska ojämlikheter både inom och mellan länder samt att verka för ett samhälle där ingen lämnas utanför i utvecklingen (FN:s utvecklingsprogram, 2021k). Trots minskad fattigdom och ekonomisk utveckling i många länder har klyftorna både inom och mellan länder ökat. Att ingen lämnas utanför på grund av etnicitet, ålder, kön, funktionsvariation, religion och annan ställning är grunden för ett jämlikt samhälle. Ett jämlikt samhälle definieras av UNDP som allas lika möjligheter och rättigheter vilket minskar risken för konflikter. Det präglas också av alla individers möjlighet att delta i och påverka samhällsutvecklingen.

12.1.11 Mål 11: Hållbara städer och samhällen

Det elfte globala hållbarhetsmålet syftar till att göra bosättningar och städer säkra, motståndskraftiga, inkluderande och hållbara (FN:s utvecklingsprogram, 2021l). Förväntningen om en tilltagande urbanisering innebär nya utmaningar som behöver hanteras på ett ekonomiskt, miljömässigt och socialt hållbart sätt. Detta för att minimera risken för ökade sociala klyftor och eventuella belastningar på ekosystem. Hållbarhetsaspekten inom detta mål avser en hållbar stadsutveckling vilken, enligt UNDP, omfattar hållbart byggande och hållbar planering av bland annat infrastruktur, transporter, bostäder och offentliga platser. Genom hållbar stadsplanering och hållbart byggande kan säkra städer skapas för en hållbar framtid.

12.1.12 Mål 12: Hållbar konsumtion och produktion

För att minska den negativa påverkan på miljö, klimat och människors hälsa syftar mål tolv till att säkerställa hållbara konsumtions- och produktionsmönster (FN:s utvecklingsprogram, 2021m). Ökad sysselsättning, minskad fattigdom och förbättrad hälsa är sociala fördelar som UNDP lyfter fram som en följd av en hållbar konsumtion. I egenskap av ekonomiska fördelar lyfts även ökad konkurrenskraft och tillväxt på både den lokala och globala marknaden fram som resultat av hållbar konsumtion. Genom att producera och konsumera resurser och varor skilt från dagens mönster kan det ekologiska fotavtrycket minskas och på så vis kan en hållbar utveckling uppnås.

12.1.13 Mål 13: Bekämpa klimatförändringarna

Tillsammans med Klimatkonventionen och Parisavtalet syftar det 13:e globala målet till att vidta omedelbara åtgärder för att bekämpa klimatförändringarna och dess konsekvenser (FN:s utvecklingsprogram, 2021n). Att arbeta för att motverka klimatförändringarna, och då framförallt minska utsläppen av växthusgaser, innebär att allvarliga konsekvenser för bland

annat ekosystemet, matproduktion, vattentillgång och naturkatastrofer kan till större del undvikas. Detta arbete kan enligt UNDP möjliggöras genom utbildning, innovation samt åtagande till de klimatförpliktelser som gjorts. Genom detta arbete följer även stora moderniseringsmöjligheter av infrastruktur vilket beskrivs kunna skapa nya arbetstillfällen och främja välbefinnande över hela världen.

12.1.14 Mål 14: Hav och marina resurser

Enligt UNDP är hanteringen av haven avgörande för mänskligheten som helhet (FN:s utvecklingsprogram, 2021o). Därav syftar det 14:e globala målet att haven och de marina resurserna måste nyttjas på ett sådant vis att de skyddas och bevaras. Detta betyder att problem som exempelvis förorening, överfiske, gifter och föroreningar måste bekämpas. Genom att skydda haven och säkerställa hållbar användning av havsbaserade resurser och ekosystem menar UNDP att en hållbar utveckling är möjlig.

12.1.15 Mål 15: Ekosystem och biologisk mångfald

En utmaning som mänskligheten står inför är att, utan att skada den biologiska mångfalden, tillgodose behovet av vatten, energi, livsmedel samt råmaterial och mineraler (FN:s utvecklingsprogram, 2021p). För att säkerställa ett hållbart ekosystem och en biologisk mångfald syftar det 15:e globala målet till att främja ett hållbart nyttjande genom att skydda, återställa och hejda förlusten av biologisk mångfald. Detta genom att bland annat bekämpa ökenspridningen, bruka skogar på ett hållbart vis samt hejda och vrida tillbaka markförstörelsen.

12.1.16 Mål 16: Fredliga och inkluderande samhällen

Konflikt och våld är två faktorer som inte bara hindrar en hållbar utveckling, det försämrar även ekonomiska, miljömässiga och sociala utvecklingsmöjligheter (FN:s utvecklingsprogram, 2021q). Det 16:e globala målet för hållbar utveckling ämnar motarbeta konflikter, korruption och våld för att möjliggöra en god samhällsstyrning. Grunden för en god samhällsstyrning är enligt UNDP inkluderande, ansvarsfulla och rättvisa institutioner. UNDP understryker att alla människor i ett hållbart samhälle är lika inför lagen samt har samma tillgång till rättvisa. Möjligheten att utöva inflytande och ansvarsutkrävande över beslutsfattande är också en grundtanke inom ramen för hållbara samhällen. Nyckeln till att uppnå mål 16, fredliga och inkluderande samhällen, är genom att främja mänskliga rättigheter och stärka rättsstatsprincipen.

12.1.17 Mål 17: Genomförande och globalt partnerskap

En förutsättning för genomförandet av de 16 ovan nämnda globala hållbarhetsmålen är ett globalt samarbete och partnerskap (FN:s utvecklingsprogram, 2021r). Vilket möjliggörs genom bland annat internationella investeringar och samordnad politik. Detta konkretiseras i det 17:e avslutande målet. Utan global soliditet, kapacitetsutveckling och mobilisering av ekonomiska resurser förklarar UNDP att de globala hållbarhetsmålen inte kan verkställas.

UNDP fortsätter med att utbyte av expertis, kunskap, finansiella och tekniska resurser alla är viktiga i avseendet att nå de globala hållbarhetsmålen.

12.2 ESG

ESG står för “environmental, social and governance”, vilket kan översättas till “miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning”. Så kallade “ESG-kriterier” är olika standardkriterier för företag som relaterar till miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning. Miljökriterier berör hur företag behandlar naturen. Kriterierna för socialt ansvar berör företags relationer med kunder, anställda och leverantörer. Slutligen berör bolagsstyrnings-kriterierna företags ledarskap, aktieägarrättigheter, revisioner, chefslöner och interna kontroller. ESG-kriterierna har blivit ett populärt verktyg för investerare att använda när de utvärderar företag som de kan tänkas investera i. Kriterierna kan fungera som en hjälp för investerare att undvika företag som inte följer dem. Detta eftersom det kan vara ett tecken på hög finansiell risk ur ett långsiktigt perspektiv, ex. att negativa miljökonsekvenser kan påverka företag negativt och vidare företagets investerare negativt. (Maiti, 2021)

12.3 Parisavtalet

Under FN:s klimatkonferens år 2015 enades 196 länder om ett gemensamt internationellt klimatavtal (United Nations Climate Change, u.å.). Avtalet fick namnet Parisavtalet och dess syfte är att stärka det globala svaret på utmaningar rörande klimatförändringar inom ramen för hållbar utveckling och initiativ för att utrota fattigdom. De övergripande bestämmelserna är att varje land åtar sig att begränsa den globala temperaturökningen till väl under två grader Celsius. Helst skall ansträngningar göras för att hålla ökningen till under 1,5 grad Celsius . De undertecknade nationerna åtar sig även att förbättra dess anpassningsförmåga till negativa effekter orsakade av klimatförändringarna utan att samtidigt hota livsmedelsproduktionen (United Nations, 2015). Vidare skall effektivisering av finansiella flöden ske så att de ligger i linje med låga utsläpp av växthusgaser och även främjar klimattålig utveckling. Parisavtalet har för avsikt att implementeras på ett sätt som symboliserar rättvisa. Detta genom den utarbetade principen om gemensamma men varierande ansvar och förmåga beroende på olika nationella omständigheter.

De undertecknande nationerna skall lämna in nationellt bestämda planer för klimatåtgärder (United Nations Climate Change, u.å.). Ländernas klimatplaner skall kommunicera samtliga åtgärder de ämnar att vidta för att minska utsläpp av växthusgaser samt vilka åtgärder som kommer vidtas i syfte att förbättra motståndskraften och anpassningsförmågan till effekterna av stigande temperaturer. Dessa klimatplaner skall granskas globalt och revideras var femte år med ambitionen att successivt höja åtagandena.

Parisavtalet ämnar även att stödja de länder som drabbas av klimatförändringens effekter genom ett utarbetat ramverk som innefattar finansiella, tekniska och kapacitetsbyggande stöd (United Nations Climate Change, u.å.). Grundtanken med detta stöd är att de utvecklade länderna skall bistå och stötta de länder som inte har samma förutsättningar för att hantera

utmaningarna som klimatförändringar medför. Klimatfinansieringens roll är att underlätta anpassningen till de negativa effekterna orsakade av klimatförändringar vilka kan vara kostsamma och även för hjälpa länder att minska effekterna av ett förändrat klimat. Det tekniska stödet ämnar att, genom främjandet av teknikutveckling, förbättra motståndskraften mot klimatförändringar och även minska utsläppen av växthusgaser. Avslutningsvis uppmanas alla utvecklade länder att öka stödet för klimatrelaterat kapacitetsbyggande åtgärder till länder som inte har tillräcklig kapacitet för att hantera många av de utmaningar som klimatförändringarna medför.

Källförteckning

ACCA. (u.å.) *Currency Swaps*. Hämtad 10 maj, 2022, från <https://www.accaglobal.com/my/en/student/exam-support-resources/professional-exams-study-resources/p4/technical-articles/currency-swaps.html>

Andra AP-fonden. (December, 2022b). *Hållbarhetspolicy*.
<https://ap2.se/app/uploads/2021/03/Hallbarhetspolicy-201216.pdf>

Andra AP-fonden. (December, 2020). *Policy för mänskliga rättigheter*.
<https://ap2.se/app/uploads/2021/03/Policy-for-manskliga-rattigheter-201216.pdf>

Andra AP-fonden. (2022a). *Årsredovisning 2021*.
<https://ap2.se/app/uploads/2022/02/Arsredovisning-2021.pdf>

Andra AP-fonden. (u.å.). *Ägarstyrning*. Hämtad 10 maj, 2022, från <https://ap2.se/hallbarhet-agarstyrning/agarstyrning/>

Andra AP-fonden. (December, 2020). *Ägarpolicy*.
<https://ap2.se/app/uploads/2021/03/Agarpolicy-201216.pdf>

AP-fonderna. (2019b). *Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fondernas gemensamma riktlinjer för vilka tillgångar som fondmedel inte bör placeras i*. Hämtad 10 maj, 2022, från <https://www.ap4.se/globalassets/dokument/vardegrund/ap1-ap4-gemensamma-vardegrund-for-forvaltning-av-fondmedlen.pdf>

AP-fonderna. (2019a). *Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fondernas gemensamma värdegrund för förvaltning av fondmedlen*. Hämtad 10 maj, 2022, från <https://www.ap4.se/globalassets/dokument/vardegrund/ap1-ap4-gemensamma-vardegrund-for-forvaltning-av-fondmedlen.pdf>

Armeliuss, H. (2022). *Läget i ekonomin*. Ekonomifakta.
<https://www.ekonomifakta.se/Fakta/coronakrisen/>

Bailey, D. H., & Lopez de Prado, M. (2012). *The Sharpe ratio efficient frontier*. *Journal of Risk*, 15(2), 13. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1821643

Bank of England. (21 april, 2022). *How does quantitative easing work?*
<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>

Bassetto, M., & Cui, W. (2018). *The fiscal theory of the price level in a world of low interest rates*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 89, 5-22.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S016518891830006X>

Ben Dor, A., Dynkin, L., Hyman, J., Houweling, P., Leeuwen, E. V., & Penninga, O. (2007). *DTS (duration times spread)*. Journal of Portfolio Management, Winter.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956825

Berk, J., & DeMarzo, P. (2013) *Corporate Finance*. Pearson Education.

Black, F. (1987). *Banking and interest rates in a world without money*. F. Black, Business Cycles and Equilibrium, Oxford: Basil Blackwell, 1-20.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/book/10.1002/9781119203070#page=27>

Black, F. (1989). Universal hedging: Optimizing currency risk and reward in international equity portfolios. Financial Analysts Journal, 45(4), 16-22.
<https://www.jstor.org/stable/4479236?seq=1>

Bonthron, F., Johansson, T., Mannent, J. (2016). *Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet* (Ekonomiska kommentarer, nr 3). Sveriges Riksbank.
http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska_kommentarer/2016/rap_ek_ko_m_nr3_160527_sv.pdf

Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2017). Principles of Corporate Finance (12 uppl). McGraw-Hill Education. ISBN: 978-1-259-14438-7.

Bryman, A. (2018). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Liber. ISBN: 9789147112067
http://www.kursplaneringen.se/files/Bryman_kvalitativ_intervju.pdf

Cambridge Dictionary. (u.å). *Meaning of issuer in English*
<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/issuer>

CFI. (u.å.a). *What is Hedging?* Hämtad 11 maj, 2022, från
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/hedging/>

CFI (u.å.b). *Debt/EBITDA Ratio*. Hämtad 11 maj, 2022, från
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/net-debt-ebitda-ratio/>

CFI (u.å.c). *Tracking Error*. Hämtad 11 maj, 2022, från
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/tracking-error/>

CFI (u.å.d). *Creditworthiness*. Hämtad 2 maj, 2022, från
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/credit/creditworthiness/>

Christensen, I., & Reid, C., & Dion, F. (2004). *Real Return Bonds, Inflation Expectations, and the Break-Even Inflation Rate*. Bank of Canada.
<https://www.banqueducanada.ca/2004/11/document-de-travail-2004-43/>

Claessens, S., Forbes, K. (2001). *International Financial Contagion*. Springer New York, NY. DOI: <https://doi.org/10.1007/978-1-4757-3314-3>

Damodaran, A. (1999). Estimating risk free rates. WP, Stern School of Business, New York. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfree.pdf>

Driscoll, D. L., Appiah-Yeboah, A., Salib, P., & Rupert, D. J. (2007). *Merging qualitative and quantitative data in mixed methods research: How to and why not*. <https://digitalcommons.unl.edu/icwdmeea/18/>

Dzikevicius, A. (2005). Risk adjustment and performance measurement: symmetrical versus asymmetrical measures. *Verslas: teorija ir praktika*, 6(2), 77-84. https://www.researchgate.net/profile/Audrius-Dzikevicius/publication/228454882_Risk_adjustment_and_performance_measurement_Symmetrical_versus_asymmetrical_measures/links/59b02298a6fdcc3f8889a810/Risk-adjustment-and-performance-measurement-Symmetrical-versus-asymmetrical-measures.pdf

ECB. (u.å.). *Våra penningpolitiska instrument och strategiöversynen*. Hämtad 11 maj, 2022, från <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monetary-policy-instruments.sv.html>

EDHEC, Business School. (2022). *Risk Premium*. <https://risk.edhec.edu/glossary/risk-premium>

Ekonomifakta. (2022a). *Styrräntor - internationellt*. <https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Styrrantor---internationellt/?graph=/12708/1,2,3/all/>

Ekonomifakta. (2022b). *Inflation i Sverige, euroområdet och USA* <https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Inflation/?graph=/26549/1,2,3/all/>

Eriksson, L. T. & Wiedersheim-Paul, F. (2008). *Rapportboken*. Liber.

Etikrådet (5 maj, 2020). *Etikrådets uppdrag*. <https://etikradet.se/om/etikradets-uppdrag/>

Etikrådet. (1 januari, 2019). *Vårt arbete*. <https://etikradet.se/etikradets-arbete/>

Europeiska unionens råd & Europeiska råd. (2021). *Den europeiska planeringsterminen: en handledning om viktiga bestämmelser och dokument*.

<https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/european-semester/european-semester-key-rules-and-documents/>

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X93900235>

Finansinspektionen (29 december, 2020) *Pelare 2-metod för bedömning av kapitalpåslag för kreditrelaterad koncentrationsrisk*.

<https://www.fi.se/contentassets/8946a99aad884de6a7bfc3bb2b914e06/pelare-2-metod-kapitalpaslag-koncentrationsrisk-ny.pdf>

Finra. (u.å.a.). *Understanding bond risk*. Hämtad 10 maj, 2022, från

<https://www.finra.org/investors/learn-to-invest/types-investments/bonds/understanding-bond-risk>

Finra. (u.å.b.). *Bond yield and return*. Hämtad 10 maj, 2022, från

<https://www.finra.org/investors/learn-to-invest/types-investments/bonds/bond-yield-and-return>

Finansinspektionen. (8 mars, 2007). *Att mäta kreditrisk - erfarenhet från Basel 2*.

https://www.fi.se/contentassets/07856d38ff39499c934b97fcc9276ff1/att_mata_kreditrisk_2007-03-08.pdf

Fjärde AP-fonden. (2019). *Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–*

Fjärde AP-fonderna. <https://www.ap4.se/sv/2019/12/vissa-ytterligare-andringar-av-placeringsreglerna-for-forstafjarde-ap-fonderna>

Fjärde AP-fonden. (u.å.a.). *Hållbarhet och ägarstyrning*. Hämtad 8 mars, 2022, från

<https://www.ap4.se/hallbarhet-och-agarstyrning/>

Fjärde AP-fonden. (u.å.b.). *AP4 investerar inte i*. Hämtad 8 mars, 2022, från

<https://www.ap4.se/hallbarhet-och-agarstyrning/AP4-investerar-inte-i/>

Fjärde AP-fonden. (9 december, 2021a). *Hållbarhetspolicy*.

<https://www.ap4.se/globalassets/dokument/policyer/ap4-hallbarhetspolicy.pdf>

Fjärde AP-fonden. (9 december, 2021b). *Ägarpolicy*.

<https://www.ap4.se/globalassets/dokument/policyer/ap4-agarpolicy.pdf>

Fjärde AP-fonden. (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://www.ap4.se/globalassets/dokument/rapportarkiv/2021/arsredovisning-2021/arsredovisning-2021-pdf.pdf>

Fleming, M, J. Sporn, J. (2013) *How liquid is the inflation swap market?*. Liberty Street Economics. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/04/how-liquid-is-the-inflation-swap-market/>

Fondbolagens förening (1 juli, 2021). *Spreadexponering - Förbättrad riskinformation för räntefonder*.

<https://www.fondbolagen.se/globalassets/faktaindex/studier-o-undersokningar/spreadexponering/spreadexponering---forbatttrad-konsumentinformation.pdf>

Förordning 2009:1173. *Instruktion för Pensionsmyndigheten*. Socialdepartementet.

https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/forordning-20091173-med-instruktion-for_sfs-2009-1173

Första AP-fonden. (u.å.). *Hållbart värdeskapande*. Hämtad 8 mars, 2022, från

<https://www.ap1.se/hallbarhet-och-agaransvar/hallbart-vardeskapande/>

Första AP-fonden. (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://ap2.se/app/uploads/2022/02/Arsredovisning-2021.pdf>

Gaspar, V. Medas, P. Perrelli, R. (2021). Global Debt Reaches a Record \$226 Trillion.

<https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>

Ghaljaie, F., Naderifar, M., & Goli, H. (2017). Snowball Sampling: A Purposeful Method of Sampling in

Qualitative Research. *Strides in Development of Medical Education*, 14.

doi:10.5812/sdme.67670

http://sdme.kmu.ac.ir/article_90598.html

Hibblen, M. (2010). *Risk Management in Credit Portfolios - Concentration risk and Basel II*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg.

<s://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2F978-3-7908-2607-4.pdf>

Hull, J. (2018). *Risk Management and Financial Institutions*. 5e uppl. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

<http://dl.rasabourse.com/Books/Finance%20and%20Financial%20Markets/%5BHull%5DRisk%20Management%20and%20Financial%20Institutions%28rasabourse.com%29.pdf>

IMF. (2020). *General Government Debt, Percent of GDP*.

https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/SWE

Jewell, J., & Livingston, M. (1999). *A comparison of bond ratings from Moody's S&P and Fitch IBCA*. Financial Markets, Institutions & Instruments, 8(4), 1-45.

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/1468-0416.00029>

J. Blomqvist (personlig kommunikation, 27 april, 2022)

Kitanov, Y. (2015). Are risk free government bonds risk free indeed?. *Journal of International Scientific Publications*, 9, Artikel ISSN 1314-7242.

[https://www.researchgate.net/profile/Yakim-](https://www.researchgate.net/profile/Yakim-Kitanov/publication/330201902_ARE_RISK_FREE_GOVERNMENT_BONDS_RISK_FREE_INDEED/links/5c3358d3458515a4c713ee6a/ARE-RISK-FREE-GOVERNMENT-BONDS-RISK-FREE-INDEED.pdf)

[Kitanov/publication/330201902_ARE_RISK_FREE_GOVERNMENT_BONDS_RISK_FREE_INDEED/links/5c3358d3458515a4c713ee6a/ARE-RISK-FREE-GOVERNMENT-BONDS-RISK-FREE-INDEED.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Yakim-Kitanov/publication/330201902_ARE_RISK_FREE_GOVERNMENT_BONDS_RISK_FREE_INDEED/links/5c3358d3458515a4c713ee6a/ARE-RISK-FREE-GOVERNMENT-BONDS-RISK-FREE-INDEED.pdf)

Lag (2000:192). *Om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)*. Finansdepartementet FPM.

https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2000192-om-allman-na-pensionsfonder_sfs-2000-192

Levin, E. J., & Copeland, L. S. (1993). *Reading the message from the UK indexed bond market: real interest rates, expected inflation and the risk premium*. The Manchester School of Economic & Social Studies, 61, 13-34.

<https://ideas.repec.org/a/bla/manch2/v61y1993i0p13-34.html>

Longtermrends. (2022). *The Real Interest Rate*

<https://www.longtermrends.net/real-interest-rate/>

Mangram, E.M. (29 januari, 2013). A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory. *Global journal of business research*, volume 7, nr 1.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2147880

Maiti, M (2021) Is ESG the succeeding risk factor?, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 11:3, 199-213, DOI: 10.1080/20430795.2020.1723380

<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2020.1723380>

Marquis, C., & Toffel, M. W. (2011). *The globalization of corporate environmental disclosure: accountability or greenwashing?*. Boston: Harvard Business School.

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.359.6925&rep=rep1&type=pdf>

Mitchener, K. J., & Weidenmier, M. D. (2015). Was the classical gold standard credible on the periphery? Evidence from currency risk. *The Journal of Economic History*, 75(2), 479-511.

<https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-economic-history/article/was-the-classical-gold-standard-credible-on-the-periphery-evidence-from-currency-risk/6D2D1E64FB37F0012EBC3BD8B51929FB>

Moneysense. (2018). *What happens when a bond defaults*.
<https://www.moneysense.gov.sg/articles/2018/10/what-happens-when-a-bond-defaults>

MSCI. (2022). *What is an MSCI ESG rating?*.
<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

Nationalencyklopedin. (2022a). *benchmarking*.
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/benchmarking>

Nationalencyklopedin. (2022b). *Räntebärande värdepapper*.
<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/räntebärande-värdepapper>

Nordstrom, A., Roger, S., Shimizu, S., Kisinbay, T. & Restrepo, J. (International monetary fund.). (2009). *The Role of the Exchange rate in Inflation-Targeting Emerging Economies*
https://books.google.se/books?hl=sv&lr=&id=HrcaEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR7&dq=%22inflation%22+%22interest%22+%22tool%22&ots=nah31TNSgM&sig=To20LHiZ8SXZI-SPoLuSfL3KEzo&redir_esc=y#v=onepage&q=%22inflation%22%20%22interest%22%20%22tool%22&f=false

O'Reilly. (u.å). 2.3 *White Noise and Linear Time Series*.
https://www.oreilly.com/library/view/analysis-of-financial/9781118017098/c02_level1_3.xhtml

Pensionsmyndigheten. (2021a). *Mer om pensionssystemet*.
<https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/om-pensionssystemet/mer-om-pensionssystemet>

Pensionsmyndigheten. (2021b). *Pensionsmyndighetens hållbarhetsarbete*.
<https://www.pensionsmyndigheten.se/om-pensionsmyndigheten/vart-uppdrag-och-organisation/pensionsmyndighetens-hallbarhetsarbete>

Pensionsmyndigheten. (2021c). *Hur mycket av din slutlön kan du räkna med att få ut i pension?*
<https://www.pensionsmyndigheten.se/orange-bloggen/orange-bloggen/hur-mycket-av-din-slutlon-kan-du-rakna-med-att-fa-ut-i-pension>

Pensionsmyndigheten. (2021d). *Eget sparande till din pension*
<https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/sa-fungerar-pensionen/eget-sparande-till-pension>

Pensionsmyndigheten. (2020). *Balansering i pensionssystemet*.
<https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/om-pensionssystemet/balanseringen-i-pensionssystemet>

Perold, F.A. (2004). The Capital Asset Pricing Model. *Journal of Economic Perspectives*, volume 18, nr 3.

<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/0895330042162340>

Pflueger, C. E., & Viceira, L. M. (2011). *An empirical decomposition of risk and liquidity in nominal and inflation-indexed government bonds*. National Bureau of Economic Research.

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.204.7790&rep=rep1&type=pdf>

Regeringen. (2021). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. Skr. 2020*.

<https://www.regeringen.se/49beed/contentassets/b04e08468ddc45799d4d55150ac91737/redovisning-av-ap-fondernas-verksamhet-t.o.m.-2020-skr.-202021130.pdf>

Riksdagen. (2011). *Översyn av AP-fondernas regelverk*.

https://www.riksdagen.se/sv/webb-tv/video/kommittedirektiv/oversyn-av-ap-fondernas-regelverk_GZB184

Riksgälden (8 mars, 2022). *Statsskulden, procent av BNP*.

<https://www.riksgalden.se/QvAjaxZfc/QvsViewClient.aspx?public=only&size=long&name=Temp/0ee7dc5fcf33493e80050009a418ee4d.html>

Saunders, B., Sim, J., Kingstone, T., Baker, S., Waterfield, J., Bartlam, B., Burroughs, H., & Jinka, C. (2018). Saturation in qualitative research: exploring its conceptualization and operationalization. *Qual Quant* 52, 1893–1907.

<https://doi.org/10.1007/s11135-017-0574-8>

Skatteverket. (3 mars, 2022). *Obligationer*.

<https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/obligationer.4.50a6b4831275a0376d380001934.html>

Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333- 339.

<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.039>

SOU (2004:105) ”Utdelning av överskott i inkomstpensionssystemet” Regeringskansliet, Stockholm: Socialdepartementet.

Spuchľáková, Erika & Valášková, Katarína & Adamko, Peter. (2015). *The Credit Risk and its Measurement, Hedging and Monitoring*. *Procedia Economics and Finance*. 24. 675-681. 10.1016/S2212-5671(15)00671-1.

https://www.researchgate.net/publication/283236385_The_Credit_Risk_and_its_Measurement_Hedging_and_Monitoring

Statistikmyndigheten SCB. (7 april, 2020). *Svenskar har näst mest skulder*.

<https://www.scb.se/hitta-statistik/artiklar/2020/svenskar-har-nast-mest-skulder/>

Statista. (2022). *Monthly 12-month inflation rate in the United States from March 2021 to March 2022*

<https://www.statista.com/statistics/273418/unadjusted-monthly-inflation-rate-in-the-us/>

Stubbington, T. Arnold, M. *ECB to gobble up more debt next year than governments can sell.*

Financial Times. (2020). https://www.ft.com/content/29da96b3-8202-466c-b1d5-bc63208a4852?fbclid=IwAR0zCVPjr10FP_mJgZUtSQv15QmEShs2r5HBJmojCaW-le_6VeC-NtVMH6I

Steindl, F. G. (1973). *Price expectations and interest rates.* Journal of Money, Credit and Banking, 939-949.

https://www.jstor.org/stable/1991108?casa_token=HFB1eIdHgHwAAAAA%3Aw2EkPhicWZwN7PxGSbQOKujNFL1MSFaYBaKwWjIDM0rOoUQBchKbsXTOENrCWK9XUp043ORfk5KW0BVGinKyshpDy-WWu4OxOuAxNtSVdGNILjWtDnASgQ&seq=1

Stolyarov, D. (2021). Interest rate trends in a global context. *Economic Modelling.* Volume 101.

<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105532>

Sveriges Riksbank. (2015). *Den svenska finansmarknaden.* Sveriges Riksbank.

http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2015/rap_finansm_150813_sve.pdf

Sveriges Riksbank (15 december, 2020). *Ekonomiska kommentarer.*

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/svenska/2020/grona-obligationer--stora-i-sverige-och-med-potential-att-vaxa.pdf>

Sveriges Riksbank. (11 januari, 2022c). *Förklaring till svenska marknadsräntor.*

<https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/forklaring-till-serierna/svenska-marknadsrantor/>

Sveriges Riksbank (22 maj, 2022a). *Hushållens höga skuldsättning fortsatt största risken i svensk ekonomi.*

<https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2019/hushallens-hoga-skuldsattning-fortsatt-storsta-risken-i-svensk-ekonomi/>

Sveriges Riksbank, (10 februari, 2022b). *Reporänta, in- och utlåningsränta.*

<https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/reporanta-in-och-utlaningsranta/>

Sveriges Riksdag. (29 september, 2011). *Översyn av AP-fondernas regelverk*.
https://www.riksdagen.se/sv/webb-tv/video/kommittedirektiv/oversyn-av-ap-fondernas-regelverk_GZB184

Thaler, R. H., (1999). The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*

Tredje AP-fonden. (2021). *Klimatrapport 2020*. https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2021/02/AP3_Klimatrapport_Final.pdf

Tredje AP-fonden. (2022). *Årsredovisning 2021*. https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2022/04/AP3_Årsredovisning-2021_webb_x.pdf

Tredje AP-fonden. (u.å.a). *Hållbarhet*. Hämtad 25 april, 2022, från
<https://www.ap3.se/hallbarhet/>

Tredje AP-fonden. (u.å.b). *En hållbar klimatstrategi*. Hämtad 25 april, 2022, från
<https://www.ap3.se/hallbarhet/en-hallbar-klimatstrategi/>

Tredje AP-fonden. (u.å.c). *Ägarpolicy*. Hämtad 25 april, 2022, från
<https://www.ap3.se/forvaltning/agarstyrning/agarpolicy/>

United Nations. (2015). *Paris Agreement*.
https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf

United Nations Climate Change. (u.å.). The Paris Agreement. Hämtad 8 mars, 2022, från
<https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

Usmen, N. (1994). Currency swaps, financial arbitrage, and default risk. *Financial Management*, 43-57.

SEC, U.S Securities and Exchange Commission Interest rate risk. (2013). *When Interest rates Go up, Prices of Fixed-rate Bonds Fall*.
https://www.sec.gov/files/ib_interestraterisk.pdf

Wallén, G. (1996). *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*. Studentlitteratur AB.

Wramsby, G., Österlund, U. (2007). *Företagets finansiella miljö* (12 uppl).
Wramsby/Österlund förlag.

Källförteckning figurer och tabeller

Egen figur 1. 11 maj, 2022 data hämtad från

Ekonomifakta. (2022a). *Inflation - internationellt*.

<https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Inflation/>

Stern. (2022). *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2021*.

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

Egen figur 2, 12 maj, 2022 data hämtad från

Första AP-fonden. *Första AP-fonden Listed equities and fixed income, 31 December 2021*.

<https://www.ap1.se.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2022/02/aktieinnehav-noterade-31-dec-2021.pdf>

Sökt i databasen

<https://cbonds.com/>

Egen figur 3, 12 maj, 2022 data hämtad från

Andra AP-fonden. *2021-12-31 Obligationer*

https://ap2.se/app/uploads/2022/02/2021_12_31_Obligationer.pdf

Sökt i databasen

<https://cbonds.com/>

Egen figur 4, 12 maj, 2022 data hämtad från

Tredje AP-fonden. *AP3 Tredje AP-fonden: Fixed Income Holdings as of 2021-12-31*

<https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2022/02/AP3-Fixed-Income-Holdings-December2021.pdf>

Sökt i databasen

<https://cbonds.com/>

Egen figur 5, 12 maj, 2022 data hämtad från

Första AP-fonden. *Obligationer och andra räntebärande tillgångar*

<https://www.ap4.se/globalassets/dokument/rapportarkiv/2021/arsredovisning-2021/obligationsspecifikation-2021-12-31.pdf>

Sökt i databasen

<https://cbonds.com/>

Tabell 9.1, Tabell 9.2 och Tabell 9.3 har sammanställts med data från följande källor:

Första AP-fonden. (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://www.ap1.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2021/02/forsta-ap-fonden-ars20.pdf>

Andra AP-fonden. (2022a). *Årsredovisning 2021*.

<https://ap2.se/app/uploads/2022/02/Arsredovisning-2021.pdf>

Tredje AP-fonden. (2022). *Årsredovisning 2021*. [https://www.ap3.se/wp-](https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2022/04/AP3_Årsredovisning-2021_webb_x.pdf)

[content/uploads/2022/04/AP3_Årsredovisning-2021_webb_x.pdf](https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2022/04/AP3_Årsredovisning-2021_webb_x.pdf)

Fjärde AP-fonden. (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://www.ap4.se/globalassets/dokument/rapportarkiv/2021/arsredovisning-2021/arsredovisning-2021-pdf.pdf>

Källförteckning: Appendix A

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021a). *Om Globala Målen*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021b). *Om oss - UNDP och Globala Målen*.

<https://www.globalamalen.se/om-undp/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021c). *Mål 1: Ingen fattigdom*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-1-ingen-fattigdom/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021d). *Mål 2: Ingen hunger*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-2-ingen-hunger/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021e). *Mål 3: God hälsa och välbefinnande*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-3-halsa-och-valbefinnande/>

FN:s utvecklingsprogram. (23 februari, 2022). *Mål 4: God utbildning för alla*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-4-god-utbildning-alla/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021f). *Mål 5: Jämställdhet*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-5-jamstalldhet/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021g). *Mål 6: Rent vatten och sanitet för alla*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-6-rent-vatten-och-sanitet/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021h). *Mål 7: Hållbar energi för alla*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-7-hallbar-energi-alla/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021i). *Mål 8: Anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-8-anstandiga-arbetsvillkor-och-ekonomisk-tillvaxt/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021j). *Mål 9: Hållbar industri, innovationer och infrastruktur*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-9-hallbar-industri-innovationer-och-infrastruktur/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021k). *Mål 10: Minskad ojämlikhet*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-10-minskad-ojamlikhet/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021l). *Mål 11: Hållbara städer och samhällen*.

<https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-11-hallbara-stader-och-samhallen/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021m). *Mål 12: Hållbar konsumtion och produktion.* <https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-12-hallbar-konsumtion-och-produktion/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021n). *Mål 13: Bekämpa klimatförändringarna.* <https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-13-bekampa-klimatforandringarna/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021o). *Mål 14: Hav och marina resurser.* <https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-14-hav-och-marina-resurser/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021p). *Mål 15: Ekosystem och biologisk mångfald.* <https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-15-ekosystem-och-biologisk-mangfald/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021q). *Mål 16: Fredliga och inkluderande samhällen.* <https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-16-fredliga-och-inkluderande-samhallen/>

FN:s utvecklingsprogram. (27 december, 2021r). *Mål 17: Genomförande och globalt partnerskap.* <https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/mal-17-genomforande-och-globalt-partnerskap/>

Intervjuguide

Tre olika intervjuguider har utformats och använts i denna studie. Dessa presenteras nedan.

Intervjuguide - Explorativa intervjuer

- Vad bedömer ni som riskfri ränta? Tycker du det finns några andra alternativ?
- Vilka restriktioner har ni för era portföljer? Till exempel andel av olika tillgångslag eller andra krav?
- Vilka är de mest kritiska riskerna med en investering för er?
- Vilka modeller/strategier använder ni för att bedöma risk för en investering?
 - Finns det för och nackdelar med de metoder ni använder för riskbedömning?
- Hur ser ni på diversifiering i en portfölj?
- Inom vilken tidshorisont sker era investeringar?
- Investerar ni i räntebärande papper?
 - Om ja, vilken funktion i portföljen ser ni att tillgången uppfyller?
 - Hur sammanställer ni den finansiella risken i en portfölj med räntebärande papper? Kreditrisk, likviditetsrisk osv.
 - Hur bedömer ni avkastning med hänsyn till risken som togs för investeringen? (Sharpekvoten)
 - Om ni inte använder Sharpekvoten, vad använder ni då.
 - Om ni använder Sharpekvoten, hur använder ni den?
 - Ser ni några risker förknippade med specifika länder eller regioner. Om ja hur bedömer ni dessa?
 - Hur ser ni på korrelationen mellan Aktiemarknaden och obligationsmarknaden?
 - Vilka obligationsfonder används främst för benchmarking?
 - Var hämtar ni data för era investeringar? Har ni tips på varifrån vi kan få tillgång till denna data.
 - Vilka typer av risker anser ni vara mest betydande för räntebärande papper? Varför just dessa?
 - Hur skiljer sig bedömningen i risk mellan investeringar i företagsobligationer respektive statsobligationer?
 - Hur bedömer ni kreditrisk, likviditetsrisk och ränterisk för ett räntebärande papper?
 - Hur jobbar man med ränteinvesteringar i er portfölj? Hur mäter man? Hur ofta uppdateras den?

- Om nej, vad är de främsta anledningarna, vad anser ni att det finns för för/nackdelar med investeringar i räntebärande papper?
 - Vad tror du är de främsta riskerna med investeringar i räntebärande papper i nuvarande situation?
- Hur bedömer ni etiska och hållbara aspekter för en investering?
 - Hur tror ni förhållandet mellan etik och hållbarhet, och finansiell risk ter sig?

Intervjuguide - Inriktad på finans

- Vad använder AP-fonden för definition av riskfri ränta? Har det förändrats över tid?
 - Hur? I så fall varför?
 - Hur behandlar ni risk vid placeringar i räntebärande papper, vilka risker beaktar ni?
 - Hur bör man gå till väga när ni beräknar eller bedömer ovannämnda risker?
 - Har ni några särskilda modeller eller metoder?
 - Riskerar ni att missa några risker? Finns det några risker som är svåra att analysera?
 - Hedgar ni er mot dessa risker?
 - Om ja: Hur?
- Hur bör valutaexponering hanteras när man gör placeringar i räntebärande papper utomlands?
 - Hur hanterar ni valutaexponering?
- Hur bör diversifiering tas i beaktning vid en omfattande portfölj?
 - Vad tycker ni om kravet på att ha minst 20 procent räntebärande papper?
 - Vad är anledningen till att ni har X procent räntebärande papper?
 - Om ni inte hade haft ett krav på minst 20 % i räntebärande värdepapper, hade ni bedrivit samma strategi?
 - Ser ni att det finns någon alternativ tillgång till räntebärande papper att investera i som ger diversifiering i er portfölj?
- Ni skriver att ni vill ha hög avkastning till låg risk, har ni något faktiskt avkastningskrav?
 - Om ja: Hur? I så fall varför?
- Hur bedömer ni etiska och hållbara aspekter för en investering?
 - Hur tror ni förhållandet mellan etik och hållbarhet, och finansiell risk ter sig?
- Hur ser framtiden ut för APX?
 - Hur tror ni att inflation och ökad skuldsättning kommer att påverka risker och framtida investeringar?
 - Ser ni det som aktuellt att göra placeringar i räntebärande papper i samma utsträckning som ni gör idag?

Intervjuguide - Inriktad på hållbarhet

- Hur definierar ni hållbara och etiska investeringar? Vilka kriterier anser ni är viktigast och varför?
- Har ni någon särskild utgångspunkt vad gäller hållbarhet och etik när ni gör placeringar i räntebärande papper?
- Hur kan man jobba med de globala målen när man jobbar med investeringar?
- Finns det skillnader i etik- och hållbarhetsarbete för placeringar i räntebärande papper jämfört när man investerar i aktier?
 - Följdfråga: När vi har läst igenom er etik- och hållbarhetsdokumentation har vi sett att ni framför allt benämner hur ni arbetar hållbart med investeringar i aktier, men inte så mycket för era placeringar i räntebärande papper. Finns det någon anledning till detta?
- Hur tror ni förhållandet mellan etik och hållbarhet, och finansiell risk ter sig?
 - Tror ni att det finns något samband mellan avkastning och mer riskabla investeringar när det kommer till etik och hållbarhet?
 - Kan det ibland finnas målkonflikter mellan avkastning och hållbarhet och etik?
 - Hur hanterar ni dessa målkonflikter?
- Har ni några avinvesteringskrav när det kommer till investeringar i räntebärande papper?
 - Exkluderar ni några särskilda branscher med anledning av etik- och hållbarhet? Har ni möjlighet att sälja era räntebärande värdepapper om ni känner att hållbarhetskraven inte var det samma som vid köp?
- Tycker ni att man bör tänka på hur placeringar hos en aktör påverkar andra aktörer eller branscher, (alltså beakta den indirekta risken)? Ex. bör man tänka på om lån till en stat som stimulerar en ohållbar bransch, ex. olja, bör lånas ut till över huvud taget?
 - Om ja, görs något särskilt i så fall? Ex. förs dialog med sådana aktörer?
 - Hur bör man förhålla sig till placeringar i en stat som uppvisar ett totalitärt ledarskap. Bör man avhålla sig från att låna till sådana stater?
- Hur förhåller ni er till ESG-ratings? Kollar ni på dessa?
 - Om ja, kompletterar ni den information som de ger på något sätt? Gör de någon egen research? Ställer de krav på sina låntagare?
 - Är det någon del i ESG ni lägger mer vikt vid? Ni pratar mycket om koldioxidutsläpp i era årsredovisningar.

- Hur ser framtiden ut för APX?
 - Tror ni att etik- och hållbarhet kommer få ökat inflytande i AP-fondernas investeringsarbete?
 - Ser ni det som relevant att göra placeringar i räntebärande papper i samma utsträckning som ni gör idag?



CHALMERS