

Riksgäldskommentar

Basis trade i amerikanska statsobligationer och stabilitetsrisker

Mattias Fransson och Carl Oreländ¹

I egenskap av en av de myndigheter som ansvarar för den finansiella stabiliteten i Sverige ligger det i Riksgäldens intresse att förstå och följa olika risker som byggs upp i det finansiella systemet. I den här riksgäldskommentaren tittar vi närmare på en risk på de amerikanska statspappers- och terminsmarknaderna. Risken handlar om att högt belånade hedgefonder tagit tradingpositioner som vid perioder av stress på statspappersmarknaden kan öka sannolikheten för instabilitet. Då den amerikanska statspappersmarknaden utgör en central punkt i det globala finansiella systemet kan störningar på denna marknad få konsekvenser även för finansiella aktörer i Sverige.

Den tradingstrategi som skapar risken handlar om att hedgefonder utnyttjar små prisskillnader mellan terminskontrakt och den underliggande statsobligationen för att skapa nästan riskfria arbitragevinster. Detta sker genom att köpa de billigare statsobligationerna och samtidigt sälja de dyrare terminskontrakten. För att finansiera obligationsköpen använder sig hedgefonderna av lån via repomarknaden, där de nyinköpta obligationerna fungerar som säkerhet.

¹ De åsikter som uttrycks i denna riksgäldskommentar är författarnas egna och ska inte nödvändigtvis uppfattas som Riksgäldens syn i dessa frågor. Vi vill särskilt tacka Klas Granlund för värdefulla synpunkter och tålamod med alla frågor. Även i synnerhet Karolina Holmbergs, Daniel Waylands och Johan Bergströms synpunkter har lyft innehållet i denna riksgäldskommentar. Vidare vill vi tacka Erika Färnstrand Damsgaard, Niklas Hjalmarsson, Jenny Dickson och Mats Lilja för noggranna genomläsningar och bra kommentarer. Slutligen vill vi tacka deltagarna på ett internt seminarium på Riksgälden för bra synpunkter och diskussion.

Denna tradingstrategi gör det möjligt för hedgefonderna att använda hävstång, vilket innebär att de kan ta stora positioner trots att deras egen kapitalinsats är liten, och därmed potentiellt generera stora vinster. Tradingstrategin är känd som *basis trade*.

Vid ökad volatilitet på statspappersmarknaden kan dock de högt belånade hedgefonderna tvingas avveckla sina positioner. Hedgefonderna tvingas sälja obligationer för att hantera ökade krav på säkerheter i terminskontrakt och repoavtal. Om alltför stora volymer avvecklas kan det förstärka volatiliteten på statspappersmarknaden och destabilisera den. Det är troligt att hedgefonders avvecklingar av basis trades vid vissa tillfällen har bidragit till problem på den amerikanska statspappersmarknaden; senast i mars 2020.

I dagsläget, hösten 2024, finns det indikationer på att volymen basis trades är omfattande. Det innebär att det finns en risk för att den sårbarhet som denna tradingstrategi skapar kan förvärra eventuell oro som plötsligt kan uppstå på den amerikanska statspappersmarknaden.

Ökad stress på den amerikanska statspappersmarknaden kan i sin tur försvåra för svenska pensions- och försäkringsföretag att låna amerikanska dollar som de behöver för att upprätthålla valutasäkringen för sina investeringar i utländska tillgångar.

Men både den amerikanska centralbanken Federal Reserve och Riksbanken har instrument för att minska stressen vid ett ogynnsamt scenario. Federal Reserve kan i ett första skede använda en stående likviditetsfacilitet för kortfristig utlåning till sina motparter. Riksbanken har möjlighet att låna ut amerikanska dollar till svenska aktörer.

Inledning

Den amerikanska statspappersmarknaden utgör en central punkt i det globala finansiella systemet. Störningar på denna marknad kan på olika sätt sprida sig genom det finansiella systemet. Sverige, som är en liten öppen ekonomi med stor handel och omfattande finansiellt utbyte med utlandet, påverkas i hög grad av läget på de internationella finansiella marknaderna.

Flera centralbanker och internationella organ såsom Federal Reserve, Bank of England och Bank for International Settlements (BIS) har sedan 2023 i olika utsträckning lyft att högt belånade hedgefonder har tagit stora positioner på de amerikanska statsobligations- och terminsmarknaderna. Positionerna utgör en del av en tradingstrategi känd som basis trade, som vid marknadsoro riskerar att förstärka oron och potentiellt påverka det finansiella systemet negativt.²

Under inledningen av 2024 har också Securities and Exchange Commission (SEC), den amerikanska myndighet som utövar tillsyn över handeln med värdepapper, presenterat en reglering som innebär att bland andra många hedgefonder i större utsträckning åläggs att rapportera sina positioner samt hålla kapital som säkerhet vid sina affärer.³ Regleringen har dock överklagats till domstol av bland annat företrädare för hedgefondsindustrin, och det finns indikationer på att den kommer att ogiltigförklaras.⁴

I förlängningen kan störningar på den amerikanska statspappersmarknaden påverka den svenska finansiella stabiliteten, exempelvis genom svårigheter för svenska aktörer att få tillgång till amerikanska dollar för att hantera sin valutarisk.

Som en av de stabilitetsvårdande myndigheterna i Sverige ligger det i Riksgäldens intresse att förstå hur denna typ av risker kan byggas upp och påverka det svenska finansiella systemet. Även ur perspektivet att Riksgälden som förvaltare av Sveriges statsskuld är en aktör på de finansiella marknaderna finns det skäl att förstå mer om basis trade.

Syftet med denna riksgäldskommentar är att beskriva vad basis trade är samt redogöra för hur fenomenet kan påverka den amerikanska statspappersmarknaden och i förlängningen det svenska finansiella systemet.

Riksgäldskommentaren inleds med en beskrivning av basis trade; varför tradingstrategin används av hedgefonder och vilken funktion den kan tänkas fylla för ekonomin. Därefter redogörs för hur basis trade kan bidra till att destabilisera den amerikanska statspappersmarknaden, och hur stora riskerna för en sådan

² Se Financial Stability Report, October 2023 samt April 2024, Board of Governors of the Federal Reserve System; Financial Stability Report, July 2023, December 2023 samt June 2024, Bank of England; och BIS Quarterly Review, September 2023.

³ Se vidare <https://www.sec.gov/rules/2022/03/further-definition-a-part-a-regular-business-definition-dealer-and-government#34-99477> och Duguid, Palma och Mourselas (2024). Regleringen trädde i kraft den 29 april 2024.

⁴ Se Mourselas och Palma (2024) och Masters och Palma (2024).

utveckling är. Slutligen beskrivs på vilket sätt oro på den amerikanska statspappersmarknaden kan påverka det svenska finansiella systemet.

Basis trade i statsobligationer; en tradingstrategi med hög belåning

Terminskontrakt i amerikanska statsobligationer tenderar att vara dyrare än den underliggande obligationen. Det finns alltså i regel en prisdifferens, "basis", mellan instrumenten. Prisdifferensen kan förenklat sägas vara en funktion av den riskfria räntan samt andra faktorer/friktioner. Beskrivningen nedan av orsaker till basis fokuserar på möjliga friktioner då det är dessa som i grunden ger upphov till vinstmöjligheterna för investerare.^{5,6}

När terminskontrakten är dyrare än de underliggande statsobligationerna är en tradingstrategi att köpa statsobligationer (lång position i obligationer) och matcha detta med att sälja terminskontrakt i obligationerna (kort position i terminer). Eftersom prisskillnaden mellan de två instrumenten normalt är liten, används lån för att finansiera affären och på så sätt öka de potentiella vinsterna i förhållande till investerat kapital. Köpen av obligationer finansieras via lån på repomarknaden där de köpta obligationerna utgör säkerhet. Aktörerna använder på detta sätt små mängder eget kapital, men uppnår betydande volymer genom stora lån; en så kallad hävstångseffekt uppnås. Denna strategi kallas *cash-futures basis trade* eller kort och gott *basis trade*.⁷

Basis trade utgör inget regelrätt äkta arbitrage⁸ då förtjänsten inte är riskfri, utan kan påverkas av krav på ytterligare säkerheter i både repoavtal och terminskontrakt samt även finansieringskostnader i repoavtal. De risker som aktörerna tar vid basis trade, och som i sin tur utgör en källa till finansiell oro, diskuteras vidare nedan.

Ekvation 1 beskriver förenklat vinsten, π , vid basis trade.

$$\pi = F - P(1 + r)^T \quad (1)$$

Vid tidpunkten 0 köper aktören en statsobligation för priset P , och säljer samtidigt ett terminskontrakt i obligationen för priset F . Terminskontraktet utlovar leverans av statsobligationen vid tidpunkten T , och inbegriper säkerheter. Köpet av statsobligationen finansieras med ett repolån till räntan r med obligationen som säkerhet. Vid tidpunkten T tar aktören statsobligationen som använts som

⁵ Prisdifferensen kan också vara negativ; alltså då terminskontrakten är billigare än statsobligationerna.

⁶ Inte sällan definieras basis helt enkelt som prisdifferensen till följd av friktioner, se exempelvis Glicoes, Iorio, Monin och Petrsek (2024).

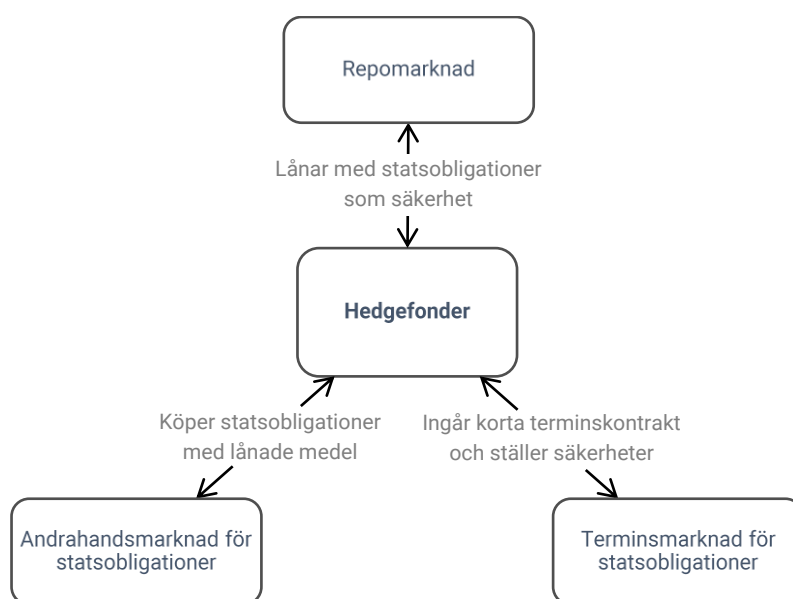
⁷ Se BIS Quarterly Review, September 2023.

⁸ Termen arbitrage innebär något förenklat att en aktör utnyttjar en prisskillnad mellan två tillgångar, genom att i stort sett samtidigt köpa och sälja tillgången, för att göra en riskfri vinst, se exempelvis <https://dictionary.cambridge.org/sv/ordbok/engelska/arbitrage>.

säkerhet i repoavtalet och levererar den i terminskontraktet och får F . En del av försäljningspriset F används för att återbetala lånet i repoavtalet.

En grundförutsättning för att upplägget ska vara lönsamt är att finansieringskostnaden för obligationsköpen via repomarknaden är lägre än prisskillnaden mellan terminskontrakt och statsobligationer.⁹ Med andra ord satsar investeraren på att räntan på repoavtalen under tiden som terminskontraktet löper blir lägre än den relativa prisskillnaden mellan terminskontrakt och statsobligationer.¹⁰ Detta är detsamma som att säga att upplägget är lönsamt om det finns friktioner som skapar en prisskillnad. Figur 1 visar en schematisk skiss över hur tradingstrategin ser ut.

Figur 1 Schematisk skiss över basis trade



Källa: Riksgälden.

Det är inte klarlagt vad som orsakar basis/prisdifferensen mellan terminskontrakt och de underliggande statsobligationerna. Flera faktorer/friktioner, utöver en positiv riskfri ränta, kan potentiellt bidra till att prisdifferensen uppstår.

En förklaring är att terminsmarknaden möjliggör en hävstångseffekt för investerare som vill exponera sig mot statsobligationer, då endast en andel av värdet på positionen betalas som säkerhetskrav; *initial margin* eller initialsäkerhet.¹¹ Sådan hävstång är för vissa investerare heller inte möjlig att uppnå utanför

⁹ Om vi för enkelhetens skull antar att $T = 1$, alltså att terminskontraktet löper en tidsperiod, så ger omskrivning av ekvation 1, $\pi = (F - P) - (P \times r)$. Vinsten $\pi > 0$ om $(F - P) > (P \times r)$, där $(F - P)$ är prisskillnaden mellan terminskontrakt och statsobligation och $(P \times r)$ är finansieringskostnaden för repoavtalet.

¹⁰ Se Barth och Kahn (2020).

¹¹ Se Financial Stability Report, December 2023, Bank of England och Wigglesworth (2023c).

derivatmarknaden på grund av befintliga regleringar gällande belåning. Det ökar efterfrågan och därmed priset på terminskontrakt, allt annat lika.¹²

En annan förklaring till prisskillnaden är att terminsmarknaden erbjuder högre likviditet för investerare jämfört med andrahandsmarknaden för statsobligationer.¹³

Basis trade i statsobligationer är ingen ny företeelse utan har förekommit sedan slutet av 1980-talet.¹⁴ Den har dock ökat bland hedgefonder under det senaste decenniet. Ett skäl till det kan vara de regleringar som infördes efter den globala finanskrisen 2007–2009 som begränsade bankers möjligheter att belåna sig. Då avkastningen från basis trade bygger på hög belåning blev det inte lönsamt för banker att ägna sig åt detta längre. Således flyttade basis trade från banker till mindre reglerade aktörer som hedgefonder.¹⁵

Basis trade medför sannolikt vissa fördelar för statspappers- och terminsmarknadernas funktion, samt även för amerikansk ekonomi i bredare bemärkelse. Hedgefondernas handel med statsobligationer bidrar nämligen till att förbättra likviditeten och minska volatiliteten på andrahandsmarknaden för statsobligationer, och underlätta upplåningen för den amerikanska staten. Basis trade kan även antas öka likviditeten på terminsmarknaden.¹⁶ Tradingstrategin medför även att prissättningen på statspappers- och terminsmarknaden blir effektivare då basis/prisskillnaden minskar och priserna på instrumenten i större utsträckning avspeglar ränteförväntningar snarare än friktioner.¹⁷

Vidare förstärker hedgefondernas handel med terminskontrakt kapitalförvaltares möjlighet att få exponering mot statsobligationer utan att behöva binda så mycket kapital som annars hade varit fallet.¹⁸ Det frigör i sin tur kapital som förvaltarna istället kan placera i exempelvis företags- och bostadsobligationer, och som därmed underlättar företags investeringar och hushålls bostadsköp.¹⁹

¹² Se exempelvis Barth och Kahn (2020).

¹³ Barth och Kahn (2020) lyfter att ytterligare en delförklaring till prisskillnaden, åtminstone under perioden 2015–2020, kan vara minskad utländsk efterfrågan på amerikanska statspapper kombinerat med ett stigande utbud. Det minskar priset på statsobligationer, och ökar prisdifferensen, allt annat lika.

¹⁴ Se Barth och Kahn (2020).

¹⁵ Se Barth och Kahn (2020).

¹⁶ Se Managed Funds Association (2023); Mourselas och Agnew (2023) och Wigglesworth (2023b).

¹⁷ Se Uthemann och Vala (2024).

¹⁸ Se även tidigare beskrivning av kapitalförvaltares efterfrågan på terminskontrakt i statsobligationer.

¹⁹ Se Managed Funds Association (2023); Mourselas och Agnew (2023) och Wigglesworth (2023b).

Avveckling av basis trades kan förstärka marknadsstress

Om volatiliteten på statspappersmarknaden plötsligt stiger kan det dock uppstå problem. Både terminskontrakt och repoavtal, som är en del av en basis trade, inbegriper som tidigare nämnts krav på säkerheter. Dessa säkerhetskrav kallas i terminskontrakt för initial- och variationssäkerheter och i repoavtal värderingsavdrag.²⁰ Säkerhetskraven för terminskontrakt är generellt kopplade till volatiliteten i prissättningen av statsobligationer, medan värderingsavdrag i repoavtalet påverkas direkt av värdet på säkerheten, som i detta fall är statsobligationen.²¹

Lånen via repoavtal, där statsobligationer används som säkerhet, tillåter hög belåning eftersom värderingsavdragen är låga. Det är möjligt att uppnå en hävstångseffekt på 50 gånger insatsen med dessa avtal. Med en sådan hög belåning räcker det med små förändringar i krav på säkerheter eller finansieringskostnad för att hedgefonderna ska tvingas skjuta till stora belopp.²²

Krav på ytterligare säkerheter i samband med förhöjd volatilitet på statspappersmarknaden kan tvinga de högt belånade aktörerna att på kort tid avveckla stora positioner genom att sälja statsobligationer och köpa terminskontrakt. Det kan i sin tur medföra att bland annat priset på statsobligationer faller ytterligare och volatiliteten på marknaden ökar, vilket leder till ännu högre krav på säkerheter, och ytterligare avveckling av positioner som följd. En självförstärkande negativ spiral har skapats.²³

Ett sådant händelseförlopp kan försämra statspappersmarknadens likviditet och funktionssätt. En sådan utveckling skedde sannolikt i samband med stressen på repomarknaden i september 2019 samt sannolikt även under inledningen av pandemin, *Dash-for-Cash* i mars 2020, då investerare efterfrågade likvida medel och sålde statsobligationer. Figur 2 visar en mer detaljerad schematisk skiss över händelseförloppet vid stress på statspappersmarknaden.^{24, 25} Ytterst ligger risken för den finansiella stabiliteten i att någon viktig aktör fallerar.

²⁰ De säkerhetskrav som ställs när affären inleds är i terminskontrakt, initialsäkerhet eller *initial margin* och i repoavtal, värderingsavdrag eller *hair cut*. Variationssäkerhet eller *variation margin* är säkerhetskrav i terminskontrakt som justeras under tiden avtalen löper.

²¹ Se BIS Quarterly Review, September 2023 och Financial Stability Report, December 2023, Bank of England.

²² Se Barth och Kahn (2020).

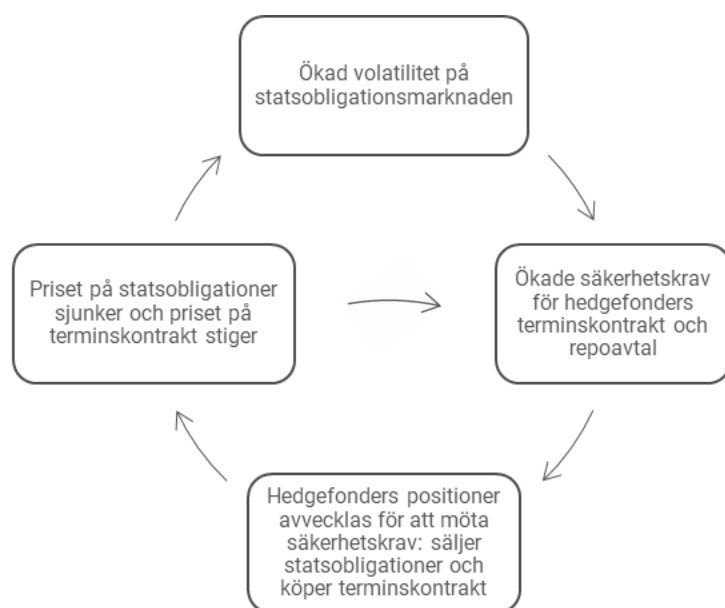
²³ Se BIS Quarterly Review, September 2023 och Financial Stability Report, December 2023, Bank of England.

²⁴ Se BIS Quarterly Review, September 2023.

²⁵ Andra faktorer som kan utlösa det negativa händelseförloppet, förutom högre volatilitet på statspappersmarknaden, är exempelvis om det uppstår stress på marknaden för dollarfinansiering eller om prisskillnaden mellan terminskontrakt och obligation av någon anledning ökar; alltså en ökad basis.

Historiskt har hedgefonder finansierat sina köp av statsobligationer med repoavtal som har matchat förfallen på terminerna. Stigande räntor har dock medfört att hedgefonderna i allt större utsträckning börjat använda sig av repor över natten. Det har därmed uppkommit en ny form av risk; refinansieringsrisk. I och med att hedgefonderna måste rulla sina repoavtal dagligen är de exponerade för risken att repa inte kan förnyas. De blir även exponerade mot risken att marknadsräntan stiger under terminens livslängd, vilket fördyrar finansieringskostnaden. Högre räntor i repoavtalet kan även leda till krav på ytterligare säkerheter för att bibehålla belåningsgraden.^{26,27} Sammantaget har användningen av repor över natten ökat risken för en negativ händelseutveckling likt ovan.²⁸

Figur 2 Schematisk skiss över händelseförloppet kring basis trade vid stress på statsobligationsmarknaden



Källa: Riksgälden.

Tecken på omfattande basis trade

Flera stora institutioner, såsom Federal Reserve, Bank of England, Bank for International Settlements (BIS) och Internationella valutafonden (IMF), har under senare tid lyft riskerna kopplat till basis trades i USA. Även Riksbanken har uppmärksammat denna risk. Samtliga har noterat att det för närvarande finns tecken på att basis trade-aktiviteten är omfattande.²⁹ Internationella valutafonden

²⁶ Ränterisken bör dock till viss del gå att säkra sig mot via korta räntederivat.

²⁷ Se Barth och Kahn (2020).

²⁸ Se Goyder (2023) och Financial Stability Report, December 2023, Bank of England.

²⁹ Se Financial Stability Report, October 2023 samt April 2024, Board of Governors of the Federal Reserve System; Financial Stability Report, July 2023, December 2023 samt June 2024, Bank of England; Record of the Financial Policy Committee meeting on 19 September

pekar bland annat på att hedgefonderna, som stora och priskänsliga köpare, bidrar till att öka volatiliteten på statsobligationsmarknaden.³⁰

Omfattningen av basis trade går dock inte direkt att observera. För att bilda sig en uppfattning om hur omfattande denna handel behöver man studera olika indikatorer som samvarierar med förekomsten av basis trade. Dessa indikatorer består förenklat av olika komponenter i de transaktioner som tillsammans utgör basis trade.³¹

Hedgefonders korta positioner i terminskontrakt för amerikanska statsobligationer (sålda terminskontrakt) har historiskt samvarierat med förekomsten av basis trades. Detta mått tycks också samvariera med utvecklingen av styrräntan i USA. Sedan sommaren 2022 har volymen av dessa positioner ökat markant, om än inte kontinuerligt; se diagram 1 nedan. Av diagrammet framgår att nettonivån på hedgefonders korta terminspositioner är högre än innan kriserna på statspappersmarknaden i september 2019 och mars 2020. Diagrammet indikerar även den stora volymen på terminshandeln, med i skrivande stund netto korta positioner kring 1 000 miljarder USD. Denna handelsvolym kan relateras till bruttostorleken på motsvarande terminsmarknad i USA på uppskattningsvis 3 750 miljarder USD. Hedgefondernas positioner utgör således en betydande del, och samvarierar väl med stora fluktuationer i volymen på terminsmarknaden på senare år. Denna data överskattar dock sannolikt volymen basis trades eftersom det finns andra skäl än basis trade för hedgefonder att inneha sålda terminskontrakt i statsobligationer.³² Men även andra indikatorer tyder enligt Federal Reserve på att basis trades har ökat.³³

En studie från Federal Reserve utvecklar måtten för att bättre fånga omfattningen på basis trade. Studien visar att omfattningen har ökat alltsedan första kvartalet 2022, och hedgefonder uppskattades i januari 2024 ha åtminstone 317 miljarder USD i statsobligationer kopplat till basis trade; alltså betydligt mindre än vad data över hedgefonders positioner i terminskontrakt i statsobligationer indikerar.^{34, 35}

2024, Bank of England ;BIS Quarterly Review, September 2023; Global Financial Stability Report, April 2024, IMF och Finansiell stabilitet, 2023:2 samt 2024:1, Riksbanken.

³⁰ Se Global Financial Stability Report, April 2024, IMF.

³¹ Se Barth, Kahn och Mann (2023).

³² Se Glicoes, Iorio, Monin och Petrsek (2024).

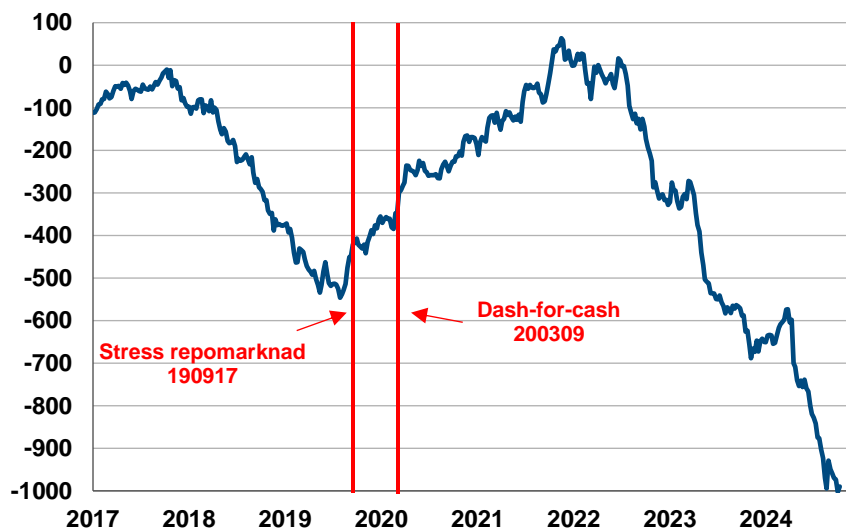
³³ Se Barth, Kahn och Mann (2023).

³⁴ Se Glicoes, Iorio, Monin och Petrsek (2024).

³⁵ En naturlig fråga är hur omfattningen av basis trade ser ut i Sverige? Tillgången på data är dock betydligt sämre än vad gäller USA, vilket gör det svårt att få en bild av omfattningen av basis trade i Sverige. I Financial Stability Review, May 2024, lyfter dock ECB att det finns tecken på kort basis trade i euroområdet; alltså omvänd positionstagning jämfört med basis trade i USA. Aktörerna lånar statsobligationer och säljer dem kort samtidigt som de köper terminskontrakt. Riskerna för det finansiella systemet är dock likartade som vid basis trade i USA. Europeiska centralbanken konstaterar dock att omfattningen på denna positionstagning i euroområdet ej är särskilt stor.

Diagram 1 Hedgefonders nettopositioner, terminskontrakt i amerikanska statsobligationer

Miljarder USD



Anm. Avser nominellt värde för terminskontrakt i statsobligationer med löptid 2, 5 samt 10 år. Positiva värden betyder nettoköp medan negativa värden betyder att aktörerna har nettosålt terminskontrakt. Data gäller *leveraged funds*: vilket inkluderar hedgefonder, råvaruhandelsrådgivare (CTA:s), råvarupooloperatörer (CPO:s) och andra icke-registrerade fonder som har identifierats av Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Data är på veckobasis.

Källa: Commodity Futures Trading Commission (CFTC) och Riksgälden.

Federal Reserve lyfter att en ökad basis trade kan bero på högre efterfrågan från kapitalförvaltare, såsom fonder och pensionsfonder, på exponering mot räntor på terminsmarknaden. Förvaltarna köper då terminskontrakt och driver upp priserna på dessa, så att en basis uppstår och basis trade blir lönsamt.³⁶

Federal Reserve pekar samtidigt på att riskerna med ökad basis trade delvis motverkas av att hedgefondernas motparter i terminskontrakt och repoavtal har högre säkerhetskrav än tidigare. Det har troligtvis att göra med den trendmässigt högre volatiliteten på statspappersmarknaden sedan några år tillbaka; se diagram 2 nedan. Vår tolkning av detta är att den minskade risken främst torde ha att göra med att risken för förluster för motparten är mindre med högre säkerheter. Risken för snabba avvecklingar av hedgefondernas positioner och ökad stress på statspappersmarknaden torde dock till stor del kvarstå.

Samtidigt kan den högre volatiliteten på statspappersmarknaden indikera att marknaden är mer stressad i utgångsläget. En chock i detta läge skulle potentiellt

³⁶ Se Financial Stability Report, October 2023, Board of Governors of the Federal Reserve System. Skälen till kapitalförvaltares efterfrågan på terminskontrakt förklaras ovan; se sidorna 5-6.

snabbt kunna höja volatiliteten ytterligare, och leda till avveckling av positioner i basis trade.

Internationella valutafonden lyfter också att en sårbarhet har byggts upp i och med att det är ett fåtal hedgefonder som står för en betydande del av positionerna på terminsmarknaden. Vissa av dessa hedgefonder kan dessutom ha blivit systemviktiga för statsobligations- och repomarknaden. Stress som påverkar dessa aktörer kan således få betydande följdverkningar för det finansiella systemet.³⁷

Diagram 2 Volatiliteten för statsobligationer, MOVE-index, i USA

Procent, 1 månads prognoshorisont



Anm. Merrill Option Volatility Expectations (MOVE) index mäter den implicita volatiliteten på statsobligationsmarknaden i USA; i detta fall på 1 månads horisont. Indexet beräknas som ett vägt genomsnitt av den normaliserade implicita volatiliteten för 1-månadsoptioner för 2-, 5-, 10- samt 30-åriga statsobligationer. Indexet är på veckobasis.

Källa: ICE Bank of America Merrill Lynch.

Federal Reserve har dock instrument för att motverka stress på statspappersmarknaden. I samband med tidigare nämnda kriser i september 2019 samt mars 2020 tillförde Federal Reserve likviditet genom utlåning till sina motparter. För att motverka dylika kriser etablerade Federal Reserve därefter i juli 2021 en stående likviditetsfacilitet: Standing Repo Facility (SRF) – detta som en sista utpost, eller *backstop*, för marknaden.³⁸

Den amerikanska myndigheten SEC har under inledningen av 2024 infört en reglering som innebär att bland andra hedgefonder ska regleras på samma sätt

³⁷ Se Global Financial Stability Report, April 2024, IMF.

³⁸ Se Ennis och Huther (2021).

som bankers mäklar- och återförsäljarverksamhet.³⁹ Efter den globala finanskrisen 2007–2009 stärktes regleringen för banker, vilket fick till följd att delar av handeln i statspapper flyttade till andra mindre reglerade aktörer såsom hedgefonder. Den nya regleringen kan ses som ett steg i riktning att försöka stärka stabiliteten på den amerikanska statspappersmarknaden i spåren av de senaste årens krisepisoder. Regleringen av hedgefonder innebär att de i högre utsträckning behöver rapportera sina positioner och hålla kapital i en viss proportion till sina positioner.⁴⁰ Regleringen har dock överklagats till domstol av bland annat företrädare för hedgefondsindustrin. Då hedgefonderna nyligen har varit lyckosamma i överklaganden av andra regleringar från SEC, så är det troligt att även denna reglering kommer att ogiltigförklaras.⁴¹

Stress i USA kan försvåra svenska aktörers lån av dollar⁴²

I förlängningen kan allvarliga störningar på den amerikanska statspappersmarknaden sprida sig till det svenska finansiella systemet. En viktig spridningsmekanism är via en ökad riskaversion bland marknadsaktörer. Störningar på den amerikanska statspappersmarknaden kan exempelvis medföra att det blir svårare för svenska aktörer att låna amerikanska dollar. Med andra ord uppstår problem med dollarfinansiering.

Svenska pensions- och försäkringsföretag, samt AP-fonderna, gör betydande investeringar i utländska obligationer och aktier. Det gäller bland annat amerikanska värdepapper, som de valutasäkrar via valutaswappar med svenska banker. Genom valutaswappen köper företaget den mängd amerikanska dollar som behövs för att betala likvidbeloppet på investeringen och säkrar samtidigt till vilken valutakurs den framtida försäljningslikviden i dollar ska säljas.

En valutaswap består av en avstatransaktion där företaget erhåller dollar i utbyte mot svenska kronor, samt en terminstransaktion vid kontraktets slut då företaget betalar tillbaka dollar i utbyte mot svenska kronor. Motparten/banken lånar dollar på valutamarknaden för att kunna ingå swapavtalet. Swapparna har dock kortare löptid än tillgångarna som valutasäkras och behöver därmed kontinuerligt förnyas. Alltså lånar bankerna löpande dollar på valutamarknaden.

³⁹ Efter kritik från bland annat Managed Funds Association, som företräder hedgefonderna, så är den slutgiltiga regleringen mindre omfattande gällande vilka aktörer som definieras som handlare. Således kommer inte alla hedgefonder att regleras som handlare. Vidare menar SEC även att det främsta målet med regleringen är högfrekvenshandlare snarare än hedgefonder (Duguid, Mourselas, Asgari och Palma (2024)).

⁴⁰ Se vidare <https://www.sec.gov/rules/2022/03/further-definition-a-part-a-regular-business-definition-dealer-and-government#34-99477> och Duguid, Palma och Mourselas (2024).

⁴¹ Se Mourselas och Palma (2024) och Masters och Palma (2024).

⁴² Detta avsnitt baseras i stor utsträckning på Finansiell stabilitet, 2020:1, Riksbanken.

Stress på den amerikanska statspappersmarknaden kan försvåra en sådan dollarfinansiering, då exempelvis amerikanska penningmarknadsfonder kan bli ovilliga att låna ut dollar.⁴³ Data indikerar att problemen i USA i mars 2020, som bland annat innebar avveckling av basis trades, gjorde det dyrare för svenska företag att valutasäkra sina amerikanska tillgångar genom högre riskpremier i valutaswappar.⁴⁴ I förlängningen kan problem med dollarfinansiering innebära att pensions- och försäkringsföretagen behöver sälja svenska kronor på avistamarknaden för att få dollar för att kunna avsluta swapavtalen. Det kan skapa stora växelkursrörelser och innebära att svenska aktörer tar större valutarisk än önskat. Alternativt kan företagen behöva sälja dollartillgångar i ett ogynnsamt läge.

Vid problem med dollarfinansiering har dock Riksbanken möjlighet att erbjuda lån i amerikanska dollar till bankerna för att motverka störningarna. Detta skedde också i samband med pandemins utbrott under 2020.⁴⁵

Ökad volatilitet på statspappersmarknaden i USA kan också medföra ökad volatilitet på den svenska statspappersmarknaden. Effekten av sådana störningar på den svenska marknaden kan bli kännbara då det finns indikationer på att den svenska statspappersmarknadens funktionssätt idag är försämrat; med en bristande likviditet.⁴⁶ Resultatet kan exempelvis bli överdrivna prISRörelser.

Sammanfattningsvis kan alltså basis trade i amerikanska statsobligationer medföra att stress på den amerikanska statspappersmarknaden förstärks, med potentiella spridningseffekter i det finansiella systemet. I förlängningen skulle exempelvis svenska pensions- och försäkringsföretag kunna få svårt att finansiera sina dollartillgångar. Basis trade i amerikanska statsobligationer är alltså ett fenomen som även de svenska stabilitetsvårdande myndigheterna behöver ha uppsikt över.

⁴³ Det kan också uppstå ett scenario där stress uppstår direkt på marknaden för dollarfinansiering. Då uppstår problem både kopplat till avveckling av hedgefondernas basis trades, och med tillgången till amerikanska dollar för svenska pensions- och försäkringsföretag. I detta fall kan problem i samband med avveckling av basis trades vara en indikator på problem även för svenska finansiella aktörer, snarare än en katalysator för dessa.

⁴⁴ Baserat på Riksgäldens beräkningar.

⁴⁵ Men det var främst ECB:s dollarfacilitet som ökade tillgången på dollar i EU.

⁴⁶ Riksgäldens kvalitativa Prospera-undersökning som publicerades i början av 2024 visade att marknadsaktörerna ansåg att likviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer var dålig, se vidare Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2023, Riksgälden. Även bland annat Finansinspektionens kvantitativa likviditetsmått tyder på en försämrad likviditet på andrahandsmarknaden för statsobligationer sedan några år tillbaka, även om det finns tecken på en förbättring på sista tiden.

Referenser

Bank for International Settlements (2023). *International banking and financial market developments*. *BIS Quarterly Review*, September 2023.

Bank of England (2023). *Financial Stability Report*, July 2023.

Bank of England (2023). *Financial Stability Report*, December 2023.

Bank of England (2024). *Financial Stability Report*, June 2024.

Bank of England (2024). *Record of the Financial Policy Committee meeting on 19 September 2024*.

Barth, D. och Kahn, J. (2020). *Basis Trades and Treasury Market Illiquidity*. Office of Financial Research Brief Series, nr. 20-01, juli 2020.

Barth, D. och Kahn, J. (2021). *Hedge Funds and the Treasury Cash-Futures Disconnect*. Office of Financial Research Working Papers, nr. 21-01, april 2021.

Barth, D., Kahn, J. och Mann, R. (2023). *Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade "Back"?* Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Notes, augusti 2023.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2023). *Financial Stability Report*, October 2023.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2024). *Financial Stability Report*, April 2024.

dictionary.cambridge.org.

Tillgänglig: <https://dictionary.cambridge.org/sv/ordbok/engelska/arbitrage>
[Hämtad 2024-10-10]

Duguid, K. (2023). Hedge fund bets could spark turmoil in US Treasuries, BIS warns. *Financial Times*, 18 september.

Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/b51edf3e-3d2b-4963-9ae7-92bc69992e24>
[Hämtad 2024-03-15]

Duguid, K., Mourselas, C., Asgari, N. och Palma, S. (2024). SEC's Gensler plays down hedge fund fears over Treasury dealer rule. *Financial Times*, 18 februari.

Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/66aa94b9-cfe9-4b98-bec7-d152212fedfb>
[Hämtad 2024-03-15]

Duguid, K., Palma, S. och Mourselas, C. (2024). SEC moves to tighten oversight of \$26tn Treasury market. *Financial Times*, 6 februari.

Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/2f4b9432-7116-4a0f-ac64-6a9a0219cd3c>
[Hämtad 2024-03-15]

Ennis, H. M. och Huther, J. (2021). *The Fed's Evolving Involvement in the Repo Markets*. Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief, nr. 21-31, september 2021.

European Central Bank (2024). *Financial Stability Review, May 2024*.

Glicoes, J., Iorio, B., Monin, P. och Petrusek, L. (2024). *Quantifying Treasury Cash-Futures Basis Trades*. Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Notes, mars 2024.

Goyder, B. (2023). *How repo roll risk could spoil US Treasury basis trade*. Risk.net, oktober 2023. Tillgänglig: <https://www.sec.gov/rules/2022/03/further-definition-a-part-a-regular-business-definition-dealer-and-government#34-99477> [Hämtad 2024-03-15]

International Monetary Fund (2024). *The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks*. *Global Financial Stability Report, April 2024*.

Managed Funds Association (2023). *MFA on Treasury Market Structure*. November 2023.

Masters, B. och Palma, S. (2024). *New SEC private fund disclosure rules thrown out by US court*. *Financial Times*, 5 juni. Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/a3138e87-1e8b-494b-80c3-7361c554b379> [Hämtad 2024-08-20]

Mourselas, C. och Agnew, H. (2023). *Citadel's Ken Griffin warns against hedge fund clampdown to curb basis trade risk*. *Financial Times*, 5 november. Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/927aba63-eff3-44c4-a5df-a5872e988720> [Hämtad 2024-03-15]

Mourselas, C. och Palma, S. (2024). *How hedge funds are fighting back against the SEC's 'aggressive' agenda*. *Financial Times*, 14 augusti. Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/5155912c-0dd5-4173-b0bd-0fdd4412fdfd> [Hämtad 2024-08-20]

Riksgälden (2023). *Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2023*.

Sveriges riksbank (2020). *Finansiell stabilitet, 2020:1*.

Sveriges riksbank (2023). *Finansiell stabilitet, 2023:2*.

Sveriges riksbank (2024). *Finansiell stabilitet, 2024:1*.

Uthemann, A. och Vala, R. (2024). *How big is cash-futures basis trading in Canada's government bond market?* Bank of Canada, Staff Analytical Note, nr. 2024-16, juni 2024.

Wigglesworth, R. (2023a). BoE says one of the biggest risks to UK financial stability lurks in the US. *Financial Times*, 12 juli.

Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/15bf1f42-7df2-4f7d-b53d-f8d9f329b35b>
[Hämtad 2024-03-15]

Wigglesworth, R. (2023b). Leave Treasury basis trade hedge funds alone! *Financial Times*, 17 november. Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/764f6f4e-1bca-4a84-b464-e78618717467?shareType=nongift> [Hämtad 2024-03-14]

Wigglesworth, R. (2023c). Who's afraid of the Treasury basis trade? *Financial Times*, 26 september. Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/c7c93595-6cd1-4714-9ad5-01aa47b1bf5d> [Hämtad 2024-03-15]

Wigglesworth, R. (2023d). Taming the Treasury basis trade. *Financial Times*, 6 november. Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/6a752818-3f05-45da-a6f9-c752710d0a9f> [Hämtad 2024-03-15]

www.sec.gov. Tillgänglig: <https://www.sec.gov/rules/2022/03/further-definition-a-part-a-regular-business-definition-dealer-and-government#34-99477> [Hämtad 2024-03-15]

Riksgälden arbetar för att statens finanser hanteras effektivt och att det finansiella systemet är stabilt.

Riksgälden spelar därmed en viktig roll både på finansmarknaden och i samhällsekonomin.



Besöksadress: Olof Palmes gata 17 | Postadress: 103 74 Stockholm | Telefon: 08 613 45 00

E-post: riksgalden@riksgalden.se | Webb: riksgalden.se