

Riksgäldskommentar

Riksgäldskommentar: Två årtionden med Riksgäldens repofacilitet

Marianna Blix Grimaldi och Johanna Hirvonen

Denna Riksgäldskommentar återger en del av resultaten i den analys som Blix Grimaldi och Hirvonen (2023) gjort av Riksgäldens repofacilitet under två årtionden, från och med 2002 till och med 2021.

Ett huvudsyfte med Riksgäldens repofaciliteter är att bidra till en välfungerande och likvid statspappersmarknad. Användningen av Riksgäldens repofacilitet, mätt som utlånade volymer av nominella statspapper, ökar i perioder när marknadens funktion försämras.

Vi identifierar fyra perioder av ökad användning: i) den globala finanskrisen, ii) den efterföljande skuldkrisen i Europa, iii) Riksbankens kvantitativa lättnader samt iv) coronapandemin. Perioden för coronapandemin överlappar till stor del en temporär ändring i premien för reposwappar. Perioden då användningen av repofaciliteten ökade till sin högsta nivå sammanfaller med Riksbankens köpprogram av statsobligationer som påbörjades 2015. Analysen i Blix Grimaldi och Hirvonen (2023) tyder på att Riksbankens kvantitativa lättnader har varit en nyckelfaktor till den observerade ökningen i de utlånade volymerna.

Blix Grimaldi och Hirvonen (2023) visar även att den temporära ändringen av premien för reposwappar inte påverkade de totala volymerna i Riksgäldens repofacilitet. Däremot tyder resultaten på att ändringen av premien orsakade en substitutionseffekt då ökningen i

användning av reposwappar kompenseras med minskad användning av T/N-repor.

Riksgäldens repofaciliteter är kopplade till målen för statsskuldens förvaltning

Ett centralt mål för statsskuldens förvaltning är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskuden samtidigt som risken beaktas. Detta mål följer de globala rekommendationerna för skuldförvaltning i Guidelines for Public Debt Management (IMF, 2001 och 2014).

Riksgälden kan framför allt påverka kostnaden för statsskuden på två sätt, dels genom att utformningen av skuldportföljen är välavvägd, dels genom att arbeta för att marknaden för svenska statspapper fungerar väl och är attraktiv för så många investerare som möjligt. Som ett led i detta arbete erbjuder Riksgälden återförsäljarna av statspapper en så kallad marknadsvårdande repa, det vill säga ett kortfristigt lån av statspapper.¹ Repofaciliteten säkerställer att återförsäljarna kan sälja statspapper till investerare utan att riskera att det uppstår leveransproblem. Därmed bidrar repofaciliteten till likviditeten och funktionen på statspappersmarknaden.

Riksgälden erbjuder två typer av repofaciliteter

Det finns en stor variation bland lånefaciliteter för statspapper som olika länder tillhandahåller (World Bank, 2015). Riksgälden erbjuder två typer av repofaciliteter: en för lån av statspapper i utbyte mot pengar och en för lån av statspapper i utbyte mot ett annat statspapper.

I faciliteten för lån av statspapper i utbyte mot pengar erbjuds lån av statspapper under ett dygn.² I faciliteten erbjuds två typer av repor. O/N-repor erbjuds med samma dags likvid, T+0 (det vill säga över natten eller på engelska overnight, O/N) och återköp i nästa dag, T+1. T/N-repor erbjuds med likvid nästa dag, T+1, och återköp i övermorgon, T+2 (på engelska tomorrow/next, T/N).

¹ En repotransaktion (repa) i ett statspapper är ett säkerställt lån där ett statspapper utgör säkerheten. I repotransaktionens första led sker en försäljning av ett statspapper (statsobligation eller statsskuldsväxel) med en samtidig överenskommelse om ett återköp av samma statspapper i transaktionens andra led. Motparten i transaktionen lånar ut kontanter eftersom man i första ledet av transaktionen (försäljningen) betalar för ett statspapper och i andra ledet (återköp) erhåller pengarna för försäljningen av ett statspapper. Repo/repa är en förkortning av *repurchase agreement*, ett återköpsavtal.

² Juridiskt, från Riksgäldens sida, sker först en försäljning av ett statspapper och vid lånets förfall ett återköp av ett statspapper.

I faciliteten för lån av statspapper i utbyte mot ett annat statspapper, så kallade reposwappar, erbjuds lån av statspapper under en vecka.³ Reposwappar erbjuds med likvid nästa dag, T+1.

Riksgälden erbjuder repofaciliteterna till sina återförsäljare. Utlåningen i repofaciliteten är styrd av efterfrågan och erbjuds utöver de planerade emissionerna i primärmarknaden.⁴ Vad gäller O/N- och T/N-repor kan återförsäljarna låna statspapper i stort sett utan volymbegränsning. Reposwappar är däremot begränsade i volym per statspapper och återförsäljare. I båda faciliteterna kan konsekutiva lån i samma statspapper göras tills en dag återstår av statspapperets löptid (rolling).

De typer av marknadsvårdande repor som Riksgälden erbjuder har något olika syften även om det övergripande syftet är att bidra till svenska statspappersmarknadens funktion och likviditet. O/N-repor erbjuds främst för att undvika leveransproblem på den svenska statspappersmarknaden. Syftet med T/N-repor och reposwappar är att underlätta för återförsäljarna att fullfölja sina åtaganden som marknadsgaranter (market makers).

Repofaciliteterna ett säkerhetsnät genom att ge återförsäljarna möjlighet att låna statspapper i faciliteten när det uppstår ett leveransproblem eller ett behov att täcka eller skapa en position i statspapper som är svåra att få tag i. I första hand ska återförsäljarna kunna skaffa statspapper på repomarknaden, där lån av värdepapper sker på kommersiella villkor mellan marknadsaktörer. Därmed agerar Riksgälden som sista låneinstans för statspapper, det vill säga a security lender of last resort. Faciliteten blir en sorts "sista utväg" genom att Riksgälden tar betalt för den i form av en premie.⁵

Användning av repofaciliteten ökar då marknadens funktion försämras

Eftersom repofaciliteten har som syfte att förebygga leveransproblem på statspappersmarknaden ökar användningen av den när det till exempel råder brist på statspapper eller marknadens funktion försämras. Information om repofacilitetens användning kan därmed ge en inblick i hur väl repo- och statspappersmarknaden fungerar. Direkt information om repomarknadens funktion är svår att få då handeln på repomarknaden sker bilateralt mellan

³ Juridiskt består en reposwapp av två repotransaktioner vars betalningsströmmar tar ut varandra; från Riksgälden sida en försäljning och ett återköp efter en veckas tid i det utlånade statspapper samt ett köp och en återförsäljning efter en veckas tid i det mottagna statspapperet.

⁴ Obligationsmarknaden kan delas in i en primärmarknad, där nya obligationer ges ut (emitteras), och en sekundärmarknad, där obligationerna köps och säljs vidare. På primärmarknaden emitteras statsobligationer som försäljs genom auktioner, där Riksgäldens återförsäljare deltar.

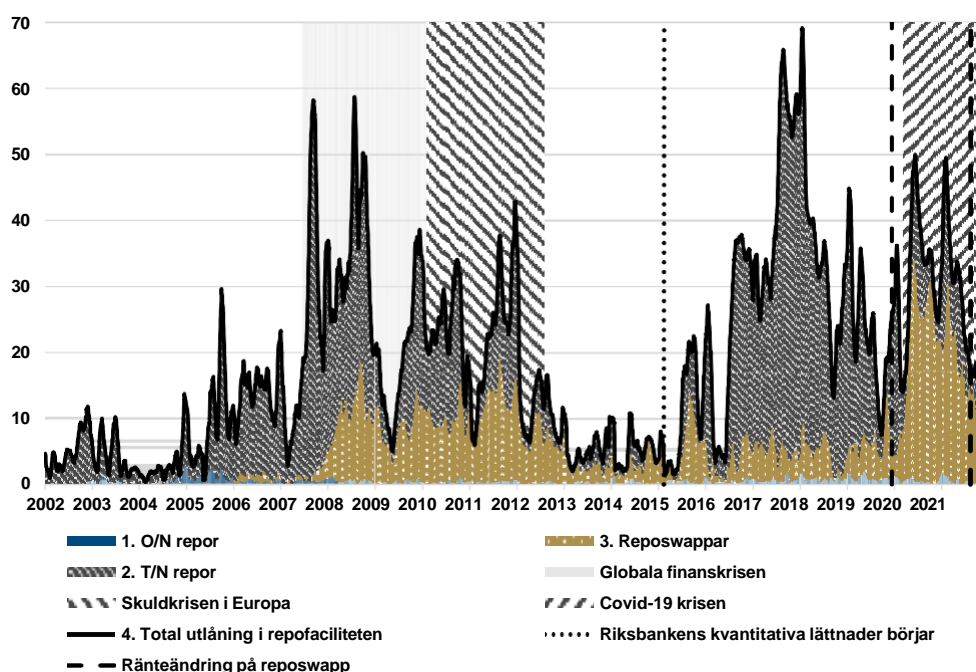
⁵ Premien subtraheras från Riksbankens styrränta. Resultande ränta, som Riksgälden debiterar utgör räntan på lån av kontantbenet i repotransaktionen. I nuläget är premien för O/N- och T/N-repor 45 respektive 40 räntepunkter. Premien på reposwappar är 30 räntepunkter.

marknadsaktörer, utanför etablerade marknadsplatser. Repofacilitetens användning är en indirekt källa för information om repo- och statspappersmarknadens funktion.

Den svarta kurvan (4. Total utlåning i repofacilitet) i Figur 1 nedan visar den dagliga volymen av nominella statsobligationer som lånades ut till Riksgäldens återförsäljare i Riksgäldens repofacilitet under åren 2002 till och med 2021.⁶ Användning av repofaciliteten (en månads glidande medelvärde av dagliga utlånade volymer av nominella statsobligationer)

Figur 1 Volym nominella statsobligationer i repofacilitet

Miljarder svenska kronor



Källa: Riksgälden

Vi observerar en ökad användning av faciliteten under flera perioder. Vi kan identifiera fyra huvudsakliga perioder av ökad användning. Dessa perioder sammanfaller med den globala finanskrisen 2007–2009 och den efterföljande skuldkrisen i Europa 2010–2012, Riksbankens kvantitativa lättnader som inleddes 2015, samt coronapandemin från mars 2020 till och med undersökningsperiodens slut i november 2021. Perioden för coronapandemin sammanfaller till stor del med en period av en villkorsändring i repofaciliteten, vilket vi diskuterar nedan.

Fälten under den svarta kurvan (4. Total utlåning i repofacilitet) i Figur 1 visar hur utlåningen av nominella statsobligationer i repofaciliteten är uppdelad på 1. O/N-repor, 2. T/N-repor och 3. reposwappar. Som framgår skiljer sig utlåningen mellan

⁶ I princip, det kan vara en rad av olika faktorer som kan påverka utnyttjandet av repofaciliteten vid olika tidpunkter, till exempel förändrat utbud i viss period, skuldens storlek och sammansättning, eller införande av regleringar.

olika typer av marknadsvårdande repor. T/N-repor används mest och har en genomsnittlig daglig utlåningsvolym på cirka 13 miljarder kronor. Därefter följer reposwappar med en genomsnittlig daglig volym på cirka 7 miljarder kronor. O/N-repor används minst med en genomsnittlig daglig utlåningsvolym på cirka 0,7 miljarder kronor. Utlåningen varierar också betydligt över tid. De högsta utlåningsvolymerna i T/N-repor inträffade 2017–2018, medan reposwappar användes mest 2020–2021.

Brist på statspapper som är tillgängliga för handel på marknaden (government bond scarcity) är en anledning till en ökad användning av repofaciliteten. Det beror på att återförsäljarna lånar statspapper för att undvika leveransproblem och för att kunna fortsätta fullgöra sina åtaganden som marknadsgaranter. Resultatet från Riksgäldens årliga enkätundersökning med återförsäljarna bekräftar bilden av att repofaciliteten har en roll i att mildra effekten av brist på statspapper på den sekundära statspappersmarknaden.

Period 1 och 2: Den globala finanskrisen och den efterföljande skuldkrisen i Europa

De dagliga utlåningsvolymerna för T/N-repor och reposwappar ökade kraftigt under den globala finanskrisen. Den genomsnittliga dagliga utlåningsvolymen steg från mindre än tio miljarder kronor till mer än 25 miljarder kronor under den globala finanskrisen. Vid krisens höjdpunkt steg utlåningsvolymen på T/N-repor till över 50 miljarder kronor. Under den globala finanskrisen och den efterföljande skuldkrisen i Europa präglades finansmarknaderna av hög efterfrågan på säkra tillgångar, vilket ökade efterfrågan på statsobligationer. Det kan ha lett till en viss brist på statsobligationer och därmed en ökad efterfrågan på att låna statspapper i Riksgäldens repofacilitet.

Period 3: Riksbankens kvantitativa lättnader

Användningen av repofaciliteten har ökat betydligt sedan Riksbanken inledde sitt köpprogram av obligationer på marknaden, det vill säga kvantitativa lättnader.⁷

Under 2015–2020 köpte Riksbanken uteslutande svenska statsobligationer inom sitt tillgångsköpsprogram. Som högst uppgick Riksbankens ägarandel i svenska utestående nominella statsobligationer till 53 procent. I vissa obligationsserier uppgick Riksbankens ägarandel till över 60 procent. I och med att Riksbanken 2020 utvidgade tillgångsköpsprogrammet till att omfatta även bostads-, företags- och kommunobligationer, samtidigt som Riksgälden ökade sina emissioner av statspapper, sjönk Riksbankens ägarandel i nominella statsobligationer till 51 procent.

Under 2017 nådde de dagliga utlåningsvolymerna i repofaciliteten undersökningsperiodens rekordnotering, över 70 miljarder kronor. Analysen i Blix

⁷ Denna period sammanfaller även med stora oförutsedda överskott för staten och låg emissioner av statspapper. Blix Grimaldi och Hirvonen (2023) tar i sin analys hänsyn till emissioner och utstående volymer av statspapper genom att normalisera Riksbankens köp av statsobligationer med utstående volymer.

Grimaldi och Hirvonen (2023) tyder på att Riksbankens kvantitativa lättnader har varit en nyckelfaktor till den observerade ökningen i de utlånade volymerna.

Period 4: Coronapandemin

I likhet med andra länder ledde de finanspolitiska åtgärderna i Sverige, med syfte att mildra pandemins effekter, till ett högre lånebehov och ökade emissioner av statspapper. Pandemins effekter på statsfinanserna i Sverige var dock kortvariga och i slutet av 2021 hade nettolånebehovet återgått till nivån före pandemin och åter blivit negativt.

De ökade emissionsvolymerna av statspapper bidrog troligen till att utlåningsvolymerna på O/N-repor höll sig på relativt låga nivåer. Facilitetens användning ökade inte mer under coronapandemin.

Gällande T/N-repor och reposwappar är pandemieffekten svår att urskilja. Efterfrågan av dessa repor påverkades av ändringen av användarvillkoren, som vi diskuterar i nästa avsnitt, samt av att utbudet av statsskuldsväxlar ökade kraftigt.⁸

Ändringar i användarvillkoren för repofaciliteten

Volymen på reposwappar ökade kraftigt i början av 2020, före inledningen av coronapandemin. I slutet av december 2019 sänktes premien på reposwappar temporärt från 30 räntepunkter till 20 räntepunkter. Samtidigt höjdes volymbegränsningen från 2 till 4 miljarder per obligation och återförsäljare. Villkoren på reposwappar blev därmed förmånligare för återförsäljarna. Villkoren för O/N- och T/N-repor förblev oförändrade.

Efter ändringen av premien, under de två första månaderna av 2020, ökade den genomsnittliga dagliga utlåningsvolymen av reposwappar på nominella statsobligationer från ett genomsnitt under 2015–2019 på 4 miljarder kronor till 8 miljarder kronor. Sex månader efter ändringen av premien och tre månader efter att pandemin inleddes, hade den dagliga utlåningsvolymen av reposwappar stigit till över 30 miljarder kronor, den högsta volymen under hela undersökningsperioden. Samtidigt minskade volymen på T/N-repor från ett genomsnitt under 2015–2019 på 20 miljarder kronor till ca 10 miljarder kronor. I september 2021, då premien på reposwappar återställdes till 30 räntepunkter, föll användningen av reposwappar kraftigt. Samtidigt ökade volymen på T/N-repor åter.

Blix Grimaldi och Hirvonen (2023) visar att ändringen av premien inte påverkade de totala utlånade volymerna i Riksgäldens repofacilitet, korrigerat för effekterna av Riksbankens kvantitativa lättnader, Riksgäldens emissioner och volatiliteten på obligationsmarknaden. Däremot tyder resultaten på att ändringen av premien orsakade en substitutionseffekt då ökningen i användning av reposwappar kompensades med minskad användning av T/N-repor.

⁸ Statsskuldsväxlar användes i utbyte mot ett andra statspapper i reposwappar. Utbudet av statsskuldsväxlar ökade från cirka 20 miljarder SEK i mars 2020 till cirka 190 miljarder SEK i februari 2021. Därefter sjönk utbudet till cirka 100 miljarder i SEK i september 2021, en nivå som bestod till slutet av 2021.

Referenser

Blix Grimaldi, M. and Hirvonen, J. (2023), *Government bond market developments and the usage of the DMO's security lending facility – Evidence from Sweden*, published in [Sustainability of Debt Management in the Post-Pandemic Era](#), jointly by OECD, World Bank and Italian Ministry of Economy and Finance.

IMF (2001), *Guidelines for Public Debt Management*, IMF Policy paper, IMF.

IMF (2014), *Revised Guidelines for Public Debt Management*, IMF Policy paper, IMF.

Statsskuldens förvaltning (2022), [Statsskuldens förvaltning – underlag för utvärdering 2021](#). Stockholm: Riksgälden.

Statsupplåningsrapport (2020), [Statsupplåning – prognos och analys 2020:2](#). Stockholm: Riksgälden.

World Bank Group (2015), *Securities lending and related standing facilities: background note*, Washington DC: World Bank.

Erikson, H (2021), *Central bank bond purchases and premiums – the Swedish experience*, [Staff memo published by Sveriges Riksbank](#)

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

