

# Riksgäldens roll under kreditoron

*Den globala kreditoron, som började i somras och har fortsatt under hösten, har ökat efterfrågan på statspapper samtidigt som utbudet minskat. Det har lett till brist på statspapper också i Sverige. Riksgälden har ett åtagande att alltid låna ut statspapper till sina motparter. Vi lånar för närvarande ut statspapper för 40 till 60 miljarder kronor varje dag inom ramen för detta åtagande. Detta görs med repor som innebär att vi köper tillbaka utlånade papper dagen därpå. Repoåtagandet stödjer likviditeten och har dämpat genomslaget av den internationella kreditoron på den svenska räntemarknaden.*

I och med att våra återförsäljare kan låna statspapper av oss minskar risken för bristsituationer på marknaden. Jämfört med obligationsmarknaden i euroområdet har den svenska räntemarknaden fungerat väl, vilket bidrar till dess internationella renommé. Samtidigt kan det vara så att vårt marknadsåtagande har bidragit till att fördröja nödvändiga anpassningar. Det är därför viktigt att aktörerna på räntemarknaden anpassar sig till nya förhållanden med en mindre statsskuld genom att utveckla sin förvaltning och använda andra instrument.

## Repor på räntemarknaden

Marknadsgaranter (till exempel banker) ställer köp- och säljkurser för statspapper till sina kunder. Vanligen har banken endast ett litet eget lager av papper. Det betyder att när banken till exempel säljer en statsobligation så säljer den något den inte har i lager. Banken kan då köpa den från en investerare eller en annan bank. Om det är svårt att göra detta till ett rimligt pris kan alternativet vara att tillfälligt låna pappret i en repa på marknaden. Den som lånar ut pappret får pengar i utbyte. Från dennes synpunkt är det således fråga om ett kortfristigt lån (se faktarutan).

Ett annat exempel är en placerare som vill sälja ett räntebärande värdepapper därför att han tror att räntan ska gå upp och själv inte äger detta papper. Han kan då sälja ett papper som han först köper på repomarknaden (och därmed förbinder sig att sälja tillbaka, det vill säga repa). Detta är räntemarknadens motsvarighet till att blanka aktier.

Utbudet av repor kommer från investerare eller banker som vill öka på sin avkastning genom att låna ut sitt innehav av finansiella instrument. Alternativt kan man repa ut sina tillgångar för att låna pengar under kortare eller längre tid. Ett köp av ett räntepapper kan i princip finansieras genom att köparen repar ut innehavet.

Den svenska repomarknaden fungerar mycket väl i ett internationellt perspektiv. Likviditeten är betydligt större

## VAD ÄR EN REPA?

En repa i ett statspapper är en försäljning av en obligation eller statsskuldväxel där man samtidigt kommer överens om ett återköp av samma papper. För motparten innebär repa att man lånar ut pengar eftersom man i första ledet betalar för statspappret och sedan får tillbaka pengarna när man säljer tillbaka pappret.

Med ett mer tekniskt språkbruk kan en repa beskrivas som en överenskommelse om en avistaförsäljning i kombination med ett terminköp av ett specifikt värdepapper. En termin kan ses som en avistaaffär med förskjuten likvid. Köparen i avistaaffären (som lånar ut pengar) får en ersättning (ränta) vid terminsaffären. Ersättningen är skillnaden mellan termins- och avistapriset. Terminspriset bestäms utifrån avistapriset och ett avkastningskrav (implicit "reparänta"). Om transaktionen görs åt andra hållet (avistaköp av värdepapper och så vidare) kallas detta för en omvänd repa.

än man skulle tro mot bakgrund av utestående obligationsstock. Det är en väsentlig konkurrensfördel för den svenska statspappersmarknaden.

## Vår roll

Vid bristsituationer (där det är svårt att hitta ett papper till rimligt pris på marknaden) kan man vända sig till Riksgälden och repa in det papper som är svårt att hitta på marknaden. Bostadsinstituten har motsvarande åtagande.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Även utländska skuldkontor erbjuder repor vid bristsituationer. Villkoren skiljer sig dock mellan länderna. Se t.ex. Holmlund, A [2003] "Marknadsvärld och -utveckling i Sverige och några andra europeiska länder", Statsuppläning – prognos och analys 2003:3.

Marknadsåtagandet eller marknadsvårdande repor innebär att vi på begäran säljer statspapper samtidigt som vi köper tillbaka samma papper en dag senare (återköpsavtal eller repa). Då marknaden vet att det alltid finns en möjlighet att låna statspapper hos oss minskar osäkerheten på marknaden. Marknadsgaranterna (*market makers*) vet också kostnaden för att låna statspappret hos oss och kan ställa snäva priser i statspapper.

Om en aktör inte kan leverera ett statspapper i tid till VPC innebär det en risk för en kedjereaktion. Då uteblir också den betalning som behövs för att genomföra en annan transaktion och så vidare. Vårt marknadsåtagande utgör således en garant för att avvecklingen på marknaden för statspapper fungerar.

Riksgälden övertog i februari 2000 marknadsåtagandet för statspapper från Riksbanken. Det ansågs naturligt eftersom det gäller de statspapper som Riksgälden emitterar och att vi därför själva borde ansvara för marknadsvården. En annan orsak var att ansvarsfördelningen mellan Riksgälden och Riksbanken blivit tydligare: banken fokuserar på penningpolitiken och Riksgälden på de transaktioner som har att göra med statsskuldförvaltningen. Riksbanken har numera inga svenska statspapper i sin portfölj och har därmed inte förutsättning att göra repor av det slag som diskuteras här.

För att undvika förväxling bör nämnas att Riksbanken också gör repor där Riksbanken repar in värdepapper mot likviditet (pengar). Dessa repor har ett penningpolitiskt syfte: att påverka likviditeten i banksystemet och tala om vilken nivå på den korta marknadsräntan (dagslåneräntan) som Riksbanken anser vara förenlig med dess mål om stabila priser, i dagligt tal kallad Riksbankens reporänta. Andra aktörer (som Riksgälden) lånar pengar kortfristigt (eller lånar ut värdepapper) på repomarknaden till en ränta som ytterst styrs av Riksbanken. Våra repor påverkar inte förutsättningarna för penningpolitiken.

Våra marknadsvårdande repor i statspapper (obligationer och statsskuldväxlar) görs på förfrågan från våra återförsäljare. Vår policy är att marknaden själv ska hantera marknaden för repor. Därför tar vi betalt för denna tjänst. När vi gör repor i nominella statsobligationer lägger vi på en premie på 30 räntepunkter, det vill säga att vi lånar pengar i repa till en ränta som är 0,3 procentenhet lägre än Riksbankens reporänta. Premien är lägre för statsskuldväxlar, 15 räntepunkter under Riksbankens reporänta, och för realobligationer är den 10 räntepunkter. Den lägre premien för dessa statspapper är inte självklar, men har motiverats med att statsskuldväxlar har kortare löptid och att bägge marknaderna har sämre likviditet än den nominella.

## SYFTET MED MARKNADSÅTAGANDENA

Målet för statsskuldförvaltningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna utan att ta för stora risker. En väl fungerande och likvid statspappersmarknad med en bred investerarbas är viktig för att uppnå detta mål. Vår policy är att agera med öppenhet, transparens och förutsägbarhet i samma syfte: att bidra till en väl fungerande och likvid marknad. Riksgäldens åtagande att erbjuda våra återförsäljare repor kan ses som ett led i detta arbete. Vi försöker kompensera för den svenska marknadens relativa litenhet. Repoåtagandet bidrar till att likviditet och djup på statspappersmarknaden förbättras.

## Repor och vår likviditetsförvaltning

Riksgälden har under åren utvecklat likviditetsförvaltningen mot fler motparter och fler instrument. Vi anpassar storleken på våra emissioner i statsskuldväxlar till ändrade prognoser för kassaflödena, vi kan ge ut statsskuldväxlar med skraddarsydda löptider (likviditetsväxlar) och repor kan användas för att i god tid täcka kommande finansieringsbehov. Det återstående lånebehovet täcks med banklån (deposits). I och med att vi använt repor i statspapper har vi kunnat tillgodose efterfrågan på statspapper inom ramen för vår reguljära upplåning.<sup>2</sup>

Det har emellertid visat sig vara problematiskt att använda repor i vår kortfristiga upplåningsverksamhet. Kostnaderna för att göra repor med oss har berott på om vi haft upplånings- eller placeringsbehov. Vid lånebehov har vi haft en marknadsmässig prissättning. Då vi har haft överskott har vi tagit ut den premie som gäller inom ramen för vårt marknadsåtagande. Lönsamheten för investerarna av att repa ut egna innehav har därmed kommit att bero på vår kassaställning och upplevts som ryckig. Tills vidare, och då efterfrågan på repor i statspapper är stor och därmed "marknadspriset" högt, gör vi emellertid endast repor i statspapper inom ramen för vårt marknadsåtagande till vår fasta prislista.

Vid överskottslikviditet kan vi göra omvända repor i statspapper och i andra räntebärande värdepapper med god säkerhet. På kronmarknaden är det främst fråga om

<sup>2</sup> *Sjulander, A [2005] "Staten likviditetsförvaltning", Statsupplåning – prognos och analys 2005:1*

bostadspapper. Vi kan också köpa tillbaka utestående statsskuldväxlar med kort återstående löptid eller köpa andra räntebärande värdepapper med god kreditvärdighet som bostadspapper. På den internationella penningmarknaden kan vi också göra så kallade trepartsrepor, köpa Commercial paper eller placera hos andra skuldkontor (stater). Resterande överskottslikviditet placeras vi hos såväl svenska som utländska banker på depositmarknaden för kronor och utländsk valuta inom ramen för uppsatta kreditlimiter.

## Likviditetsoron under hösten 2007

Under den globala kreditoron som accelererade efter att problemen i sub-prime marknaden i USA blev uppenbara under sommaren 2007 kom efterfrågan på statspapper med god kreditvärdighet att öka starkt. I takt med att placerare minskade sina innehav av papper med högre kreditrisk för att köpa statspapper kom stora portföljflyttningar att äga rum.

Under perioder med stora portföljflyttningar uppstår lätt flaskhalsar med bristsituationer (ofta används det engelska uttrycket *squeeze*) där det är svårt för aktörerna att hitta efterfrågade instrument på marknaden. Denna bristsituation förvärras av att många investerare inte repar ut sina innehav. Om ett papper till exempel säljs av en aktör som deltar i repomarknaden och köps av investerare som inte deltar försvinner pappret från den likvida delen av marknaden.

Kreditoron med åtföljande brist på statspapper har också påverkats av att vi samtidigt fått en väsentligt mindre utestående stock av statsskuldväxlar. En ökad efterfrågan samtidigt som utbudet minskat har inte underlättat situationen.

Resultatet har blivit en kraftigt ökad efterfrågan på de repor vi tillhandahåller inom ramen för vårt marknadsåtagande. Under tidigare turbulenta perioder har efterfrågan på stora volymer av repor pågått kanske några veckor med tillfälliga höga toppar. Under hösten 2005 och våren 2006 gjordes marknadsvårdande repor i storleksordningen 5-10 miljarder kronor i snitt per dag. Under den nuvarande oron ligger den dagliga repovolymen på mellan 40 och 60 miljarder kronor. Lägg märke till att de repor vi gör har en löptid på en dag. Nästa dag görs därför nya repor för ungefär samma belopp. Vi rullar således en repostock på cirka 50 miljarder dagligen.

De överskott som uppstår i samband med stora volymer i marknadsvårdande repor placeras på samma sätt som de överskott som periodvis uppkommer även i normala tider. Överskott och underskott som återstår vid dagens slut

hos oss och hos de stora bankerna hanteras genom insättningar/lån (deposits). Deposits är emellertid förenade med kreditrisker varför vi – liksom alla banker – har limiter på hur stora deposits som kan göras hos varje motpart.

För att begränsa kreditexponeringen försöker vi därför göra placeringar av överskott med säkerheter i utbyte mot utlåning. Detta uppnås genom att placera överskott i form av en repa, det vill säga vi lånar ut överskott och får ett värdepapper som säkerhet. De vanligaste värdepappren är statspapper eller bostadspapper. Mot bakgrund av den stora efterfrågan på statspapper gör vi för närvarande i huvudsak placeringar med bostadspapper som säkerhet.

Vårt marknadsåtagande syftar till att underlätta den löpande handeln och bidra till likviditet och till att förhindra leveransproblem. Repoåtagandet har bidragit till att den svenska räntemarknaden fungerat relativt väl. Till exempel har euromarknaden tidvis haft svårt att upprätthålla en likvid handel.

Under den pågående kreditoron har emellertid våra repor utnyttjats på ett sätt som inte varit avsett utan snarast kan beskrivas som en bieffekt av vårt stående åtagande. Samtidigt som våra repor har gett ett positivt bidrag i form av extra likviditet och stabilitet åt marknaden finns det således avigsidor. Våra repor har varit en kudde i orostider och bidragit till att begränsa oönskade kortsiktiga ränterörelser och underlättat för våra återförsäljare att upprätthålla handeln. Genomslaget av bristsituationen på pris- och räntebildningen på marknaden har dämpats.

Marknadspriser fyller funktionen att signalera förändringar i utbud och efterfrågan och ge incitament till förändringar. I den mån våra repor minskar genomslaget på marknaden finns det risk för att nödvändiga anpassningar fördröjs.

Riksgälden kan i princip inte låna mer än vad som motsvarar statens lånebehov. I längden kan vi inte låna via repor och sedan förvalta det vi får in som ett överskott. Förr eller senare innebär omfattande repor att vi till exempel måste minska obligationsupplåningen, vilket skulle gå på tvärs mot vår policy att prioritera just denna upplåning. Det är också orimligt att vi drar ned den utestående stocken av statsskuldväxlar bara för att sedan omedelbart repa ut samma volymer.

Repomarknaden är en marknad som alla aktörer på statsobligations- och växelmarknaden drar nytta av. Det är därför förvånande att vissa aktörer vägrar delta och repa ut sina innehav. Dessa aktörer drar nytta av andras insatser utan att själva bidra.

Det är också så att repoverksamheten ger ett signifikant och säkert bidrag till avkastningen hos investerarna. Om en placerare frivilligt avstår från en säker vinst, det vill säga en verksamhet som gott och väl täcker kostnaderna, är det motiverat att diskutera hur pass professionellt förvaltningen bedrivs. Vi förutsätter att de aktörer som i dag inte deltar i repomarknaden snarast omprövar sin inställning.

Det är också viktigt att investerarna anpassar sin förvaltning till ändrade förhållanden. Statsskulden minskar och det är nödvändigt för aktörerna i den svenska räntemarknaden att i högre grad använda andra instrument som terminer, FRA-kontrakt och swappar, så att man klarar en effektiv förvaltning utan att vara helt beroende av cash-handel i statspapper.

## VILLKOR FÖR REPOR I VÅRT MARKNADSÅTAGANDE

Repoåtagandet gäller för försäljning av statspapper med likvid nästa dag, T+1, och återköp i övermorgon, T+2 (på engelska *tomorrow /next, T/N*).

<b>Instrument</b>	<b>Avdrag från Riksbankens reporänta</b>
Nominella statsobligationer, benchmark	-30 räntepunkter
Realobligationer	-10 räntepunkter
Statsskuldväxlar	-15 räntepunkter

*Anm:* Vid samma dags likvid, T+0 (dvs. över natten eller på engelska *over night, o/n*) gör vi ett avdrag på 5 räntepunkter från T/N-nivån.

Vi har även ytterligare marknadsåtaganden.  
Se vår hemsida: [www.riksigdalen.se/upplaning](http://www.riksigdalen.se/upplaning)

## En framåtblick

Vårt marknadsåtagande är en viktig del i Riksgäldens strävan att minimera kostnaderna för statsskulden. Den svenska marknaden är relativt liten jämfört med många andra marknader. Vi tror därför att det är värdefullt att vi kan stödja marknaden genom att tillhandahålla statspapper via repor i bristsituationer. Detta bidrar till likviditet och en i längden billig upplåning.

Vi vill undvika att ändra villkoren för vårt marknadsåtagande i repor under den pågående oron på penningmarknaden. Men det förutsätter att aktörerna på marknaden anpassar sina verksamheter till att en allt mindre statsskuld gör att volymen statspapper också minskar.

Det finns skäl att se över den långsiktiga utformningen av vårt marknadsåtagande i ljuset av utvecklingen under hösten. Finns det brister i åtagandets nuvarande utformning? Ger strukturen tillräckliga incitament till andra aktörer att reagera och anpassa sig? Det kan vara olämpligt att sätta ett tak på repovolymer eftersom det finns starka skäl att förhindra leveransfallissemang. Därmed bör frågan ställas om det är motiverat att ha samma premie på reporna oavsett i vilken utsträckning åtagandet utnyttjas. Samtidigt finns det fördelar med att ha ett enkelt system och undvika fallgropar i form av komplexa system som i sin tur kan ge upphov till spekulationer mot systemets utformning. Som vanligt välkomnar vi synpunkter och förslag.

*Anna Sjulander  
Skuldförvaltare*

*Thomas Olofsson  
Upplåningschef*