

Staff memo

Penningmarknaden i svenska kronor 2022–2023

En översikt av marknaden och analys av
genomslaget från penningpolitiken

Sabina Colakovic
Ingrid Wallin Johansson
Max Brès

Augusti 2024

Rättelse 2024-08-22

Definitionerna av begreppen *repa* respektive *omvänd repa* på sidan 25 har korrigerats.

Innehållsförteckning

1	Penningmarknaden i svenska kronor	6
1.1	Marknaden för likviditetsutjämning	7
2	Penningpolitikens genomslag på penningmarknaden 2022–2023	11
2.1	Penningpolitiken och styrsystemet under 2022–2023	11
2.2	Påverkan på penningmarknaden under 2022–2023	14
3	Penningmarknadens olika segment 2022–2023	18
3.1	Dagslån (depositkontrakt)	19
3.2	Repor	25
3.3	FX-swappar	32
3.4	Korta värdepapper	37
3.5	OIS-kontrakt	40
	Referenser	43
	APPENDIX – Årsskifteseffekter på penningmarknaden	44

Staff memo

I ett staff memo kan medarbetare på Riksbanken offentliggöra kvalificerade analyser i relevanta frågor. Det är en tjänstemannapublikation som är fri från policyslutsatser och individuella ställningstaganden i aktuella policyfrågor. Publikationen godkänns av berörd avdelningschef. De åsikter som uttrycks i staff memos är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Inledning

Penningmarknaden är central för Riksbankens genomförande av penningpolitiken. I detta staff memo visar vi att räntorna på denna marknad påverkades på det sätt som kunde förväntas när Riksbanken höjde styrräntan under perioden 2022-2023. Vi åskådliggör även hur transaktionsmönster, aktivitetsnivå och räntenivåer ser ut på den svenska penningmarknaden. Vårt fokus ligger på den del av penningmarknaden där löptiderna är allra kortast och där transaktionerna i stor utsträckning uppkommer på grund av att penningmarknadsaktörerna behöver hantera sin kortfristiga likviditet.

Författare: Sabina Colakovic, Ingrid Wallin Johansson och Max Brès, samtliga verksamma vid Avdelningen för penningpolitik¹

Penningmarknaden är marknaden för ränteinstrument med löptid på upp till ett år och utan kupongbetalningar och andra liknande kassaflöden innan instrumentets förfall. Marknaden fyller en mängd funktioner för de aktörer som är aktiva där. Bland annat gör den det möjligt att utjämna tillfälliga likviditetsobalanser mellan aktörer som har behov av att placera likviditet och de som har ett behov av att låna likviditet. Riksbanken sätter indirekt ramarna för denna likviditetsutjämning genom att bestämma räntorna i sitt räntestyrningssystem. Detta styr de penningpolitiska motparternas alternativkostnader för sin likviditetshantering. Riksbanken stabiliserar på så sätt de kortaste marknadsräntorna nära styrräntan. Penningmarknaden utgör alltså det första steget i transmissionen av penningpolitiken och är därför av central betydelse för Riksbanken.

Riksbanken samlar sedan ett par år in data om genomförda penningmarknads-transaktioner från sina penningpolitiska motparter. Vi visar med hjälp av detta unika datamaterial, och vid behov andra datakällor, dels hur transaktionsmönster och aktivitetsnivå ser ut i penningmarknaden, dels hur räntebildningen fungerar gällande de instrument som har de allra kortaste löptiderna. Vårt fokus i detta staff memo ligger på den del av penningmarknaden som kan betraktas som marknaden för likviditetsutjämning, det vill säga löptider på upp till en dryg vecka.

Staff memot är strukturerat som följer. I avsnitt 1 ger vi en översiktlig bild av vad som menas med penningmarknaden och vilka funktioner den fyller för de aktörer som är aktiva där. Vi förklarar också vad vi menar med marknaden för likviditetsutjämning. Den insatte läsaren kan troligen bläddra direkt till avsnitt 2, där vi redogör för hur den penningpolitik som Riksbanken förde under höjningscykeln 2022-2023 påverkade penningmarknaden. Vi visar att penningmarknadsräntorna överlag förändrades i samma utsträckning som styrräntan. Transmissionen från penningpolitiken till

¹ Författarna vill tacka Maksat Allaberdiev, Mathias Andersson, Carl-Andreas Claussen, Jens Iversen, Peter Kaplan, Dominika Krygier och David Petersson för värdefulla synpunkter och/eller bistånd med dataanalysen. Författarna vill även tacka Tanja Lind för klarspråksgranskning och Gary Watson för översättning av staff memot till engelska.

penningmarknadsräntorna bedöms av bland annat denna anledning ha varit god under perioden. Riksbankens penningpolitik påverkade även penningmarknaden på andra sätt, bland annat genom att banksystemets likviditetöverskott minskade i linje med att Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor minskade. I avsnitt 3 redogör vi för hur handelsmönstren ser ut på svensk penningmarknad. Vi belyser exempelvis transaktionsaktivitet och räntebildning inom den svenska penningmarknadens fem huvudsakliga segment under perioden 2022-2023. De segment som vi diskuterar är i) icke-säkerställda transaktioner i form av dagslån (eller depositkontrakt), ii) säkerställda transaktioner i form av repor, iii) FX-swappar, iv) korta skuldebrev samt v) så kallade OIS-kontrakt, som är ränteswappar där den underliggande referensräntan har en mycket kort löptid. Denna del av memot kan också med fördel användas som ett uppslagsverk. I avsnitt 3 förklarar vi också hur själva instrumenten fungerar och används.

I ett appendix visar vi hur penningmarknaden påverkas av årsskifteseffekter. Det finns även ett antal faktarutor i staff memot som belyser viktiga företeelser och bidrar med mer information. Det finns rutor om hur Riksbankens räntestyrningssystem fungerar och hur banksystemets likviditetsställning bestämts, om hur referensräntor är sammankopplade med penningmarknaden och om de marknadsvårdande repofaciliteter som Riksgälden tillhandahåller. Sist i staff memots huvudtext finns även en ruta med mer information om de datakällor som memot är baserat på.

1 Penningmarknaden i svenska kronor

Penningmarknaden är den del av räntemarknaden där instrumenten har kortast löptid. Den fyller en mängd funktioner för de aktörer som är aktiva där. Bland annat ger den en möjlighet att utjämna tillfälliga likviditetsobalanser. Penningmarknaden utgör även det första steget i transmissionen av penningpolitiken.

Penningmarknaden (*eng.* money market) är den del av räntemarknaden där de räntebärande instrumenten med de kortaste löptiderna handlas.² Detta brukar anses vara de instrument vars ursprungliga löptid är kortare än ett år. En annan definition, som ofta sammanfaller med den föregående, är att penningmarknadsinstrument inte har några kupongbetalningar eller andra kassaflöden under sin löptid. Avkastningen regleras istället genom skillnaden mellan kassaflödena när instrumenten handlas och när de förfaller, alternativt som en nettobetaling vid förfall. Det är också denna definition av penningmarknaden som vi använder i detta staff memo. Detta är i linje med den definition som används i den europeiska centralbankens återkommande rapport om penningmarknaden i euro (ECB, 2023).

De viktigaste aktörerna på penningmarknaden i svenska kronor är banker, Riksgälden och olika finansiella företag såsom fond-, pensions- och försäkringsbolag. Även större icke-finansiella bolag använder penningmarknaden i betydande omfattning.

De fem storbankerna har i praktiken en särställning på penningmarknaden i svenska kronor.³ Detta eftersom de är de största aktörerna på marknaden och dessutom agerar motpart eller mellanhand i många av de transaktioner som genomförs. De är därför centrala för räntebildningen och därmed också för vilket genomslag som Riksbankens penningpolitik får på penningmarknaden. Samtliga av dessa är också kontrakterade av Riksgälden att vara återförsäljare och marknadsgaranter för svenska statsobligationer utöver att de är penningpolitiska motparter till Riksbanken.

Penningmarknaden fyller ett antal olika funktioner:

- Den möjliggör **kortfristig likviditetsutjämning** mellan de aktörer som behöver låna och de som behöver placera. Detta kan exempelvis göras med hjälp av dagslån som är icke-säkerställda lån med mycket kort löptid. Dessa kallas även för depositkontrakt.
- Den ger aktörer som behöver **låna ett specifikt räntebärande värdepapper** en möjlighet att göra detta. I en repotransaktion byter aktörerna likvida

² Det är värt att notera att begreppet penningmarknaden ibland används annorlunda. I den klassiska läroboken *Penningmarknaden* (Nyberg, Viotti och Wissén, 2014) används det exempelvis synonymt med räntemarknaden, där även räntebärande instrument med längre löptider, exempelvis obligationer och en mängd olika räntederivatinstrument ingår.

³ Med de fem storbankerna avser vi Danske Bank, Svenska Handelsbanken, Nordea, Skandinaviska Enskilda Banken and Swedbank.

medel mot en säkerhet under en kort period. Repor kan därför även användas för likviditetsutjämning.

- Den gör det möjligt för aktörer att **hantera likviditetsobalanser mellan valutor**. I en FX-swap byter aktörerna likvida medel i olika valutor under en viss tid. Ett likviditetsunderskott i en valuta kan därför hanteras tillfälligt genom att omvandla ett överskott i en annan valuta.
- Den är en källa till **kortfristig finansiering**, exempelvis i repomarknaden för löptider på omkring en dryg vecka eller genom emissioner av korta räntebärande värdepapper för lite längre men alltjämt korta löptider. Det senare utnyttjas bland annat av staten som emitterar så kallade statsskuldväxlar eller icke-finansiella företag som ofta emitterar så kallade företagscertifikat.⁴
- Den erbjuder en möjlighet både att **spekulera** i hur ränteläget kommer att utvecklas och att **hantera ränterisker**. Ett sätt att göra detta är att använda så kallade OIS-kontrakt, det vill säga ränteswappar där den underliggande referensräntan har en mycket kort löptid.

De största transaktionsvolymerna i den svenska penningmarknaden sker på löptider upp till en dryg vecka. I dessa fall kan man även tala om den kortaste delen av penningmarknaden som marknaden för likviditetsutjämning, se avsnitt 1.1 nedan. Korta värdepapper och OIS-kontrakt har dock vanligen längre löptider än så.

1.1 Marknaden för likviditetsutjämning

Det uppstår löpande betalningsflöden i både finansiell verksamhet och i icke-finansiell verksamhet, men det är sällan en perfekt matchning mellan in- och utflöden. Detta ger upphov till obalanser i likviditet som behöver hanteras. Större aktörer hanterar huvudsakligen sin kortfristiga likviditet på penningmarknaderna.⁵ Likviditetsobalanser hanteras vanligen med instrument som har en löptid upp till omkring en dryg vecka, och de hanteras främst med hjälp av dagslån, repor eller FX-swappar. Man kan då också tala om penningmarknadens kortaste del som marknaden för likviditetsutjämning. De typiska aktörerna på den här marknaden är Riksbankens penningpolitiska motparter, och då speciellt de största bankerna.⁶ Men även andra aktörer använder frekvent marknaden för att hantera sina kortfristiga likviditetsbehov.

Penningmarknaden, och speciellt den del som vi benämner som marknaden för likviditetsutjämning, är det första steget i transmissionen av penningpolitiken till

⁴ Även Riksbanken använder denna typ av instrument inom ramen för styrsystemet, se faktaruta på sidan 8. Dessa värdepapper kallas då för riksbankscertifikat.

⁵ I det fall som aktörer med behov av att aktivt hantera sin kortfristiga likviditet inte är aktiva på penningmarknaden sköter de vanligen sin likviditetshantering med sin bank.

⁶ Med penningpolitiska motparter avses de aktörer som kan få kredit från Riksbanken och kan placera i Riksbanken, se faktaruta på sidan 8 samt Hansson och Wallin Johansson (2023). Se exempelvis Kronestedt Metz (2005) för en översikt över hur dessa hanterar sin likviditet. Den här artikeln ger även idag en bra överblick över hur banker hanterar sin likviditet samt hur räntebildningen interagerar med Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Detta trots att artikeln har ett betydande antal år på nacken, och att en del förutsättningar har förändrats.

realekonomin. Penningmarknadsräntorna fortplantar sig sedan genom det finansiella systemet och påverkar i slutändan de räntor som hushåll och företag möter, vilket i sin tur påverkar inflationen och den realekonomiska utvecklingen.

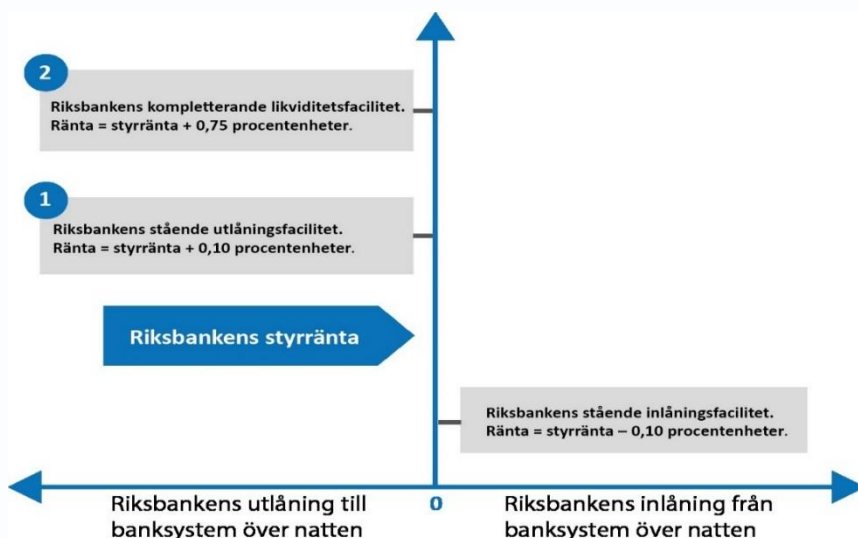
För att påverka räntebildningen i marknaden för likviditetsutjämning styr Riksbanken de penningpolitiska motparternas alternativkostnader för deras likviditetshantering. Detta gör Riksbanken genom att sätta räntorna på de olika instrument som erbjuds inom ramen för räntestyrningssystemet. Räntorna på transaktioner mellan Riksbanken och de penningpolitiska motparterna påverkar de räntor som motparterna sätter på transaktioner sinsemellan och på transaktioner med andra aktörer. På så sätt kan Riksbanken genom det penningpolitiska styrsystemet stabilisera räntenivåer på penningmarknaden nära styrräntan, vilket i sin tur påverkar längre marknadsräntor och de räntor som hushåll och företag möter.

FAKTA – Riksbankens penningpolitiska styrsystem⁷

I syfte att stabilisera de allra kortaste marknadsräntorna tillräckligt nära styrräntan använder Riksbanken sitt penningpolitiska styrsystem. I praktiken sker det genom att Riksbanken gör, eller erbjuder sig att göra, finansiella transaktioner med en begränsad krets av finansiella aktörer. Dessa så kallade penningpolitiska motparter får möjlighet att placera eller låna likvida medel hos Riksbanken. Riksbanken kan därför styra deras alternativkostnad för kortfristig likviditetsutjämning. Detta stabiliserar penningmarknadsräntorna nära styrräntan.

I inlåningsfaciliteteten kan motparterna placera obegränsad mängd likviditet över natten till en ränta 0,1 procentenheter under styrräntan. I utlåningsfaciliteten kan de låna obegränsade mängder likviditet över natten till en ränta 0,1 procentenheter över styrräntan i utbyte mot att lämna högkvalitativa säkerheter såsom statsobligationer. Dessa två faciliteter bildar en 0,2 procentenheter bred korridor runt styrräntan. Därtill kan motparterna låna mot något sämre, men ändå betryggande, säkerheter, såsom säkerställda obligationer, till en ränta 0,75 procentenheter över styrräntan i den kompletterande likviditetsfaciliteten.

Figur 1. De stående faciliteterna i Riksbankens penningpolitiska styrsystem



Anm. De fyllda cirkelarna med siffror refererar till de säkerhetsmassor som krävs för att nyttja respektive utlåningsfacilitet; primär (1) respektive sekundär (2) säkerhetsmassa.

Källa: Hansson och Wallin Johansson (2023)

Riksbanken genomför även veckovisa marknadsoperationer för att dränera överskottlikviditet från banksystemet i form av att emittera diskonteringspapper (Riksbankscertifikat) till en ränta som motsvarar styrräntan. Att dränera centralbanksreserver från banksystemet underlättar för att stabilisera räntor mellan penningpolitiska motparter i mitten av styrsystemets räntekorridor.

⁷ För mer information om Riksbankens penningpolitiska styrsystem, se Hansson & Wallin Johansson (2023).

FAKTA – Banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken

En viktig koppling mellan styrsystemet och penningmarknaden är banksystemets så kallade likviditetsställning gentemot Riksbanken. Likviditetsställningen är den sammantagna fordran som banksystemet har på Riksbanken i svenska kronor. Det är alltså en placering i Riksbanken som är direkt tillgänglig för respektive penningpolitisk motpart att använda för likviditetshantering. Dessa fordringar benämns även som centralbanksreserver och utgör tillsammans med sedlar och mynt den monetära basen ("centralbankspengar"). Banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken återfinns på skuldsidan av Riksbankens balansräkning och kallas även för Riksbankens penningpolitiska skuld. Det är likviditetsställningen som avgör hur stor mängd centralbanksreserver som finns tillgänglig för de penningpolitiska motparternas likviditetsutjämning över natten. Sedan år 2008 har banksystemet haft ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken.

Om något sker på tillgångssidan av Riksbankens balansräkning som minskar den totala balansomslutningen, så måste detta avspeglas även på skuldsidan av balansräkningen. Detta sker genom att banksystemets likviditetsställning påverkas. Ett exempel på en sådan faktor som påverkar denna är därför hur Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor utvecklas. När Riksbanken i penningpolitiskt syfte köpte värdepapper under åren 2015-2022 ökade banksystemets fordran på Riksbanken eftersom värdepappren betalades med centralbanksreserver. När Riksbankens värdepappersinnehav minskar genom förfall och aktiva försäljningar minskar istället banksystemets fordran på Riksbanken. Likviditetsställningen kan även påverkas av åtgärder som endast berör skuldsidan av Riksbankens balansräkning. En sådan faktor är hur sedelstocken utvecklas. Om värdet av utelöpande sedlar och mynt minskar, ökar likviditetsställning och vice versa. Det är värt att notera att åtgärder som inte vidtas i penningpolitiskt syfte också kan påverka banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken, trots benämningen penningpolitisk skuld.

Likviditetsställningen påverkas även när Riksbanken emitterar Riksbankscertifikat eller när någon av de penningpolitiska motparterna lånar likviditet i de stående faciliteterna. Denna påverkan är dock tillfällig. I det första fallet minskar mängden utestående centralbanksreserver eftersom Riksbanken i och med emissionerna drar in ("dränerar") centralbanksreserver från banksystemet. I det sistnämnda fallet tillförs centralbanksreserver till banksystemet.

2 Penningpolitikens genomslag på penningmarknaden 2022–2023

Under perioden april 2022 – september 2023 höjdes styrräntan med totalt 4,0 procentenheter. Riksbanken vidtog även ett antal ytterligare åtgärder som påverkade den mängd likviditet som fanns tillgänglig i marknaden för likviditetsutjämning. Genomslaget på räntebildningen har varit som förväntat, vilket har inneburit att penningmarknadsräntorna förändrades i ungefär samma utsträckning som styrräntan och att deras nivå överlag låg nära nivån på styrräntan.

2.1 Penningpolitiken och styrsystemet under 2022–2023

Aktivitetsnivån och räntebildningen i penningmarknaden påverkas av nivån på Riksbankens styrränta. De påverkas också av hur styrsystemet utformas och tillämpas, av hur Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor hanteras samt av andra åtgärder som påverkar Riksbankens balansräkning. Detta eftersom åtgärder på balansräkningen påverkar den mängd centralbanksreserver som finns tillgängliga i marknaden för likviditetsutjämning, se faktaruta i avsnitt 1. Penningpolitikens direkta påverkan på penningmarknaden är också tydligast i denna del av penningmarknaden, vilket gör att vi fokuserar på denna.

Under åren 2022–2023 skedde betydande förändringar jämfört med åren dessförinnan i Riksbankens penningpolitik, se Tabell 1. Styrräntan höjdes vid totalt åtta penningpolitiska möten från 0,00 procent till 4,00 procent. Räntehöjningarna genomfördes i steg som varierade mellan 0,25 och 1,00 procentenheter.

Tabell 1. Förändringar i Riksbankens styrränta 2022–2023

Procentenheter resp. procent

Datum för beslut	Genomförandedatum	Förändring	Styrränta efter höjning
27 april 2022	4 maj 2022	+0,25	0,25
29 juni 2022	6 juli 2022	+0,50	0,75
19 september 2022	21 september 2022	+1,00	1,75
23 november 2022	30 november 2022	+0,75	2,50
8 februari 2023	15 februari 2023	+0,50	3,00
25 april 2023	3 maj 2023	+0,50	3,50
28 juni 2023	5 juli 2023	+0,25	3,75
20 september 2023	27 september 2023	+0,25	4,00

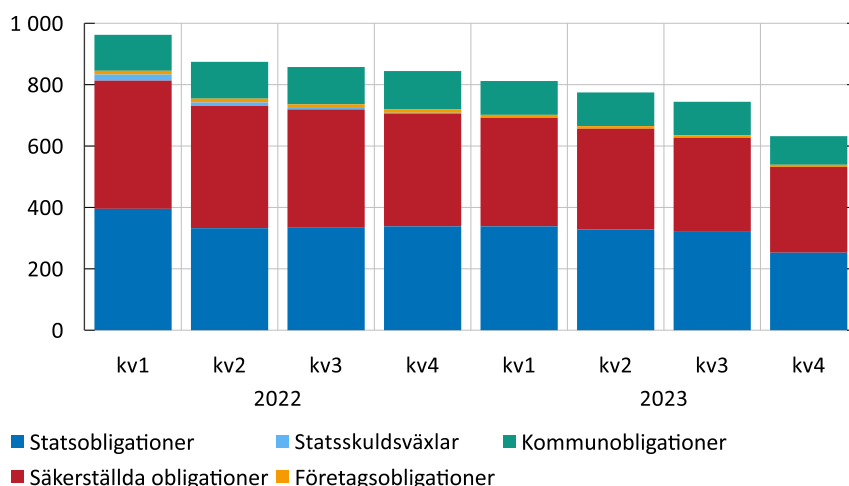
Källa: Riksbanken

Till följd av tidigare penningpolitiska åtgärder har Riksbanken ett betydande innehav av räntebärande värdepapper i svenska kronor. Under år 2022 köpte Riksbanken

värdepapper för att delvis kompensera för innehav som förföll under året. Dessa köp avslutades helt vid årsskiftet 2022–2023. I februari 2023 beslutade Riksbanken att från och med april samma år erbjuda sig att sälja svenska statsobligationer från sina innehav. Senare under året utökades också de månatliga försäljningsvolymerna. Riksbankens innehav av värdepapper minskade även till följd av att obligationer förföll, se Diagram 1 nedan.

Diagram 1. Riksbankens innehav av värdepapper i svenska kronor

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

Normaliseringen av Riksbankens balansräkning och minskningen av Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor bidrog under åren 2022–2023 till att banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbankens minskade tydligt. Även åtgärder som inte vidtogs i penningpolitiskt syfte påverkade likviditetsöverskottet. Övergången till en helt egenfinansierad valutareserv som slutfördes under 2022 var ett exempel på en sådan åtgärd som bidrog till att banksystemets likviditetsställning ökade.⁸ För mer information om varför dessa faktorer påverkar banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken, se faktaruta i avsnitt 1. I slutet av 2023 var banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken 987 miljarder kronor före emissionerna av Riksbankscertifikat, vilket kan jämföras med en toppnotering om drygt 1200 miljarder kronor i maj 2022, se Diagram 2 nedan.

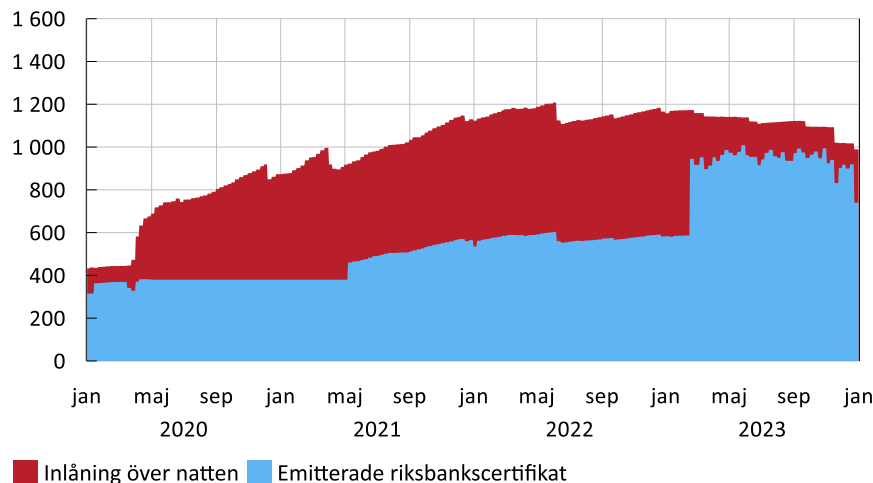
Under perioden 2022–2023 gjorde Riksbanken även ett antal förändringar i sitt penningpolitiska styrsystem. I juni 2022 genomfördes de sista stegen i de reformer som genomfördes stegvis under perioden 2019–2022. Detta innebar främst att Riksbanken införde de två separata utlåningsfaciliteterna med varsin godkänd säkerhetsmassa, se faktaruta i avsnitt 1.⁹ Tidigare hade Riksbanken lånat ut mot alla

⁸ Övergången till en egenfinansierad valutareserv ökade likviditetsställningen eftersom lån från Riksgälden ersattes med penningpolitisk skuld på skuldsidan av Riksbankens balansräkning.

⁹ Utöver det som nämns i löptexten var en viktig förändring som trädde ikraft i juni 2022 att Riksbankens viktigaste styrränta bytte namn till just "styrräntan" från det tidigare namnet "reporäntan". I detta staff

godkända säkerheter till samma ränta, det vill säga med ett påslag om 0,1 procentenheter på styrräntan.¹⁰ Förändringen innebar alltså att det blev dyrare för de penningpolitiska motparter som vill låna mot de typer av säkerheter som numera ingår i den sekundära säkerhetsmassan, vilket inkluderar säkerställda obligationer.

Diagram 2. Fördelning av banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbanken
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

En annan förändring under perioden gällde hur Riksbanken tillämpar det penningpolitiska styrsystemet. Under 2022 och början av 2023 tillämpades en princip om att i emissionerna av Riksbankscertifikaten endast erbjuda en emissionsvolym som uppgick till hälften av banksystemets likviditetsöverskott. Detta innebar alltså att maximalt hälften av likviditeten dränerades med hjälp av Riksbankscertifikat, medan den andra hälften alltid kvarstod för likviditetsutjämning över natten. I februari 2023 beslutade Riksbanken att slopa denna begränsning av volymen som erbjuds i emissionerna av Riksbankscertifikat. Från mitten av februari 2023 erbjuds hela likviditetsöverskottet, men de penningpolitiska motparterna väljer vanligtvis att lämna en betydande mängd centralbanksreserver tillgänglig över natten, i genomsnitt knappt 150 miljarder kronor, se Diagram 2 ovan. Jämfört med innan februari 2023 finns det dock betydligt mindre likviditet kvar över natten.

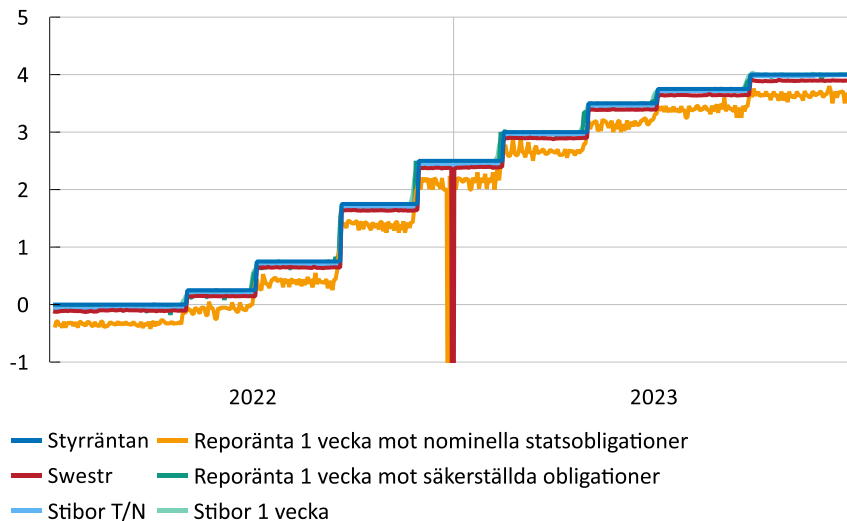
memo använder vi begreppet styrräntan även för perioden innan det formella namnbytet och reserverar begreppet "reporänta" för räntor på transaktioner i den privata repomarknaden. För mer information om reformerna 2019–2022, se Hansson och Wallin Johansson (2023).

¹⁰ Utöver det som nämns i löptexten tillämpade Riksbanken före införandet av de två säkerhetsmassorna vissa begränsningsregler exempelvis för hur stor del av den totala säkerhetsmassan som kunde utgöras av säkerställda obligationer.

2.2 Påverkan på penningmarknaden under 2022–2023

Riksbankens penningpolitik under perioden 2022–2023 har påverkat penningmarknaden på flera sätt. Förändringarna i styrräntans nivå är det som har haft tydligast effekt på penningmarknadsräntorna, men även avvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav och förändringarna i styrsystemet har påverkat både ränteläget och aktivitetsnivån.

Diagram 3. Styrräntan och penningmarknadsräntor 2022–2023



Anm. Reporäntorna är volymviktade och har beräknats utifrån de transaktionsdata som samlas in från de penningpolitiska motparterna. Transaktioner med Riksgälden har uteslutits vid beräkning av reporäntor.

Källa: Riksbanken, SFBF

Styrräntehöjningarna fick snabbt den förväntade effekten på de kortfristiga penningmarknadsräntorna när de blev effektiva, se Diagram 3 ovan och Diagram 4 nedan.¹¹ Det framgår också att dessa penningmarknadsräntor under perioden 2022–2023 låg nära styrräntans nivå överlag, med undantag för räntan på repor mot statsobligationer som vanligen låg omkring 0,30 till 0,40 procentenheter under styrräntan. Utöver penningpolitiken påverkas dessa reporäntor i stor utsträckning av räntesättningen på Riksgäldens marknadsvårdande repofaciliteter, se faktaruta på sidan 31. Under perioden 2022–2023 fortplantade sig förändringarna i styrräntans nivå genomgående till samtliga penningmarknadsräntor med stor följsamhet, vilket även gällde för räntor på repor mot statsobligationer. Det har även varit begränsad volatilitet i penningmarknadsräntorna, vilket framgår av diagrammen. Ett undantag var den väldokumenterade årsskifteseffekten, se appendix.

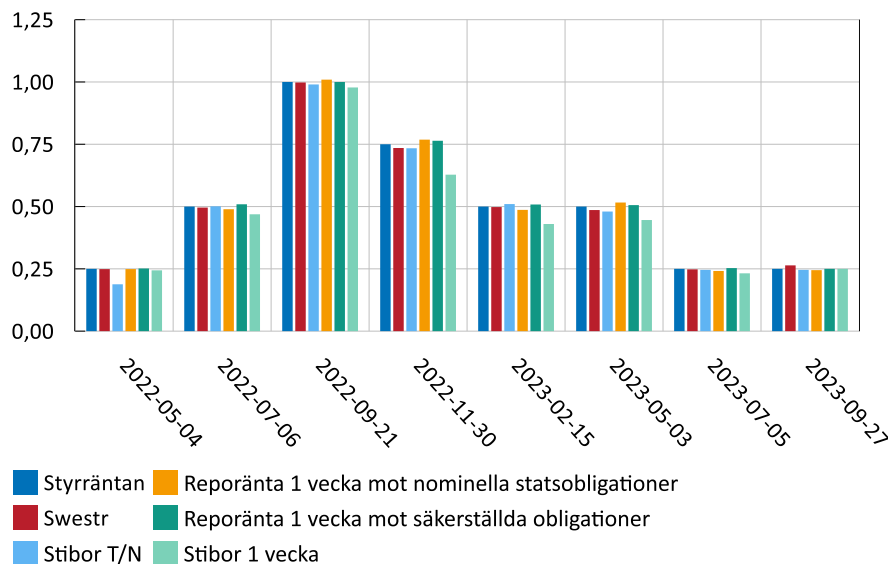
Utifrån dessa observationer kan man dra slutsatsen att transmissionen av styrräntans nivå till de korta penningmarknadsräntorna överlag har varit god under perioden 2022–2023. En annan slutsats som kan dras är att Riksbankens styrsystem under

¹¹ Det den effektiva styrräntan som spelar roll. Annonserade ränteförändringar som inte trätt ikraft spelar endast roll i den mån som instrumentens löptid sträcker sig över implementeringsdatumet.

perioden har uppnått sitt huvudsakliga mål, det vill säga att stabilisera korta marknadsräntor nära styrräntan.

Diagram 4. Momentant genomslag vid räntehöjningar under 2022–2023

Förändring av räntenivån i procentenheter



Anm. Reporäntorna är volymviktade och har beräknats utifrån de transaktionsdata som samlas in från de penningpolitiska motparterna. Transaktioner med Riksgälden har uteslutits vid beräkning av reporäntor. Styrräntan, Swestr och Stibor T/N gäller förändring jämfört med dagen innan styrräntehöjningen. Reporäntor och Stibor 1 vecka visar hur mycket räntorna ändrades i jämförelse med veckan innan. Effektiva datum för räntehöjningarna anges på x-axeln.

Källa: Riksbanken, SFBF

Det har genomgående under åren 2022–2023 funnits gott om centralbanksreserver kvar i marknaden för likviditetsutjämning över natten, se Diagram 2. Detta har pressat ned räntorna på icke-säkerställda transaktioner (dagslån) med mycket korta löptider mot Riksbankens inlåningsränta, se Diagram 5.¹² Det går heller inte att se någon tydlig effekt på Swestr sedan Riksbanken började erbjuda hela likviditetsöverskottet i emissionerna av riksbankscertifikat i februari 2023 och likviditeten över natten minskade som följd. Stibor T/N har däremot tenderat att noteras marginellt högre mot styrräntan sedan dess, men även denna förskjutning har varit av modest storlek och skett under ordnade former.¹³ Även på grund av det betydande likviditetsöverskottet har de penningpolitiska motparterna haft väldigt lite behov av att låna från Riksbanken. Därför påverkades knappt räntorna i penningmarknaden när styrsystemet ändrades i juni 2022, och de två utlåningsfaciliteterna infördes.

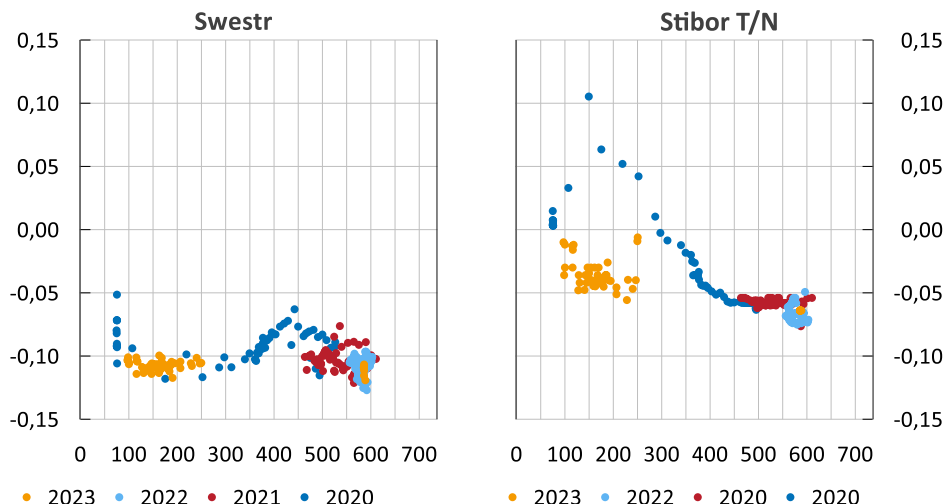
¹² Inlåningsräntan är styrräntan med ett avdrag om 0,1 procentenheter.

¹³ De tillfällen under år 2020 då skillnaden mellan Stibor T/N och styrräntan överstiger +0,02 procentenheter infaller samtliga under perioden med stress i fundingmarknader i samband med coronapandemins utbrott. För mer information om turbulensen på finansiella marknader under våren 2020, se exempelvis Gustafsson och von Brömsen (2021).

Diagram 5. Inlåning över natten och referensräntors avvikelse från styrräntan

X-axel: Ränteskillnad mot styrräntan i procentenheter

Y-axel: Placeringar i Riksbankens inlåningsfacilitet i miljarder kronor



Anm. Genomsnitt per vecka med utgångspunkt på onsdagar. Detta för att överensstämma med de perioder som Riksbankscertifikaten vanligen löper över. Skillnad mot styrräntan beräknad som referensränta minus styrränta. Swestr blev tillgänglig för faktisk användning som referensränta den 1 september 2021. För perioden dessförinnan har de historiska skattningar som Riksbanken tagit fram använts. Enstaka avvikande observationer, främst vid årsskiften, visas inte i diagrammet.

Källa: Riksbanken

Statsobligationer och säkerställda obligationer är de typer av säkerheter som dominerar på den svenska repomarknaden, se avsnitt 3.2. Till skillnad från vissa andra centralbanker har inte Riksbanken repat ut sina obligationsinnehav i svenska kronor, vilket inneburit att dessa säkerheter således inte varit tillgängliga på repomarknaden. Under perioden 2022–2023 minskade Riksbanken sina innehav av statsobligationer, säkerställda obligationer och andra värdepapper i svenska kronor, vilket bidragit positivt till mängden tillgängliga säkerheter i repomarknaden.¹⁴ I slutet av perioden ökade dessutom Riksgälden bruttoemissionsvolymerna av statsobligationer. Sammantaget innebar således åtgärderna från de båda myndigheterna att tillgängligheten av statsobligationer exempelvis i repomarknaden har ökat mot slutet av perioden samtidigt som Riksbankens innehav minskat genom förfall, se Diagram 6. Dessutom har nettoemissionerna av säkerställda obligationer tilltagit.

När Riksbankens innehav av en viss statsobligationsutgåva förfaller innebär detta i sig inte att mängden tillgängliga säkerheter ökar. Vad det däremot gör är att det minskar effekten på den tillgängliga mängden säkerheter från det totala volym av utgåvan som förfaller. Ponera exempelvis att total utestående volym av en viss nominell statsobligationsutgåva är drygt 100 miljarder kronor och att Riksbanken vid förfallotidpunkten för obligationen har ett innehav i den om drygt 50 miljarder

¹⁴ Notera att vi gör ett implicit antagande om att samtliga utestående obligationer som inte innehas av Riksbanken är tillgängliga för repomarknaden. Detta är dock en förenklad bild.

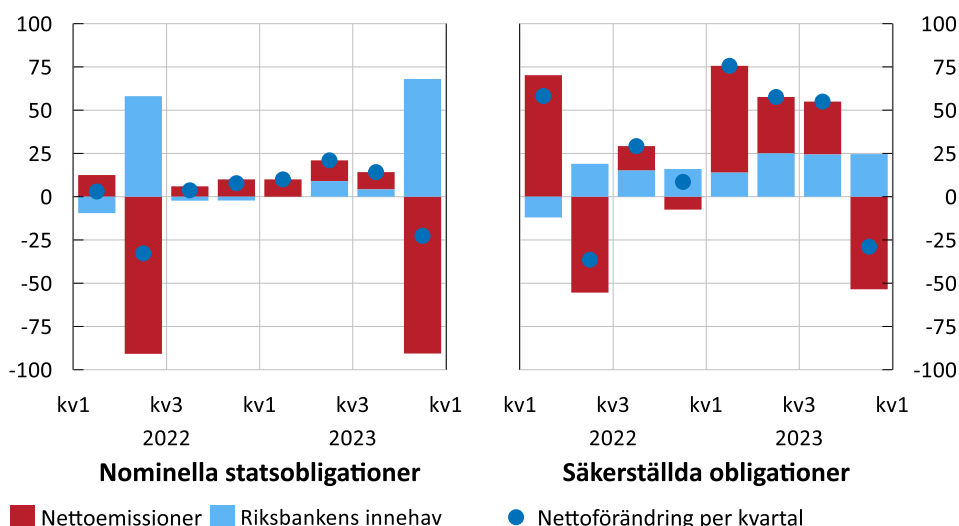
kronor. Detta innebär att mängden tillgängliga säkerheter i repomarknaden endast minskar med omkring 50 miljarder vid förfall, eftersom Riksbanken redan har dragit tillbaka denna mängd säkerheter när obligationerna ursprungligen köptes.¹⁵

Bortsett ifrån effekten av två stora statsobligationsförfall har tillgången på säkerheter i form av statsobligationer ökat stadigt under perioden 2022–2023.¹⁶ I linje med detta har utnyttjandet av Riksgäldens marknadsvårdande repofaciliteter minskat efter att i början av perioden varit mycket högt, se Diagram 20 nedan på sidan 31.¹⁷

Marknadsaktörer uppger samtidigt i Riksbankens Finansmarknadsenkät att statsobligationsmarknaden fungerar bättre (Sveriges riksbank, 2024b). Detta förefaller dock inte ha haft någon noterbar påverkan på reporäntor mot statsobligationer, som även mot slutet av perioden 2022-2023 handlade till räntenivåer omkring 0,30 till 0,40 procentenheter under styrräntan. Som tidigare var prissättningen av repor i den privata repomarknaden tydligt influerad av prissättningen på Riksgäldens faciliteter i slutet av perioden, se Diagram 3 ovan och Diagram 19 på sidan 30.

Diagram 6. Förändring i mängden säkerheter som är tillgängliga i repomarknaden

Miljarder kronor



Anm. Avser den kvartalsvisa förändringen i utestående volym nominella statsobligationer i svenska kronor, respektive utestående volym säkerställda obligationer i svenska kronor från emittenter vars obligationer Riksbanken köpte under perioden 2020-2022, samt förändringen i Riksbankens innehav av samma typer av obligationer med omvänt tecken.

Källa: Riksbanken

¹⁵ Räkneexemplet bygger på den ungefärliga situationen när statsobligation 1057 förföll i november 2023.

¹⁶ Här kan främst noteras förfallen av statsobligationer 1054 (2022-06-01) och 1057 (2023-11-13). Den totalt utestående volymen av dessa vid förfall var 108 respektive 103 miljarder. Efter att hänsyn tagits till Riksbankens innehav var effekten att omkring 41 respektive 50 miljarder kronor av tillgängliga statsobligationer i repomarknaden drogs bort vid respektive förfall.

¹⁷ Utifrån det faktum att Riksgälden tillhandahåller de marknadsvårdande repofaciliteterna skulle man kunna argumentera för att utbudet av statsobligationer är oändligt i Sverige, och att avvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav således inte bör påverkas repomarknaden mot statspapper. Att utnyttjandet av repofaciliteterna nu sjunkit kraftigt när tillgången på säkerheter i övrigt har ökat indikerar däremot att marknadsaktörerna inte betraktar utbudet av statsobligationer som oändligt. För mer information om Riksgäldens marknadsvårdande faciliteter, se faktarutan på sidan 30.

3 Penningmarknadens olika segment 2022–2023

I detta avsnitt presenterar vi de viktigaste instrumenten på penningmarknaden i svenska kronor och beskriver hur respektive segment av penningmarknaden såg ut under perioden 2022–2023.¹⁸ De instrument som vi tar upp är dagslån, repor, FX-swappar, korta räntebärande värdepapper och OIS-kontrakt.

Vi har i denna analys inspirerats mycket av den Europeiska centralbankens *Euro money market study* (ECB, 2023). Vi använder oss därför av samma definition av penningmarknaden som i denna studie, se avsnitt 1. I linje med denna tar vi upp fem typer av penningmarknadsinstrument: icke-säkerställda transaktioner (dagslån eller *deposits*), säkerställda transaktioner (repor), FX-swappar, korta skuldebrev samt så kallade OIS-kontrakt.¹⁹ Dessa instrument och karakteristika för respektive marknad presenteras i styckena nedan.

ECB (2023) utgår i stor utsträckning från de data som ECB samlar in om penningmarknaden i euro, så kallade MMSR-data.²⁰ I huvudsak baseras också vår analys på de motsvarande transaktionsdata som Riksbanken samlar in om penningmarknaden i svenska kronor (TORA-data), se faktaruta i slutet av staff memot. Dessa data rapporteras in av de av Riksbankens penningpolitiska motparter som står för den största delen av aktiviteten på penningmarknaden i svenska kronor.²¹ Dessa data innehåller information på transaktionsnivå om transaktioner inom de tre segmenten dagslån, repor och FX-swappar. Information finns om transaktioner som har en löptid upp till 10 dagar. Om inget annat framgår baseras våra slutsatser i detta avsnitt på dessa data.

Till skillnad från de data som Riksbanken samlar in, innehåller ECB:s MMSR-data ytterligare segment i form av korta räntebärande värdepapper och OIS-kontrakt. Därtill innehåller MMSR-datan information om transaktioner med löptider upp till ett drygt år inom samtliga fem segment. Jämfört med ECB (2023) har vi därför i större utsträckning behövt komplettera de insamlade transaktionsdata från penningmarknaden med andra datakällor, se faktaruta i slutet av staff memot.

¹⁸ Författarnas bedömning är att de karakteristika om penningmarknaden som gällde under perioden 2022–2023, och som beskrivs i detta avsnitt, i stort råder även därefter. Därför används genomgående verbformen presens i detta avsnitt.

¹⁹ Bland de instrument som hade kunnat nämnas, men som vi alltså valt att inte ta upp, finns därför ett antal typer av korta räntederivat såsom FRA-kontrakt och RIBA-kontrakt. FRA-kontrakt, eller *forward rate agreement*, är terminskontrakt på Stibor 3m vid vissa fördefinierade datum, medan RIBA-kontrakt (*Riksbank futures*) är terminskontrakt på den genomsnittliga styrräntan under fördefinierade perioder.

²⁰ Omfånget av de data som ECB samlar in definieras i centralbankens förordning (EU) nr 1333/2014 av den 26 november 2014 om penningmarknadsstatistik (ECB/2014/48), som vanligen benämns som MMSR-regelverket (*eng.* MMSR Regulation). Förkortningen MMSR står för Money Market Statistical Reporting.

²¹ Samtliga rapportörer är kreditinstitut. Transaktioner med Riksbanken ska inte rapporteras

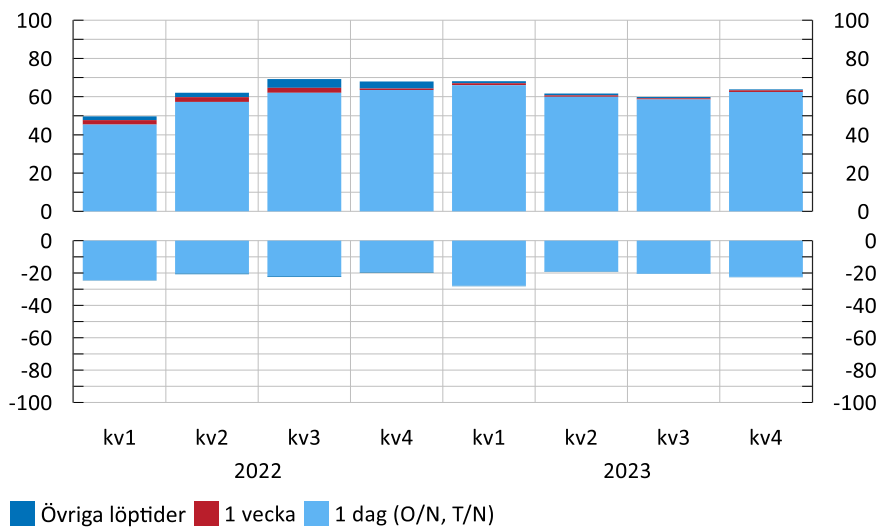
3.1 Dagslån (depositkontrakt)

I den svenska penningmarknaden genomförs icke-säkerställda transaktioner vanligen som så kallade dagslån. Även beteckningen deposit eller depositkontrakt används i linje med de engelska begreppet (*eng. unsecured deposits*).²² Dessa transaktioner har en enkel och standardiserad konstruktion. Den innebär att en part i transaktionen lånar ut likvida medel till en annan utan att erhålla säkerhet för lånet. I den svenska marknaden har transaktionerna alltid en specificerad löptid samt en överenskommen ränta. Den här enkla konstruktionen där ingen säkerhet ställs för lånet innebär dock att dessa transaktioner är förknippade med en motpartsrisk för placeraren, vilket påverkar räntan i transaktionerna.

Dagslån används framförallt för att utjämna likviditetsbehovet mellan olika aktörer på väldigt korta löptider, se Diagram 7. Oftast genomförs icke-säkerställda transaktioner med en underliggande löptid om en dag. Allra vanligast är löptiden från affärsdagen till dagen därpå (*overnight (O/N)*). Det sker en viss aktivitet även på andra löptider, såsom från bankdagen efter affärsdagen till dagen därpå (*tomorrow-next (T/N)*) eller en vecka.²³ Under perioden 2022–2023 var omsättningen på dagslånemarknaden relativt oförändrad även om ökning kan skönjas under år 2022, se Diagram 7 nedan. Även de utestående volymerna vid kvartalsskiftet har sett en motsvarande utveckling om man bortser ifrån det fjärde kvartalet för respektive kalenderår, se Diagram 8.

Diagram 7. Omsatt volym på dagslånemarknaden

Genomsnittlig daglig volym, miljarder kronor



Anm. Övre panel visar när rapportörerna lånar in likvida medel. Nedre panel när de lånar ut likvida medel. Båda panelerna avser löptider upp till 10 dagar.

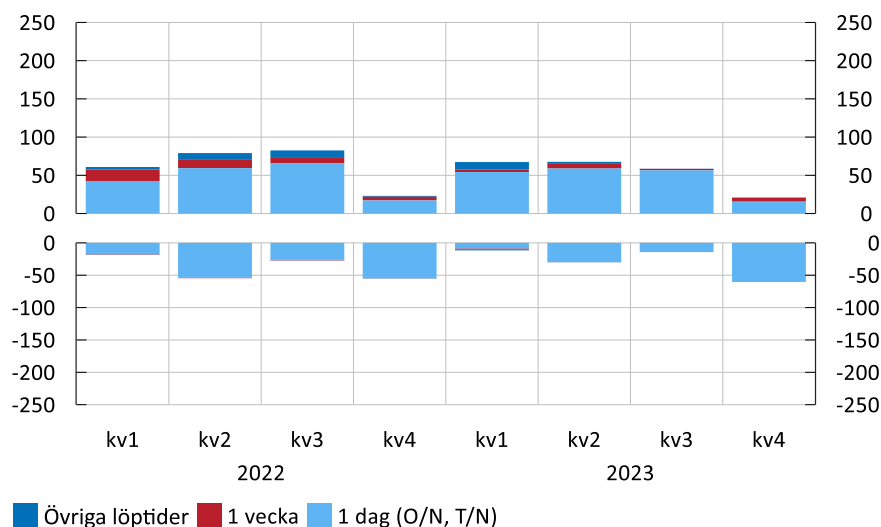
Källa: Riksbanken (TORA)

²² En anledning till detta kan vara att begreppet dagslån felaktigt kan leda tankarna till lån under dagen, det vill säga intradagskrediter, vilket erbjuds inom ramen för Riksbankens centrala betalningssystem RIX. En annan anledning är att det kan tyckas missvisande för transaktioner på andra löptider än en dag.

²³ Historiskt sett var löptiden T/N den dominerande för likviditetshantering i Sverige (se Kronstedt Metz, 2005), vilket är en anledning till att den kortaste löptiden för referensräntan Stibor är just T/N och inte O/N.

Diagram 8. Utestående volym på dagslånemarknaden i slutet av kvartalet

Miljarder kronor

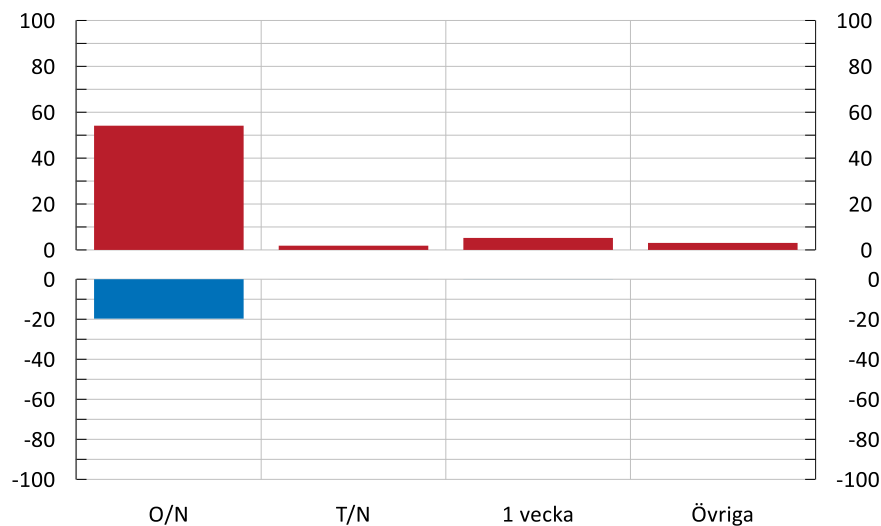


Anm. Avser kontrakt som har gått i likvid men som ännu inte förfallit den aktuella dagen. Övre panel visar när rapportörerna lånar in likvida medel. Nedre panel när de lånar ut likvida medel. Båda panelerna avser löptider upp till 10 dagar.

Källa: Riksbanken (TORA)

Diagram 9. Utestående volym på dagslånemarknaden den 31 augusti 2023

Miljarder kronor

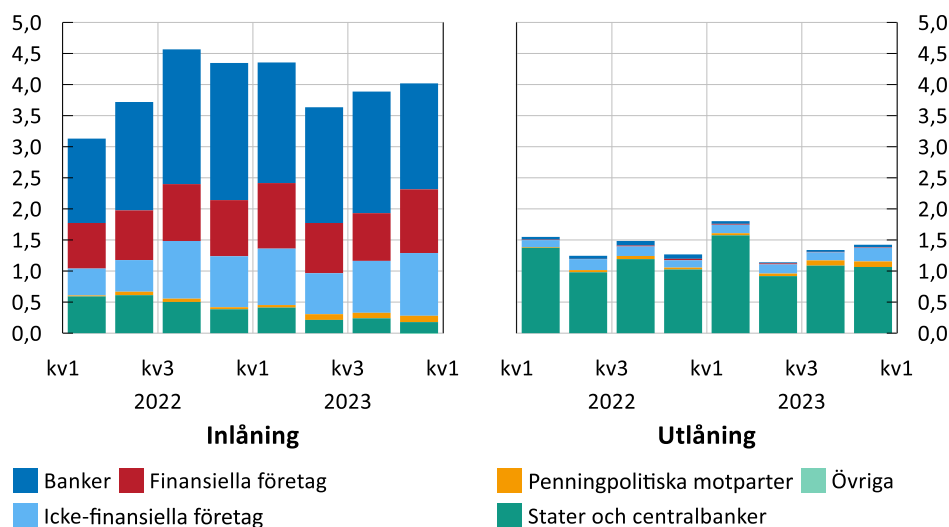


Anm. Avser kontrakt som har gått i likvid men som ännu inte förfallit den aktuella dagen. Övre panel visar när rapportörerna lånar in likvida medel. Nedre panel när de lånar ut likvida medel. Båda panelerna avser löptider upp till 10 dagar. 31 augusti 2023 är tänkt att representera en vanlig dag, som är opåverkad av eventuella effekter runt räntebesked eller viktiga avstämningstidpunkter, såsom års- eller kvartalsslut.

Källa: Riksbanken (TORA)

Diagram 10. Rapportörernas motparter på dagslånemarknaden

Tusentals miljarder kronor



Anm. Avser totalt omsatt volym under kvartalet. Avser löptider upp till 10 dagar. Kategorin banker ska tolkas som banker som inte också är penningpolitiska motparter. Finansiella företag är finansiella företag som inte också är banker.

Källa: Riksbanken (TORA)

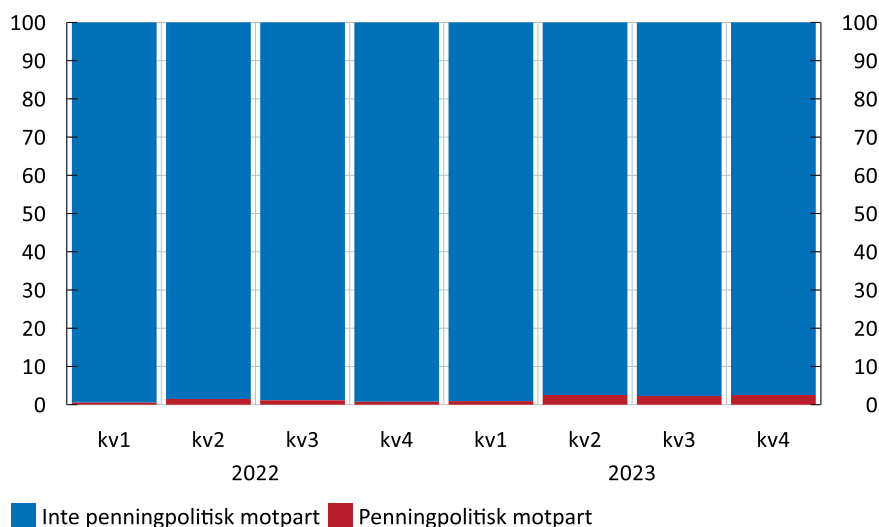
Det är vanligt att rapportörernas motparter i denna typ av transaktioner är banker som inte är penningpolitiska motparter, men det finns ändå spridning mellan olika typer av aktörer, se Diagram 10. Utöver banker som inte är penningpolitiska motparter, rör det sig om såväl finansiella företag och icke-finansiella företag. Det förekommer även aktörer som klassificeras som statliga, såsom Riksgälden, aktörer inom socialförsäkringssystemet eller motsvarande utländska aktörer.

Det är dock tydligt att det är absolut vanligast att Riksbankens rapportörer mottar placeringar från sina kunder som inte har tillgång till Riksbankens inlåningsfacilitet, se Diagram 11. Att de penningpolitiska motparterna inte handlar särskilt mycket med varandra är inte förvånande givet banksystemets betydande likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Detta har minskat de penningpolitiska motparternas behov av att likviditetsutjämna med varandra. Därutöver har Riksbankens tidigare köp av obligationer bidragit till att banksystemet i sin tur har betydande inlåning från exempelvis finansiella företag.²⁴ Kunder till bankerna tenderar också att få mer attraktiva placeringsräntor om de gör dagslån än om de låter inlåningen stå kvar på vanliga bankkonton, vilket gör placeringar i dagslånemarknaden attraktiva.

²⁴ För mer information, se Andersson och Kaplan (2024).

Diagram 11. Rapportörernas inlåning uppdelat på motparter

Procentandelar



Anm. Avser omsatt volym under kvartalet. Avser löptider upp till 10 dagar.

Källa: Riksbanken (TORA)

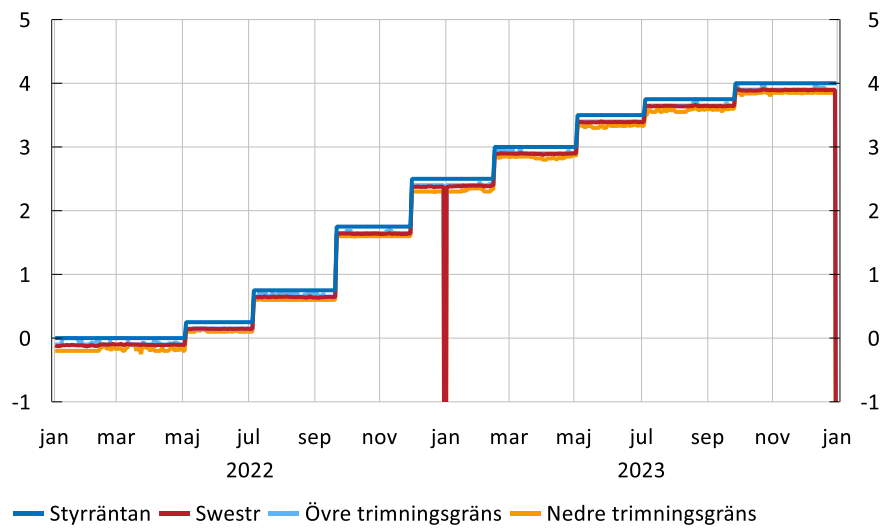
Sett till den volymviktade genomsnittsräntan på transaktionerna följer räntor på dagslån styrräntan väl, se Diagram 12. Undantaget är vid årsskiftet då räntorna faller tydligt, se appendix. Referensräntan Swestr, som visas i diagrammet, baseras på icke-säkerställda transaktioner med löptid O/N där rapportörerna lånar in medel från en bred motparts-krets. Underlaget för Swestr utgör i stort sett hela marknaden på den aktuella löptiden, se faktaruta. 25 procent av den totala transaktionsvolymen trimmas dock bort i enlighet med Swestr's beräkningsmetod.²⁵ Som framgår av diagrammet följer dock även räntenivåerna vid de så kallade trimningsgränserna styrräntan väl. Trimningsgränserna är de högsta respektive lägsta räntorna som ingått i beräkningen av Swestr den aktuella dagen. Skillnaden mellan dem är liten och stabil.

Det finns även en viss spridning mellan de räntor som olika aktörer möter i dagslåne marknaden. Detta skulle dels kunna återspegla den varierande motpartsrisken som icke-säkerställda transaktioner med de olika aktörerna utgör för rapportörerna, dels konkurrenssituationen och uppbyggda relationer i marknaden. Transaktioner med en räntesättning som noterbart avviker från styrräntan utgör dock endast en mindre del av den totala marknaden. De trimmas vanligen bort från transaktionsunderlaget för Swestr (Sveriges riksbank, 2024c).

²⁵ För mer information om beräkningsmetoden för Swestr, se Sveriges riksbank (2024c).

Diagram 12. Swestr samt högsta och lägsta räntor efter trimning

Procent



Källa: Riksbanken

FAKTA – Referensräntors koppling till penningmarknaden

Referensräntor spelar en viktig roll på finansiella marknader. Referensräntorna används för att bestämma värdet på finansiella instrument och andra finansiella kontrakt så att det följer det allmänna ränteläget. Dessa referensräntor har en stark koppling till penningmarknaden eftersom de vanligen baseras på, eller ska avspegla, räntorna på penningmarknadstransaktioner.

Traditionellt sett baserades interbankräntor på den räntenivå som panelbankerna uppgav att de begärde för att låna ut likvida medel utan säkerhet till de övriga panelbankerna.²⁶ Dessa räntor togs fram för ett antal löptider, exempelvis den i Sverige mycket viktiga tremånaderslöptiden. Det fanns alltså en tydlig koppling till marknaden för likviditetsutjämning mellan stora banker, det vill säga interbankmarknaden. Den svenska referensräntan Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) är exempel på en sådan ränta. Stibor bestämdes tidigare som ett genomsnitt på indikativa priser på icke-säkerställda penningmarknadslån mellan storbankerna. Stibor har de senaste åren reformerats kraftigt. Det beror bland annat på att denna del av penningmarknaden har blivit allt mindre aktiv på löptider bortom de allra kortaste sedan finanskrisen år 2008. Det beror också på att det uppdagades att motsvarande utländska referensräntor manipulerats, samt att EU:s förordning om referensvärden (Benchmarkförordningen, BMR) infördes. Syftet med att reformera Stibor har varit att få till en tydligare koppling till de transaktioner som faktiskt genomförts på penningmarknaden, även om man också inkluderar transaktioner i annan valuta än svenska kronor.²⁷

Med samma syfte har även Riksbanken på senare år lanserat den fullt ut transaktionsbaserade referensräntan Swestr (Swedish krona Short Term Rate). Swestr baseras på inlåning i form av dagslån med löptid över natten från en bred motpartskrets hos de av Riksbankens penningpolitiska motparter som är mest aktiva på penningmarknaden.²⁸ En bred definition av vilka transaktioner som ingår i transaktionsunderlaget borgar för en stabil utveckling av underlaget och en robust transaktionsvolym. Den absoluta majoriteten av dagslånetransaktionerna på den aktuella löptiden ingår också i underlaget för referensräntan. Av rapportörernas inlånade volym över natten ingår över 99 procent i underlaget för Swestr.

²⁶ Med panelbank avses de banker som ingår i den panel av banker som är med och fastställer nivån för en referensränta som baserar på inlämnade bud (*eng.* submissions). I Sverige kan man således tala om Stiborbankerna för de banker som är med och fastställer Stiborräntorna.

²⁷ För mer information, se SFBF (2024).

²⁸ För mer information, se Sveriges riksbank (2024c).

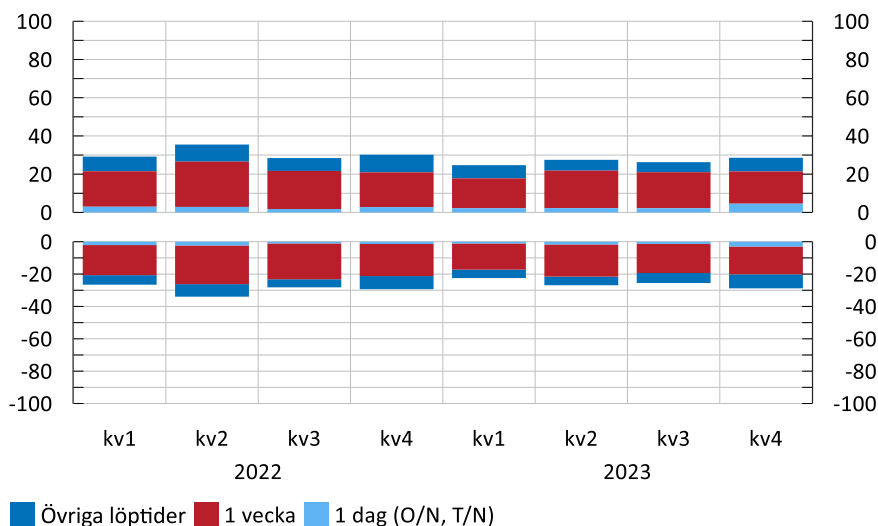
3.2 Repor²⁹

I penningmarknaden i svenska kronor genomförs säkerställda lån och placeringar som repor.³⁰ En repa är ett penningmarknadslån mot säkerhet, där den ena parten lånar ut likviditet till den andra i utbyte mot att få räntebärande värdepapper som säkerhet. Begreppet repa kommer från engelskans *repo*, vilket är en förkortning av *repurchase agreement*. Det är vanligt att tala om att den part som lånar likvida medel gör en repa, medan man istället talar om att den parten som placerar likvida medel, det vill säga lånar ut dessa, gör en omvänd repa.³¹ En repa och en omvända repa är alltså två sidorna av samma mynt, eller samma transaktion. Om låntagaren inte kan lösa sin repa vid löptidens slut återgår inte säkerheterna till låntagaren, utan de behålls av långivaren. Repor innebär därför minimal motpartsrisk.

Under perioden 2022–2023 har de omsatta volymerna på repomarknaden i svenska kronor varierat mellan kvartalen men varit förhållandevis stabil, se Diagram 13. Även de utestående volymerna har sett en stabil utveckling, se Diagram 14.

Diagram 13. Omsatt volym på repomarknaden

Genomsnittlig daglig volym, miljarder kronor



Anm. Övre panel visar när rapportörerna lånar in likvida medel. Nedre panel när de lånar ut likvida medel. Båda paneler avser löptider upp till 10 dagar och samtliga säkerheter.

Källa: Riksbanken (TORA)

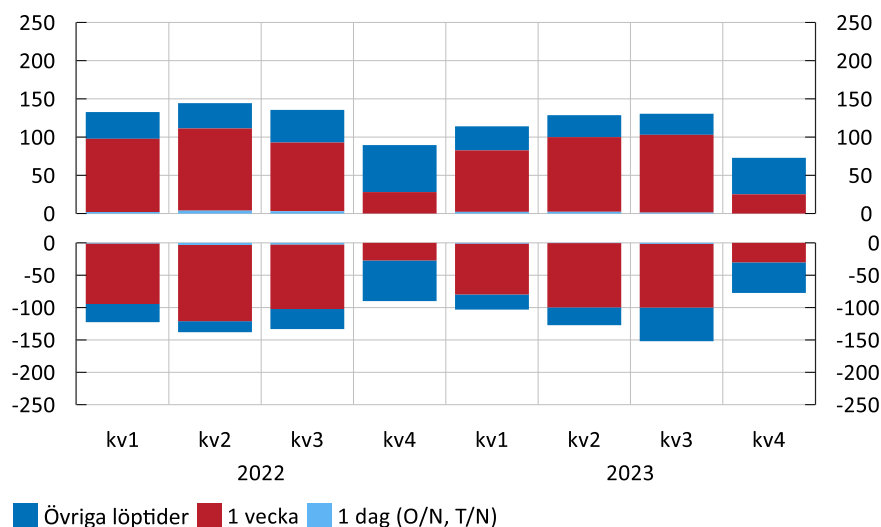
²⁹ Riksgälden är en viktig aktör i den svenska repomarknaden mot statsobligationer främst genom sina marknadsvårdande repofaciliteter, se faktaruta på sida 30. Prissättningen av dessa repor varierar dock inte med marknadsräntor utan priset bestäms i relation till Riksbankens styrränta. Därför utesluter vi samtliga repotransaktioner med Riksgälden. Detta gäller all data som presenteras i avsnitt 3.2 samt de beräknade reporäntor som presenteras i avsnitt 0.

³⁰ Repor i den svenska penningmarknaden är i formell mening vanligen inte egentliga repor utan det som kallas för buy-sellbacks. Skillnaden mellan de olika formerna är av mestadels legal karaktär, varför vi i detta staff memo bortser ifrån denna skillnad och ändå använder det vedertagna begreppet repa.

³¹ På engelska är begreppen *repo* och *reverse repo*.

Diagram 14. Utestående volym på repomarknaden i slutet av kvartalet

Miljarder kronor

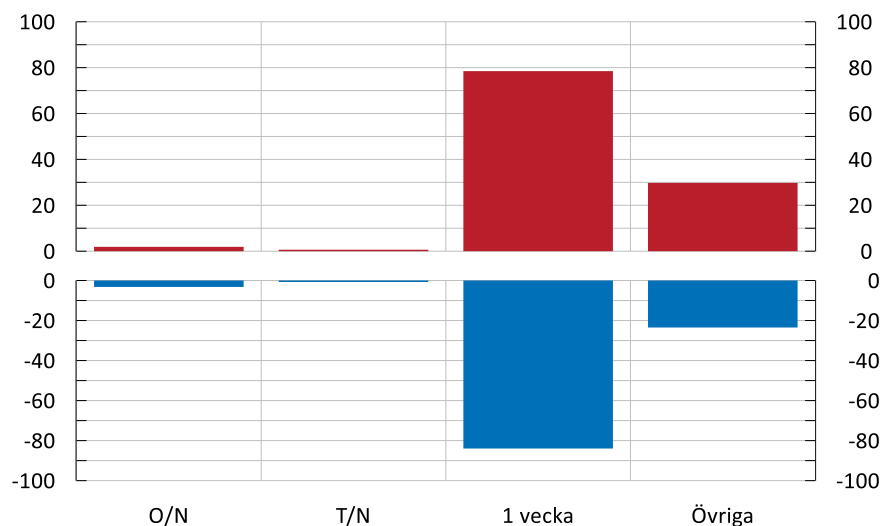


Anm. Avser kontrakt som har gått i likvid men som ännu inte förfallit den aktuella dagen. Övre panel visar när rapportörerna lånar in likvida medel. Nedre panel när de lånar ut likvida medel. Båda paneler avser löptider upp till 10 dagar och samtliga säkerheter.

Källa: Riksbanken (TORA)

Diagram 15. Utestående volym på repomarknaden den 31 augusti 2023

Miljarder kronor

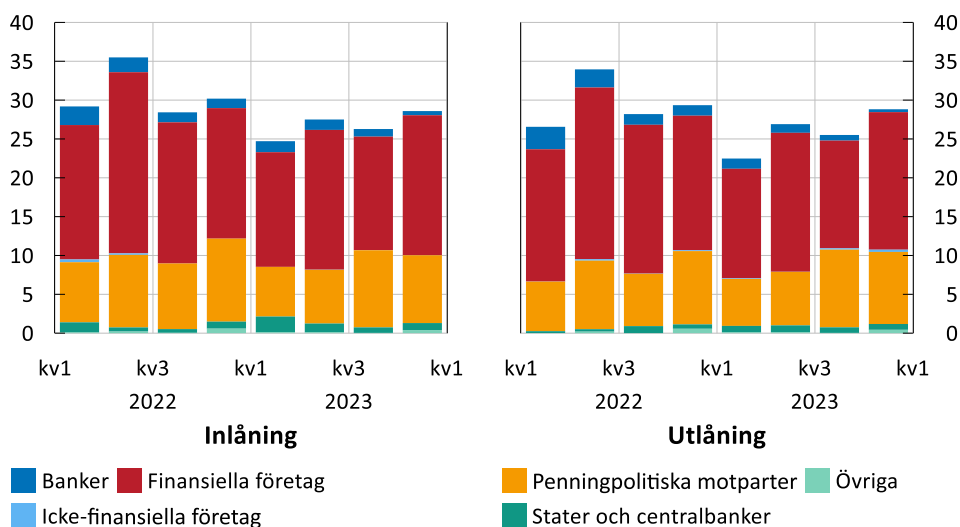


Anm. Avser kontrakt som har gått i likvid men som ännu inte förfallit den aktuella dagen. Övre panel visar när rapportörerna lånar in likvida medel. Nedre panel när de lånar ut likvida medel. Båda paneler avser löptider upp till 10 dagar och samtliga säkerheter. 31 augusti 2023 är tänkt att representera en vanlig dag, som är opåverkad av eventuella effekter runt räntebesked eller vilka avstämningstidpunkter, såsom års- eller kvartalsslut.

Källa: Riksbanken (TORA)

Diagram 16. Rapportörernas motparter på repomarknaden

Genomsnittlig daglig volym, miljarder kronor



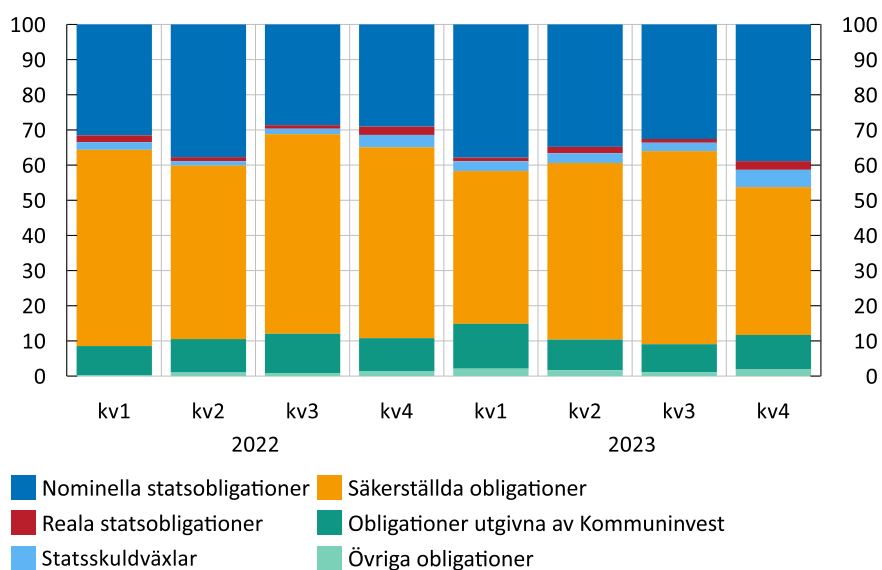
Anm. Avser genomsnittlig daglig omsättning under kvartalet. Avser löptider upp till 10 dagar och samtliga säkerheter. Kategorin banker ska tolkas som banker som inte också är penningpolitiska motparter. Finansiella företag är finansiella företag som inte också är banker.

Källa: Riksbanken (TORA)

Som framgår av diagrammen ovan är det även relativt god balans mellan att rapportörerna lånar ut likvida medel (mottar säkerheter) och mottar likvida medel (lånar ut säkerheter). Som Diagram 16 visar, är de vanligaste motparterna till rapportörerna i repotransaktioner finansiella företag. Det är också vanligt med repotransaktioner mellan de penningpolitiska motparterna.

Diagram 17. Omsatt volym på repomarknaden utifrån säkerheten som används

Procentandel



Anm. Avser omsatt volym under kvartalet, samtliga säkerheter och löptider upp till 10 dagar.

Källa: Riksbanken (TORA)

I repotransaktioner spelar det större roll för prissättningen vilken säkerhet som används än vem motparten är.³² Ju högre kreditkvalitet som säkerheten har, desto lägre kostnad för att låna likviditet mot den. De vanligaste säkerheterna i svensk repomarknad är statsobligationer och säkerställda obligationer, se Diagram 17. Även repotransaktioner mot Kommuninvests obligationer förekommer.³³ Riksgälden erbjuder marknadsvårdande repofaciliteter för att stötta statsobligationsmarknaden, inklusive marknaden för repor mot statsobligationer, se faktaruta på sidan 31.

Prissättningen på en repa kan regleras på två sätt, antingen via räntan i transaktionen eller via belåningsvärdet på säkerheten. Belåningsvärdet bestäms genom ett så kallat värderingsavdrag (*eng. haircut*). Det varierar mellan olika valutaområden vad som är det gängse sättet att reglera hur prissättningen på en repa sker, ränta eller värderingsavdrag. På svensk räntemarknad är det främst genom räntan som priset på en repa bestäms. Endast en mycket liten andel av de repotransaktioner som rapporterats till Riksbanken har ett värderingsavdrag skilt ifrån noll.³⁴ I andra länder håller man oftare reporäntan konstant, i alla fall på kort sikt, medan värderingsavdragen varierar för att reflektera hur god kreditkvaliteten i säkerheten anses vara.

Repotransaktioner kan genomföras i olika syften. Eftersom reporna är ett tillfälligt utbyte av likviditet mot säkerhet som kan repor vara motiverade dels av att en aktör vill låna säkerheten, dels av att den andra aktören vill låna likviditeten. Enligt anekdotisk information från marknadsaktörer är det i Sverige vanligast att repotransaktioner är motiverade av det ben som utgörs av värdepappret. I de transaktionsdata som Riksbanken samlar in från repomarknaden finns dock ingen information om syftet med transaktionerna. Icke desto mindre är det mer än 98 procent av repotransaktionerna som har ett angivet värde på säkerhetens nominella belopp som är i hela miljoner. För likvidbeloppet är motsvarande andel mindre än 1 procent. Detta stöder hypotesen att en stor andel av transaktionerna i den svenska marknaden främst genomförs för att någon av aktörerna vill repa in eller repa ut säkerheten.³⁵

³² I den svenska penningmarknaden är det vanligast med så kallade enkla repor. Detta innebär att en specifik, i förväg utpekad obligation är säkerhet i repa. Utomlands är det istället vanligt förekommande att man gör repor mot en korg av statsobligationer, så kallad general collateral. Då vet inte långivaren vilken obligation som den kommer motta som säkerhet, bara att den kommer motta statsobligationer utgivna av ett visst land.

³³ Kommuninvest i Sverige AB är en kreditinstitution som ägs av och endast lånar ut till svenska kommuner och regioner.

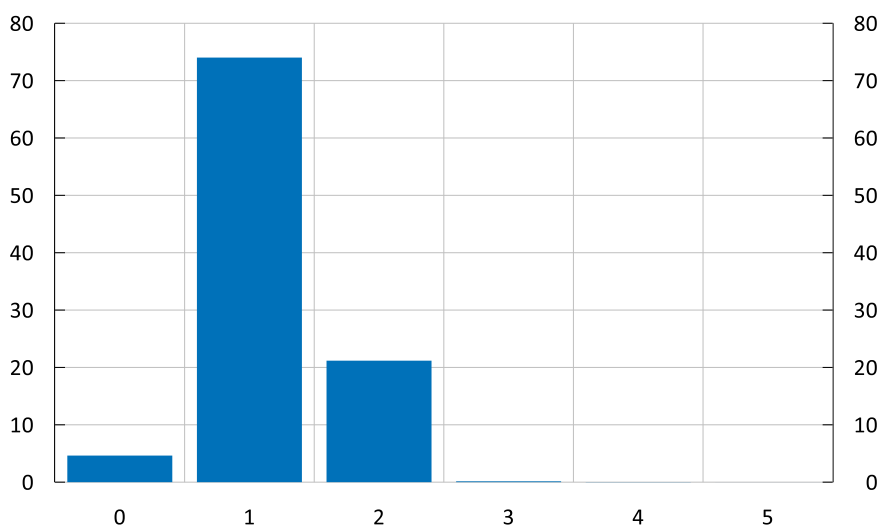
³⁴ Enligt rapporteringsinstruktionerna för Riksbankens insamling av transaktionsdata från penningmarknaden ska värderingsavdrag anges som procentenheter av säkerhetens marknadsvärde. En del transaktioner har ett angivet värderingsavdrag som visserligen är skild ifrån noll i strikt mening, men som vid avrundning till hela procentenheter är noll. Vi betraktar dessa transaktioner som att de har ett värderingsavdraget på noll. Det är endast knappt 4 procent av såväl antalet transaktioner som av total transaktionsvolym som inte har ett värderingsavdrag som avrundas till noll.

³⁵ Det är rimligt att anta att en aktör som genomför en repotransaktion för att erhålla en viss obligation avtalar om att repa in en jämn nominell volym av denna obligation, till exempel ett belopp i hela miljoner. Likvidbeloppet som aktören måste lämna ifrån sig blir däremot beroende av marknadsvärderingen av obligationen vid affärens genomförande och är därför sällan ett jämnt miljonbelopp. Samma resonemang gäller även om aktören initierar en repotransaktion för att repa ut en viss obligation.

Repor i svenska kronor görs vanligen på ett antal olika löptider, samtliga alltför korta. Absolut vanligast är att de genomförs med en veckas underliggande löptid, och att det är en eller två dagar mellan att affären görs upp och att den avvecklas, se diagrammen ovan samt Diagram 18. Det är också mycket vanligt att reporna med en veckas löptid går i likvid på onsdagar, det vill säga samma dag som Riksbankens veckovisa marknadsoperation.

Diagram 18. Antal bankdagar mellan affärsavslut och likviddag

Procentandel av total transaktionsvolym i repor med en veckas underliggande löptid



Anm. Avser samtliga repotransaktioner med en veckas underliggande löptid under perioden 2022-2023. Avser samtliga säkerheter. Data har inte justerats för dubbelräkning av transaktioner mellan rapportörer.

Källa: Riksbanken (TORA)

Volymviktade genomsnittliga reporäntor uppvisar en god följsamhet med styrräntan, se Diagram 19. Repo mot statsobligationer är dock överlag dyrare än repor mot säkerställda obligationer. Detta är bland annat kopplat till den tidigare upplevda bristsituationen gällande statsobligationer som funnits på de finansiella marknaderna. Medan repor mot säkerställda obligationer vanligen handlas till en ränta nära nivån på styrräntan, så är priset på repor mot statsobligationer närmare det golv som Riksgäldens marknadsvårdande faciliteter implicit har satt under detta pris, se faktaruta på sidan 31.

Diagram 19. Reporäntor med en veckas löptid

Räntenivå i procentenheter



Anm. Reporäntorna är volymviktade. Transaktioner med Riksgälden har utesluts.

Källa: Riksbanken (TORA)

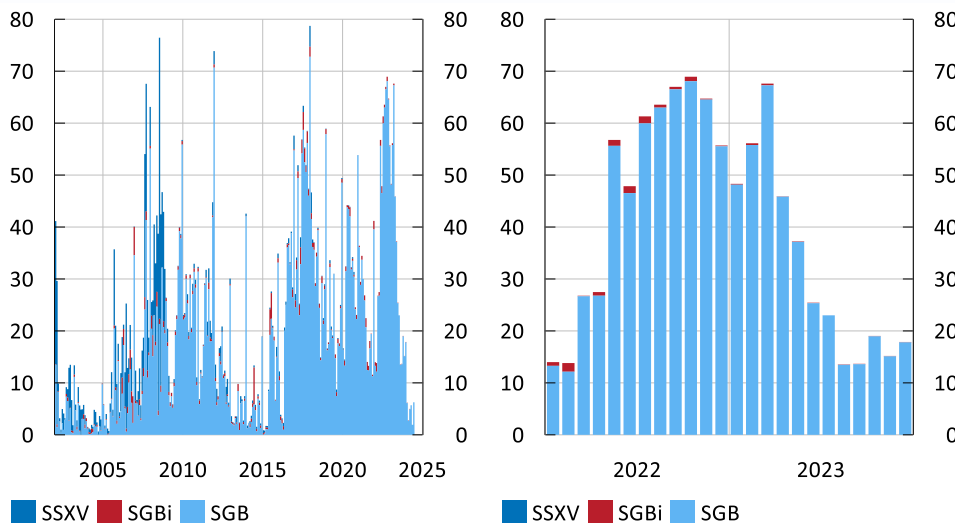
FAKTA – Riksgäldens marknadsvårdande repofaciliteter³⁶

Riksgälden erbjuder repofaciliteter där återförsäljarna kortfristig kan låna statsobligationer och statsskuldsväxlar i utbyte mot att lämna ifrån sig likvida medel eller andra statspapper. Syftet är att stötta funktionssättet på statsobligationsmarknaderna genom att minska risken för leveransproblem, och att underlätta för återförsäljarna i deras uppgifter som marknadsgaranter (*eng.* market makers).

Riksgälden erbjuder återförsäljarna obegränsade möjligheter att repa in statspapper. Detta sker på löptid över natten (O/N) till en ränta som är 45 räntepunkter under styrräntan, eller från nästa till nästnasta bankdag (*eng.* tomorrow-next, T/N) 40 räntepunkter under styrräntan.³⁷ Återförsäljarna kan även göra repo-swappar på en veckas löptid (T/W) till en kostnad om 30 räntepunkter, men då finns volymbegränsningar. Det är nästan uteslutande nominella obligationer som återförsäljarna repar in, se Diagram 20 nedan. T/N-faciliteten utnyttjas flitigast (se Blix Grimaldi och Hirvonen, 2023). I perioder då det upplevs vara brist på statspapper tenderar utnyttjandet av faciliteterna vara stort, se Diagram 20 nedan.

Diagram 20. Utnyttjande av Riksgäldens repofaciliteter

Miljarder kronor, utestående belopp per månadsslut



Källa: Riksgälden via Macrobond

Riksgäldens faciliteter fungerar som en maxgräns (*eng.* backstop) för återförsäljarnas kostnader för att repa in statsobligationer. Prissättningen sätter därför i praktiken ett implicit golv för prissättningen av motsvarande repor i den privata repomarknaden.

³⁶ För mer information om Riksgäldens marknadsvårdande repor och hur prissättning och utnyttjande har sett ut genom åren, se Blix Grimaldi och Hirvonen (2023).

³⁷ Nyintroducerade statsobligationsutgåvor kan repas in till en för återförsäljarna mer förmånlig ränta, 10 räntepunkter under styrräntan, så länge den utestående volymen i utgåvan är låg.

3.3 FX-swappar

En FX-swap är en transaktion där två parter byter likviditet i olika valutor med varandra. I det första skedet lämnar den ena parten ifrån sig svenska kronor och tar istället emot utländsk valuta, vid förfall återfår parten kronor och lämnar tillbaka den utländska valutan. På motsvarande sätt lämnar den andra parten ifrån sig den utländska valutan och tar emot kronor i första ledet, och återlämnar kronor samt återfår den utländska valutan vid förfall.³⁸

FX-swapmarknaden mellan kronor och utländska valutor är både stor och djup, och aktörer med hemvist i Sverige står endast för en mindre del av denna marknad.³⁹ Detta innebär att de transaktioner som rapporteras direkt till Riksbanken inte ger en heltäckande bild av marknaden. Därtill är många FX-swappar längre än 10 dagar, vilket är den övre gränsen avseende löptid för de penningmarknadstransaktioner som rapporteras direkt till Riksbanken. Icke desto mindre kan dessa data ge vissa insikter om FX-swapmarknaden. Detta gäller speciellt om dataanalysen kompletteras med data om FX-swappar från de data som samlas in i enlighet med EU:s EMIR-regelverk, och som Riksbanken har tillgång till.⁴⁰

FX-swappar används i stor utsträckning för att hantera likviditetsobalanser mellan olika valutor, exempelvis används de av de större bankerna för att omvandla kortfristig finansiering i dollar till kronor.⁴¹ I linje med detta är det faktum att de penningpolitiska motparterna i stor utsträckning är köpare av kronor i FX-swappar, se Diagram 21 och Diagram 22. De används också av större svenska investerare som omvandlar kronor till dollar för att kunna investera utomlands. Storleken på FX-swapmarknaden i kronor, mätt som de transaktioner som rapporteras direkt till Riksbanken, minskade under 2023. Detta gäller både omsatt volym och utestående volymer, se Diagram 21 och Diagram 22.

FX-swappar med ursprunglig löptid upp till 1 år är vanligt förekommande, se höger panel i Diagram 23. På de kortaste löptiderna upp till 10 dagar är det vanligtvis främst på löptiderna O/N och T/N som används, se Diagram 21 och Diagram 22. På dessa korta löptider är de vanligaste motparterna till rapportörerna i FX-swaptransaktioner banker som inte är penningpolitiska motparter, se Diagram 24. I många fall utgörs dessa av stora utländska banker.

³⁸ En avistastartad FX-swap är alltså ekonomiskt detsamma som en avistaväxling och en FX-termin. Avista är den svenska terminologin för engelskans *spot*, vilket i praktiken ofta används även på svenska.

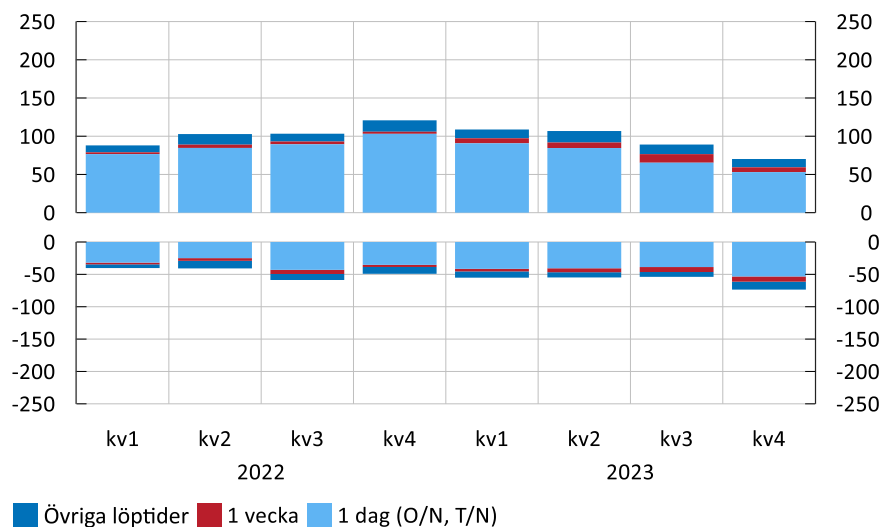
³⁹ Enligt BIS Triennial Central Bank Survey var omsättningen av FX-swappar *over-the-counter* som involverade svenska kronor knappt 95 miljarder amerikanska dollar i genomsnitt per dag under april 2022, mätt som det BIS kallar 'net-net basis' vilket innebär att data är justerad för dubbelräkning. Av denna volym var omkring två tredjedelar gränsöverskridande affärer (*eng. cross-border*), oberoende av rapportörens hemvist. Enligt samma källa sker mindre än 10 procent av den totala omsättningen av svenska kronor (oberoende av instrument) i Sverige. Se BIS (2023) för mer information.

⁴⁰ Se faktaruta i slutet av detta staff memo för mer information om datakällorna.

⁴¹ För mer information, se Sveriges riksbank (2024a).

Diagram 21. Omsatt volym på den korta FX-swapmarknaden

Genomsnittlig daglig volym, miljarder kronor

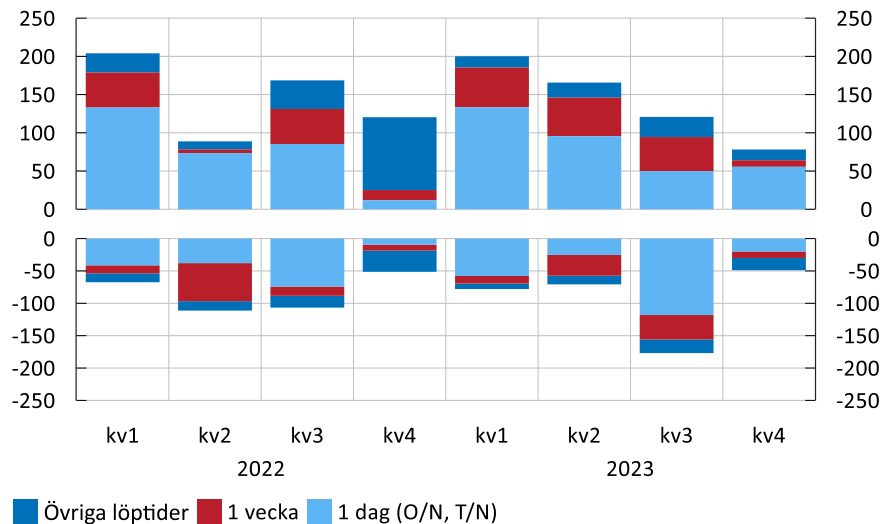


Anm. Övre panel visar när rapportörerna köper kronor. Nedre panel när de säljer kronor. Avser FX-swappar där med ena benet är i svenska kronor och löptider upp till 10 dagar.

Källa: Riksbanken (TORA)

Diagram 22. Utestående volym på den korta FX-swapmarknaden i slutet av kvartalet

Miljarder kronor

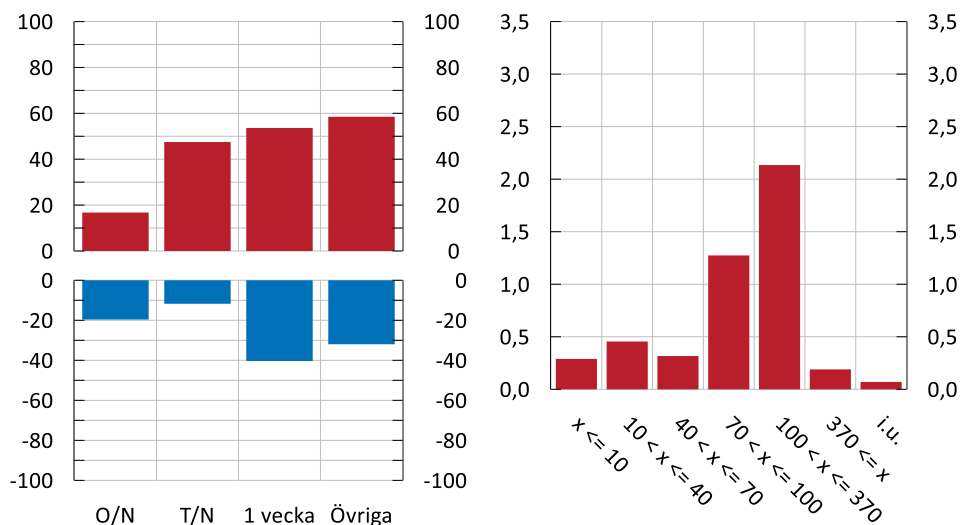


Anm. Avser kontrakt som har gått i likvid men som ännu inte förfallit den aktuella dagen. Övre panel visar när rapportörerna köper kronor. Nedre panel när de säljer kronor. Avser FX-swappar där med ena benet är i svenska kronor och löptider upp till 10 dagar.

Källa: Riksbanken (TORA)

Diagram 23. Utestående volym på FX-swapmarknaden den 31 augusti 2023

Miljarder kronor (vänster panel), tusentals miljarder (höger panel)

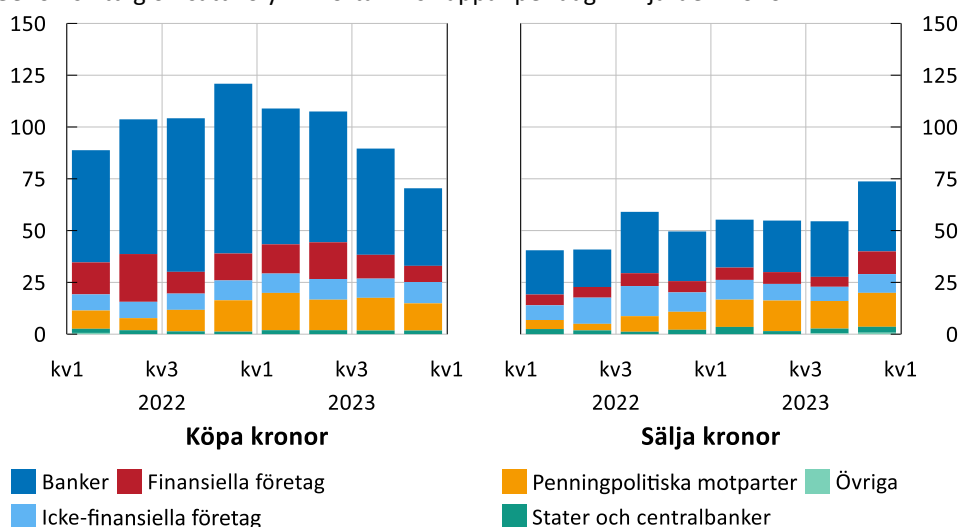


Anm. Båda panelerna avser FX-swappar där ena benet är i svenska kronor. Data i den vänstra panelen består av korta FX-swappar som rapporteras direkt till Riksbanken (TORA) och avser löptider upp till 10 dagar. Dessa data avser kontrakt som har gått i likvid men som ännu inte förfallit vid den aktuella dagen. Övre panel visar när rapportörerna köper kronor. Nedre panel när de säljer kronor. Data i den högra panelen består av EMIR-data och gäller alla löptider. Dessa data visar alla kontrakt som finns utestående och som ännu inte har förfallit per den 31 augusti 2023. Antal dagar mellan handelsdag och förfall visas på x-axeln. Den 31 augusti 2023 är tänkt att representera en helt vanlig dag, som är opåverkad av eventuella effekter runt räntebesked eller viktiga avstämningstidpunkter, såsom års- eller kvartalsslut.

Källa: Riksbanken (TORA) och EMIR

Diagram 24. Rapportörernas motparter på den korta FX-swapmarknaden

Genomsnittlig omsatt volym i korta FX-swappar per dag i miljarder kronor



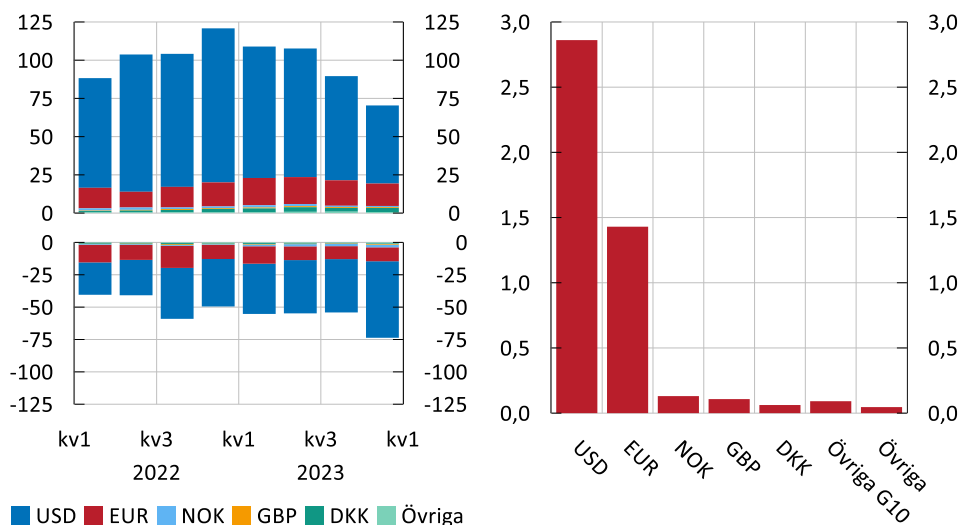
Anm. Avser FX-swappar där det ena benet är i svenska kronor och löptider upp till 10 dagar.

Källa: Riksbanken (TORA)

Diagram 25. FX-swapmarknaden utifrån den utländska valutan i FX-swappen

Vänster: Genomsnittlig omsatt volym i korta FX-swappar per dag i miljarder kronor

Höger: Utestående volym i FX-swappar den 31 augusti 2023 i tusentals miljarder kronor



Anm. Avser FX-swappar där ena benet är i svenska kronor. Data i den vänstra panelen består av korta FX-swappar som rapporteras direkt till Riksbanken (TORA) och avser löptider upp till 10 dagar. Dessa data avser genomsnittlig daglig omsättning under respektive kvartal. Övre panel visar när rapportörerna köper kronor. Nedre panel när säljer kronor. Övriga valutor avser såväl G10 som icke-G10. Data i den vänstra panelen består av EMIR-data och gäller alla löptider. Dessa data visar alla kontrakt som finns utestående och som ännu inte har förfallit per den 31 augusti 2023. Den 31 augusti 2023 är tänkt att representera en helt vanlig dag, som är opåverkad av eventuella effekter runt räntebesked eller viktiga avstämningsstidpunkter, såsom års- eller kvartalslut.

Källa: Riksbanken (TORA och EMIR)

FX-swappar som har svenska kronor i det ena benet har oftast dollar i det andra benet, se Diagram 25. Detta är inte förvånande givet att svenska banker tenderar att låna upp sin korta finansiering i dollar och därefter omvandla detta till kronor med hjälp av FX-swappar, samtidigt som investerare ofta omvandlar kronor till dollar för att investera utomlands. Även FX-swappar mot euro är dock vanligt förekommande.

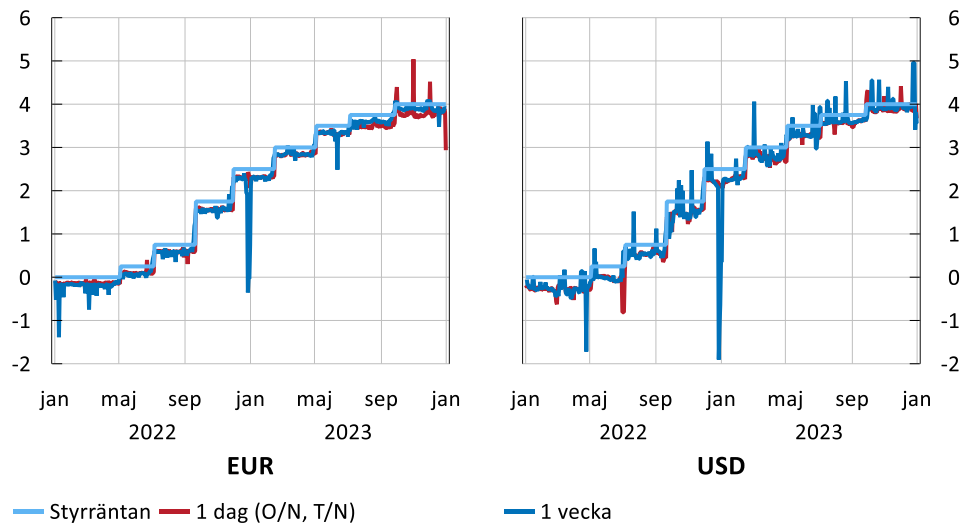
Priser på FX-swappar kvoterar i form av så kallade forwardpunkter eller "forwardprickar" (eng. forward points). Dessa beräknas utifrån förväntade räntor i de båda valutorna under swappens löptid, men kan även variera utifrån utbud och efterfrågan på likviditet i de olika valutorna samt parternas relativa förhandlingsposition. Forwardpunkterna läggs på avistakursen, som används i swappens första ben. Detta för att få terminskursen som används för att bestämma valutaflödena vid förfall. Utifrån forwardpunkterna och ett antagande om den utländska räntan kan man därför räkna ut den räntenivå som FX-swappen implicerar i svenska kronor. Genom sin konstruktion speglar FX-swapparna alltså ränteskillnader i olika valutarpar.

Som Diagram 26 nedan visar har det varit en relativt god följsamhet med styrräntan och de implicita räntor som kan beräknas utifrån FX-swappar mellan svenska kronor och euro respektive dollar. Detta gäller främst för de räntor som kan beräknas med

hjälp av FX-swappar mot euro och referensräntor i euro, medan överensstämmelsen varit något sämre för de räntor som beräknas från dollar.

Diagram 26. Implicita räntor från FX-swappar

Procent



Anm. Avser FX-swappar där med ena benet är i svenska kronor och löptider upp till 10 dagar. För beräkning av de implicita räntorna har genomsnittlig €str respektive Sofr (*ex-post*) under swappens löptid används som den utländska räntenivån.

Källa: Riksbanken (TORA)

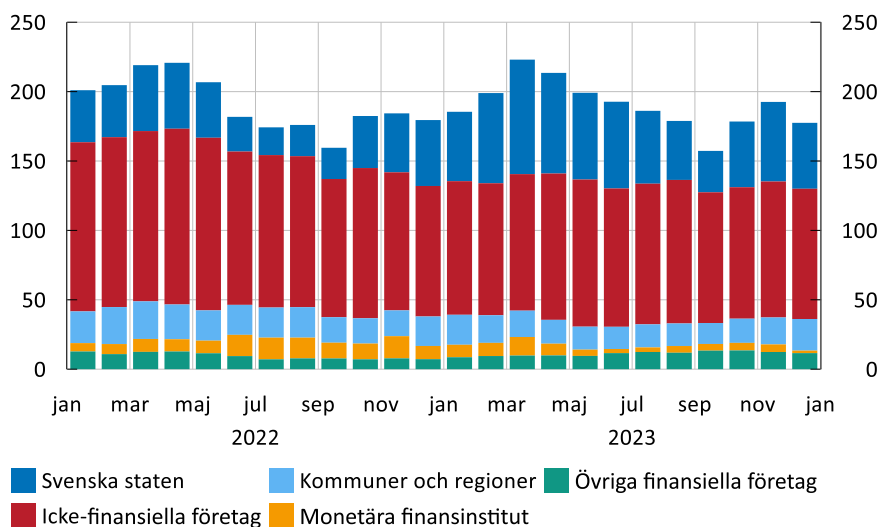
3.4 Korta värdepapper⁴²

Till penningmarknaden hör även de räntebärande värdepapper som har en ursprunglig löptid om ett år eller mindre, och som inte har några kupongbetalningar. Dessa värdepapper är så kallade diskonteringspapper. Det innebär att avkastningen reglerar skillnaden mellan det belopp som låntagaren mottar i samband med att pappret emitteras (emissionslikviden), och det belopp som återbetalas till placeraren vid förfall.⁴³ Vanligtvis används beteckningarna certifikat på dessa typer av instrument, exempelvis är Riksbankscertifikaten av denna typ, se faktaruta på sidan 9. När Riksgälden emitterar diskonteringspapper kallas de statsskuldväxlar.

De utestående volymerna av certifikat har varierat under perioden 2022–2023, vilket främst har varit drivet av att Riksgälden under delar av perioden ökade sina emissioner av statsskuldväxlar, se Diagram 27 och Diagram 28 nedan.⁴⁴ Utöver Riksgälden används emissioner av certifikat främst av större icke-finansiella företag för att anskaffa kort finansiering och rörelselikviditet. Stora icke-finansiella bolag har ofta så kallade certifikatsprogram som gör att de lätt kan emittera certifikat under befintliga arrangemang.

Diagram 27. Utestående volym av korta räntebärande värdepapper

Miljarder kronor



Anm. Avser samtliga räntebärande värdepapper med ursprunglig löptid om 370 dagar eller mindre och denominerade i SEK. Observera att Riksgälden ibland även emitterar statsskuldväxlar som är längre än 370 dagar, som alltså inte framgår i detta diagram. Värdepapper utgivna av Riksbanken har uteslutits.

Källa: Riksbanken (SVDB)

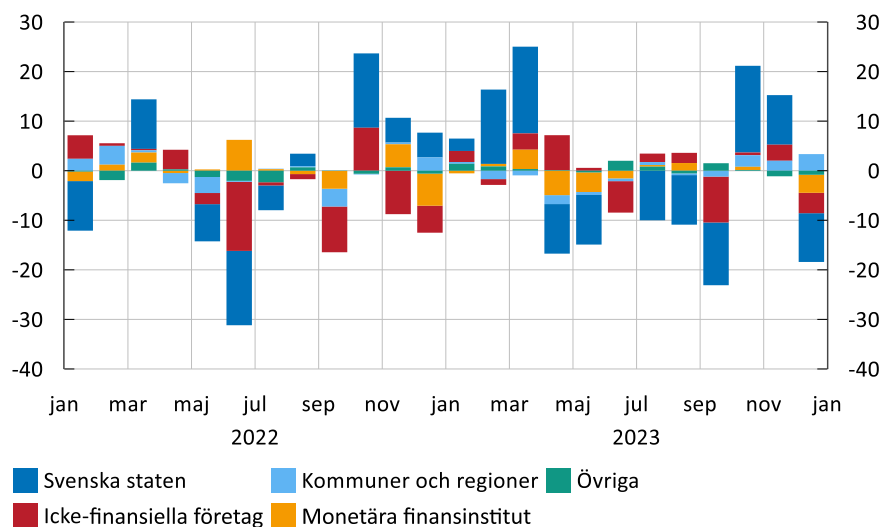
⁴² I detta staff memo fokuserar vi på de delar av penningmarknaderna där räntenivåer och emissionsvolymerna inte beslutas genom policybeslut utan bestäms av marknadskrafter. Därför utesluter vi genomgående emissionerna av Riksbankscertifikat. Detta gäller hela avsnitt 3.4.

⁴³ Emissionslikviden är nuvärdet av instrumentets nominella belopp. Nuvärdet är det diskonterade värdet av det nominella beloppet, vilket gett upphov till namnet.

⁴⁴ Även Riksbanken är en stor emittent av certifikat. Räntor och volymer på dessa riksbankscertifikat bestäms genom policybeslut och vi bortser därför ifrån dessa i detta staff memo, se fotnot 42.

Diagram 28. Nettoemissionsvolym av korta räntebärande värdepapper

Miljarder kronor



Anm. Avser samtliga räntebärande värdepapper med ursprunglig löptid om 370 dagar eller mindre och denominerade i SEK. Observera att Riksgälden ibland även emitterar statsskuldväxlar som är längre än 370 dagar, som alltså inte framgår i detta diagram. Värdepapper utgivna av Riksbanken har uteslutits.

Källa: Riksbanken (SVDB)

Riksgälden emitterar vanligen statsskuldväxlar som antingen har en löptid på omkring tre månader eller tolv månader, se Diagram 29 nedan. Emissionsräntorna på statsskuldväxlar uppvisar en god följsamhet med de förväntningar på den framtida styrräntan som kan utläsas ur OIS-kontrakt, se Diagram 30 nedan. Företagscertifikaten emitteras i stor utsträckning med en löptid på omkring tre månader, se Diagram 29 nedan.

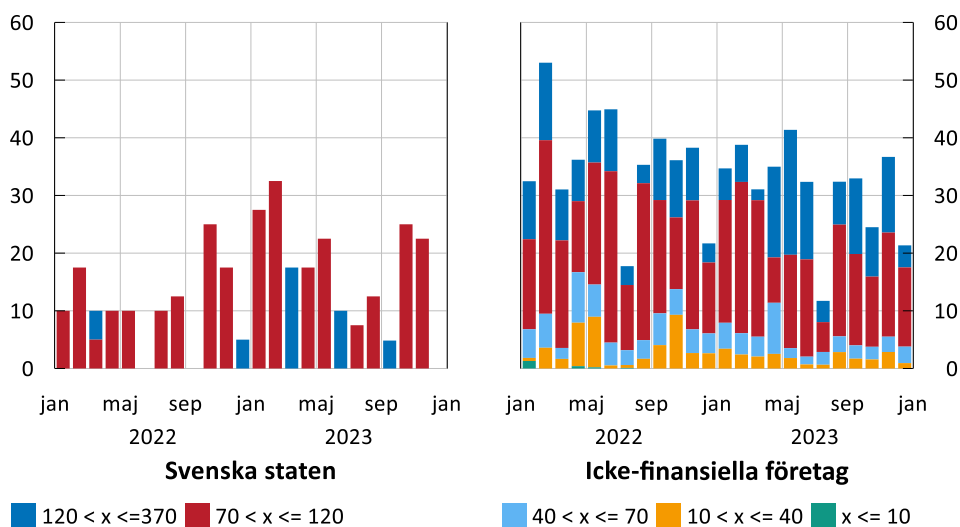
Historiskt sett var även de svenska bankerna stora låntagare på den svenska certifikatsmarknaden.⁴⁵ Men idag använder de svenska bankerna främst den betydligt djupare penningmarknaden i dollar för att anskaffa likviditet, och sedan omvandlar de denna till kronor med FX-swappar.⁴⁶ Bankerna är dock ändå viktiga aktörer på den svenska marknaden, då de vanligen agerar som återförsäljare eller mellanhand i transaktionerna. De agerar mellanhand i samband med att exempelvis ett stort icke-finansiellt bolag emitterar certifikat (det vill säga primärmarknad) och håller så kallade handelslager av certifikat som de köper och säljer certifikat ur (andrahandsmarknad).

⁴⁵ För mer information, se Nyberg, Viotti och Wissén (2014).

⁴⁶ För mer information, se Sveriges riksbank (2024a).

Diagram 29. Bruttoemissionsvolym av korta räntebärande värdepapper

Miljarder kronor

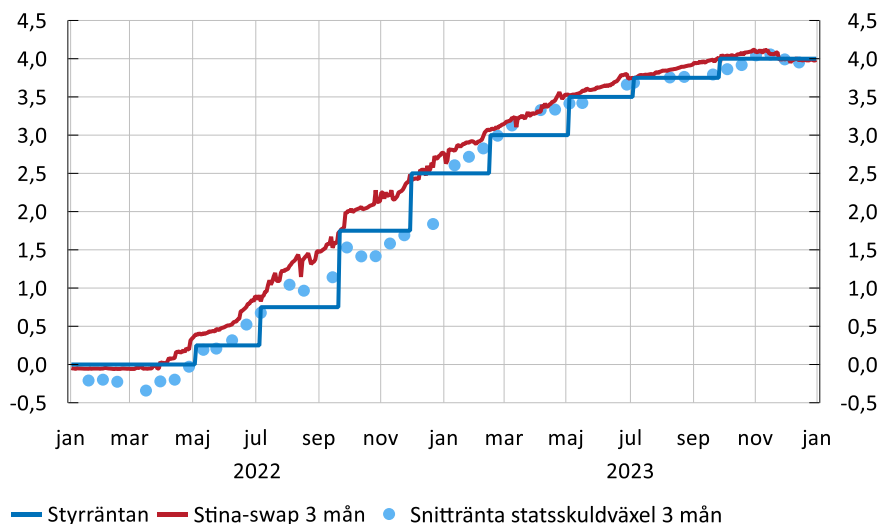


Anm. Avser samtliga räntebärande värdepapper med ursprunglig löptid om 370 dagar eller mindre och denominerade i SEK. Observera att Riksgälden ibland även emitterar statsskuldväxlar som är längre än 370 dagar, som alltså inte framgår i detta diagram.

Källa: Riksbanken (SVDB)

Diagram 30. Emissionsräntor för statsskuldsväxlar

Räntenivå i procentenheter



Anm. Avser snitträntan i Riksgäldens emissioner av statsskuldväxlar med en återstående löptid om 120 dagar eller mindre. Stina-swap 3 mån kan anses reflektera den marknadsimplieda förväntan om på styrräntans genomsnittliga nivå under kommande tre månader, se avsnitt 3.5.

Källa: Riksgälden, Riksbanken, Bloomberg

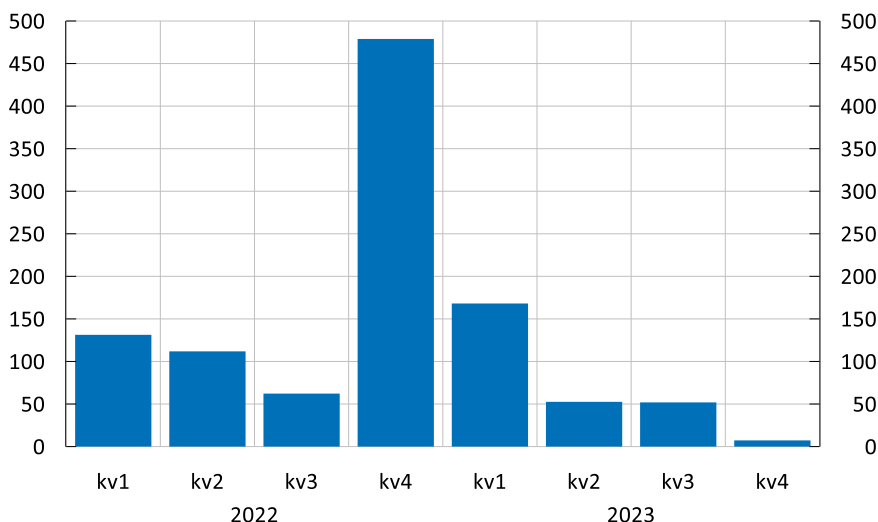
3.5 OIS-kontrakt

Ett OIS-kontrakt är en ränteswap⁴⁷ där det korta benet bestäms av en referensränta med en väldigt kort löptid.⁴⁸ Beteckningen OIS kommer från engelskans *overnight index swap*. I svenska kronor finns det OIS-kontrakt mot två referensräntor; Stibor T/N och Swestr.⁴⁹ En indikativ nivå för ett OIS-kontrakt blir således ett mått på den förväntade nivån för referensräntan under swappens löptid. De kortaste referensräntorna ligger vanligtvis nära styrräntans nivå och uppvisar god följsamhet med denna, se Diagram 3. Därför kan OIS-kontrakt användas för att utröna vad den marknadsimplikita förväntan på framtida styrräntor är.

Swapparna mot Stibor T/N brukar benämnas som Stina-swappar. De omsatta volymerna är förhållandevis små och varierar mycket mellan kvartalen, se Diagram 31. Det viktigaste användningsområdet för Stina-swappar på den svenska räntemarknaden är dock som värderingskurva, vilken används för att fastställa marknadsvärden för andra ränteinstrument.

Diagram 31. Omsättning av Stina-swappar⁵⁰

Totalt omsatt volym under kvartalet, nominellt belopp i miljarder kronor



Anm. Summerad volym under kvartalet. Avser värden justerade för dubbelräkning mellan rapportörer.

Källa: Riksbanken (SELMA)

⁴⁷ En ränteswap är ett finansiellt instrument där parterna byter ränteflöden med varandra. Vanligtvis byter parterna en fast ränta mot en rörlig ränta, som bestäms utifrån en referensränta.

⁴⁸ Utöver OIS-kontrakt finns det ränteswappar mot andra referensräntor. Dessa referensräntor har då längre löptider, vanligen tre eller sex månader. Om det inte specifikt förtydligas att det är OIS-kontrakt som åsyftas är det dessa instrument som i dagligt tal och enligt marknadskonvention avses när man säger ränteswappar. Ränteswap av denna karaktär brukar dock inte räknas till penningmarknaden. I Sverige görs de allra flesta ränteswappar mot referensräntan Stibor med tre månaders löptid.

⁴⁹ Av dessa två referensräntor är det alltså bara Swestr som i strikt mening är en overnight-ränta men även Stina-swapparna betraktas vanligen som OIS-kontakt.

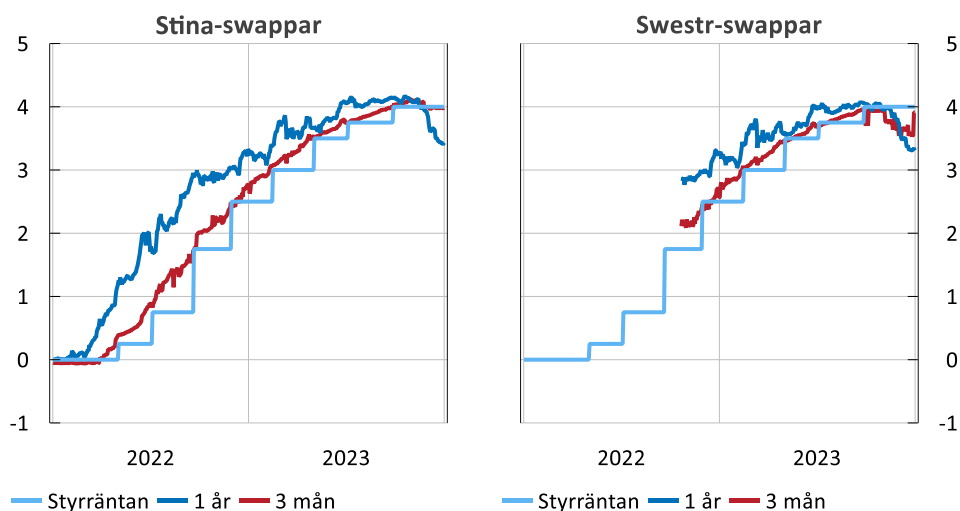
⁵⁰ Den stora omsättningen under fjärde kvartalet 2022 drivs till stor del av en enskild dag, den 24 oktober 2022, då 370 miljarder omsattes.

Swestr kunde börja användas som referensränta i finansiella kontrakt den 1 september 2021. OIS-kontrakt med Swestr som rörlig ränta har därefter lanserats, och de omsatta volymerna har stigit noterbart under år 2023. Den centrala motparten London Clearing House (LCH) publicerar månatlig data över OIS-kontrakt mot de nya transaktionsbaserade referensräntorna som clearas genom dem.⁵¹ Under det andra halvåret 2023 nyregistrerades det OIS-kontrakt mot Swestr med ett nominellt belopp om knappt 100 miljarder kronor i genomsnitt per månad. Swestr påverkas ofta av en betydande årsskifteseffekt, se appendix, varför det är mindre vanligt att det handlas OIS-kontrakt mot Swestr som sträcker sig över ett årsskifte. Enligt data från LCH fanns det i slutet av december 2023 OIS-kontrakt mot Swestr för ett nominellt belopp om omkring 100 miljarder kronor. I slutet av november månad samma år var dock motsvarande värde drygt 400 miljarder kronor.

Under perioden 2022–2023 följde räntan på OIS-kontrakt i svenska kronor i stora drag styrräntan, se Diagram 32. Osäkerheten om den framtida styrränteutvecklingen var stor, speciellt under år 2022 och i slutet av år 2023. Det ledde till att de indikativa prisnivåerna på OIS-kontrakt var betydligt mer volatila än på senare år.

Diagram 32. Indikativa prisnivåer för OIS-kontrakt i SEK

Procent



Källa: Bloomberg

⁵¹ Data publiceras av LCH på deras webbplats i miljarder dollar, avrundat till hela miljarder. Dessa värden har räknats om till svenska kronor med växelkursen USDSEK i slutet respektive månad innan eventuella beräkningar. Se även LCH (2024).

FAKTA – Datakällor

Utöver allmänt tillgängliga data från exempelvis Riksbanken, Riksgälden och Bloomberg används i detta staff memo ett antal icke-publika datakällor som Riksbanken har tillgång till. Dessa datakällor beskrivs här.

TORA Riksbankens penningpolitiska motparter är i enlighet med *Villkor för RIX och penningpolitiska instrument* skyldiga att rapportera information om sina transaktioner på den korta penningmarknaden till transaktionsrapporteringssystemet TORA. De penningpolitiska motparterna med störst transaktionsaktivitet ska rapportera sina transaktioner dagligen, resterande årligen. Det som rapporteras är detaljerad information om icke-säkerställda transaktioner (dagslån eller deposits), säkerställda transaktioner (repor) och FX-swappar, i samtliga fall med en löptid upp till och med tio dagar. TORA-datan bedöms ha en mycket god marknadstäckning inom segmenten dagslån och repor, då de aktörer som rapporterar sina transaktioner sammantaget är dominerande inom detta segment. Betydligt fler aktörer än TORA-rapportörerna är i stor utsträckning aktiva inom FX-swappar och marknadstäckningen inom detta segment är således sämre. En delmängd av TORA-datan ligger till grund för den transaktionsbaserade referensräntan Swestr. I övrigt finns det i dagsläget ingen löpande extern publicering av statistik som baseras på TORA-datan.

SELMA Riksbankens penningpolitiska motparter är därtill skyldiga att rapportera om sin omsättning av dels räntebärande värdepapper, dels räntederivat till transaktionsrapporteringssystemet SELMA. De fem största penningpolitiska motparterna samt Barclays (i egenskap av återförsäljare åt Riksgälden) rapporterar information om sin aggregerade omsättning på daglig basis inom en antal olika kategorier av ränteinstrument, uppdelat på motparts-kategorier och affärens riktning (köp/sälj). Riksbanken publicerar löpande aggregerad SELMA-data.

Svensk värdepappersdatabas (SVDB) I SVDB finns detaljerad information på månadsbasis om samtliga utestående värdepapper från emittenter med svenskt organisationsnummer. Data sammanställs av Statistiska centralbyrån (SCB) på uppdrag av Riksbanken utifrån information från Euroclear och ECB:s databas Centralised securities database (CSDB) samt direktrapportering från vissa stora emittenter. SCB publicerar månatligen statistik baserat på databasen.

EMIR I enlighet med EU:s EMIR-regelverk behöver alla ingångna derivatavtal där någon av parterna har hemvist inom EU rapporteras till ett så kallat transaktionsregister (*eng. trade repository*), som samlar informationen om ingångna derivatavtal.⁵² Transaktionsregistren rapporterar i sin tur denna data till EU:s marknadstillsynsmyndighet (European Securities and Market Authority, ESMA). Riksbanken har tillgång till information om de derivattransaktioner som uppfyller något av följande krav; (i) en eller båda parter har hemvist i Sverige, (ii) derivatet är helt eller delvis denominerat i svenska kronor, eller (iii) derivatet clearas hos en svensk central motpart.

⁵² Med EMIR-regelverket avses Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister och regler som följer av denna.

Referenser

Andersson, Erik och Peter Kaplan (2024) "Vad drev de kraftiga svängningarna i inlåningen mellan 2020 och 2023?", *Ekonomisk kommentar*, nr 4, Sveriges riksbank

Bank for International Settlements (BIS) (2023) *Triennial Central Bank Survey: OTC foreign exchange turnover in April 2022*

Blix Grimaldi, Marianna och Johanna Hirvonen (2023), "Två årtionden med Riksgäldens repofacilitet", *Riksgäldskommentar*, nr 1, Riksgälden.

Europeiska centralbanken (ECB) (2023) *Euro money market study 2022; Money market trends as observed through MMSR data*

Hansson, Denise och Ingrid Wallin Johansson (2023) "Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformeringen 2019-2022", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 29-59, Sveriges riksbank.

Gustafsson, Peter och Tommy von Brömsen (2021) "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 51-87.

London Clearing House (LCH) (2024) *SwapClear Monthly RFR Volumes*, tillgängliga via <https://www.lch.com/services/swapclear/volumes/swapclear-monthly-rfr-volumes>, åtkomst 2024-07-18

Kronestedt Metz, Pia (2005) "Den svenska marknaden för likviditetsutjämning", *Penning- och Valutapolitik*, nr 4, s. 63-87.

Nyberg, Lars, Staffan Viotti och Pehr Wissén (2014) *Penningmarknaden*, femte upplagan, Studentlitteratur

Sveriges riksbank (2024a) *Den svenska finansmarknaden*

Sveriges riksbank (2024b) *Finansmarknadsenkäten*, våren 2024

Sveriges riksbank (2024c) *Swestr: Samlad information om Sveriges riksbanks ramverk för Swestr*

Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF) (2024) "STIBOR Calculation Methodology", version 3.3, januari 2024

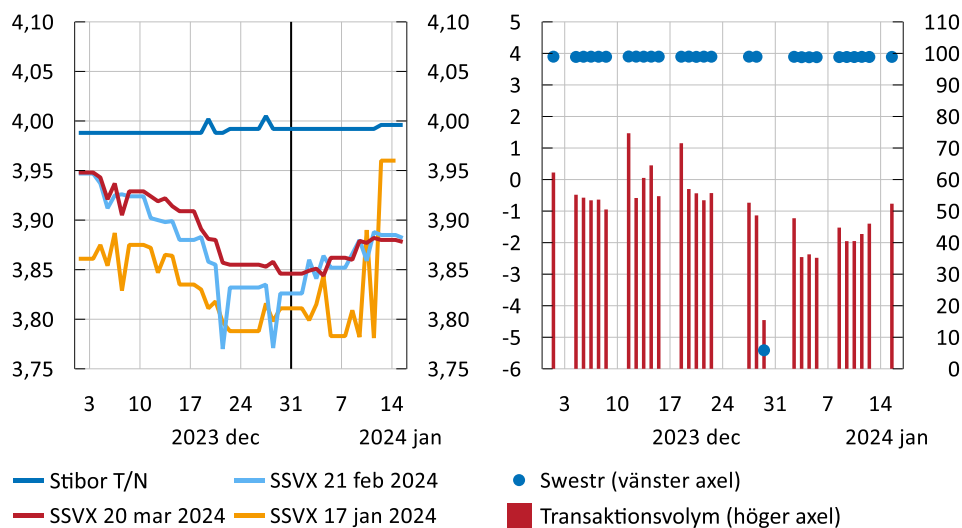
APPENDIX – Årsskifteseffekter på penningmarknaden

Ränte- och aktivitetsnivåer i den svenska penningmarknaden faller tydligt inför årsskiftet. Detta beror till stor del på att banker och andra aktörer försöker justera sina balansräkningar inför den viktiga avstämningsdagen i slutet av året. Bankernas agerande för att minimera sina kostnader bidrar till denna utveckling.

Aktivitets- och räntenivåer i penningmarknaden påverkas i stor utsträckning av de incitament för storbankerna som skapas av Riksbankens styrsystem, se avsnitt 2 i huvudtexten. Detta i kombination med skatter och avgifter samt olika regleringar som berör bankerna exempelvis gällande deras likviditetsbuffertar. Det faktum att stora aktörer i finansiella marknader försöker ”snygga till” sin balansräkning inför viktiga rapporteringsdatum, är inte något nytt fenomen. Aktörerna kan exempelvis försöka justera sin balansräkning för att minska regulatoriska kostnader. I svensk penningmarknad blir denna så kallade *window dressing* särskilt tydligt inför årsskiftet.

Diagram 33. Årsskifteseffekter i penningmarknaden inför årsskiftet 2023

Räntenivåer i procent resp. miljarder kronor



Anm. I vänster panel visas räntenivåer i procent för utvalda penningmarknadsräntor. SSVX betecknar statsskuldsväxlar med olika förfallodatum i början av år 2024. Räntenoteringarna på dessa avser andrahandsmarknaden. I höger panel visas räntenivå i procent och transaktionsvolym i miljarder kronor för Swestr.

Källa: Riksbanken, Bloomberg

Att just den svenska penningmarknaden påverkas så kraftigt inför årsskiftet har i stor utsträckning sitt ursprung i att flera av de tongivande bankerna betalar såväl den inhemska bankskatten som den EU-gemensamma resolutionsavgiften. Båda baseras (något förenklat) på bankernas balansomslutning vid årsslutet. Detta innebär att

bankerna har incitament att minimera sin balansomslutning den aktuella dagen, och att de därför sänker sina inlåningsräntor till mycket oförmånliga nivåer. På så sätt gör bankerna det oattraktivt för kunderna att placera pengar hos dem och/eller kompenserar sig för de regulatoriska merkostnader som transaktionerna medför.

En viktig anledning till att penningmarknaden påverkas så mycket vid årsskiftet är att många penningmarknadsinstrument har stor påverkan på bankernas totala balansomslutning. Detta trots att de har en förhållandevis liten ränterisk. Prispåverkan blir alltså mycket stor vid årsskiftet jämfört med övriga dagar. Ett annat sätt som bankerna försöker minska sin balansomslutning är att de inför årsskiftet försöker styra kunder till att istället placera sin likviditet i korta räntebärande värdepapper som köps på andrahandsmarknaden. Det kan till exempel vara statsskuldsväxlar. Detta får till effekt att årsskifteseffekten sprider sig även till denna del av penningmarknaden eftersom efterfrågan stiger på dessa värdepapper.

Mest noterbar är årsskifteseffekten i Swestr, där såväl räntenivån som den underliggande transaktionsvolymen påverkas kraftigt, se Diagram 33 ovan. Stibor T/N faller däremot inte på samma sätt. Det beror på att det i metodologin för hur Stibor beräknas tillåts göra betydande avsteg från den grundläggande principen att panelbankernas bud ska reflektera de underliggande transaktionernas räntenivåer de dagar då balansräkningen belastas av avgifter (SFBF, 2024).



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK