

Extra emissioner av statsskuldväxlar

I mitten av september beslutade Riksgälden att emittera mer statsskuldväxlar än vi behöver för att finansiera den egentliga statsskulden. Bakgrunden var den starka efterfrågan på statspapper som uppstått i spåren av den turbulenta situationen på räntemarknaden. Efterfrågan kunde inte hanteras på ett rimligt sätt inom ramen för vårt normala system för att låna ut statsskuldväxlar till våra återförsäljare via så kallade marknadsvårdande repor. I stället valde vi att förse marknaden med mer växlar genom täta extra auktioner.

De pengar vi får in från de extra emissionerna har vi i huvudsak placerat i lån till bankerna med säkerställda bostadsobligationer som säkerhet. På så sätt stöder vårt program även bostadsinstitutens upplåning. Ramen för programmet är satt så att vi som mest kan ha 150 miljarder kronor i extra växlar utestående. Vi avser att fortsätta med de extra auktionerna så länge det behövs för att stötta marknaden för statsskuldväxlar.

Bara köpare på marknaden

Efter flera månader av växande osäkerhet på ränte- och kreditmarknaden accelererade utvecklingen i mitten av september, bland annat till följd av att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers sattes i konkurs. Efterfrågan på säkra statspapper ökade samtidigt som andra räntebärande värdepapper som bostadsobligationer såldes på marknaden. Få aktörer var villiga att sälja statsskuldväxlar samtidigt som efterfrågan blev alltmer prisokänslig; placerarna verkade vilja ha växlar oavsett vilken ränta de fick. I en sådan situation fungerar inte handeln och prisbildningen störs. Det blir svårt för våra återförsäljare att ställa säljräntor till sina kunder. För att kunna sälja växlar måste återförsäljarna veta att de kan hitta någon att köpa växlar från, det vill säga en placerare som är beredd att sälja växlar.

Möjligheten att sälja växlar blir i en sådan situation beroende av Riksgäldens erbjudande att tillfälligt låna ut växlar. Vi har sedan många år ett åtagande gentemot våra återförsäljare att repa ut statsskuldväxlar (och andra statspapper) vid tillfälliga bristsituationer. Åtagandet har ingen övre volymgräns. Detta är viktigt eftersom de enskilda återförsäljarna måste kunna räkna med att stödet finns där hela tiden. För att begränsa utnyttjandet av våra repor tar vi betalt: räntan för att låna ut pengar till staten via sådana växelrepor var 25 räntepunkter lägre än Riksbankens reporänta.

På morgonen den 18 september gjorde vi bedömningen att endast mycket omfattande stöd via vårt marknadsåtagande skulle göra det möjligt att hålla växelmarknaden öppen. Här finns dock ett problem. Visserligen har vi

VAD INNEBÄR VÅRA MARKNADSSTÖDJANDE REPOR?

Marknadsstödjande repor går till så att vi säljer en statsskuldväxel (eller statsobligation) samtidigt som vi köper tillbaka den med en dags förskjuten likvid. Ett exempel kan vara på sin plats: säg att vi repar ut en växel på tisdag. Då levererar vi den på onsdag och får tillbaka den på torsdag. Man kan säga att vi lånar ut den mellan onsdag och torsdag i en affär som görs upp på tisdag. Fram till onsdagen har förhoppningsvis återförsäljaren hittat någon som vill sälja växeln i fråga. Om inte, så kan transaktionen upprepas. När vi lånar ut en växel på detta sätt lånar vi pengar under samma period som repan, det vill säga mellan onsdag och torsdag. Under den perioden har vi således mer pengar som antingen behövs för att finansiera statens löpande betalningar eller kan placeras mot ränta. Vi tar 25 räntepunkter betalt för våra repor i statsskuldväxlar.

ingen övre gräns för vår marknadsåtagande, men i praktiken kan vi inte låna ut statsskuldväxlar för hur många miljarder kronor som helst. Det skulle dra upp den redovisade statsskulden och leda till en orimligt omfattande kassahantering. Marknadsaktörerna inser att det finns en sådan gräns. Av detta skäl kan förväntningar om att repornas omfattning ska börja närma sig denna gräns utlösa en situation där efterfrågan ökar okontrollerbart och vi abruptt måste stänga repofaciliteten.

Snabb bedömning leder till stoppat marknadsstöd

Några återförsäljare uppgav att de inte ansåg sig ha möjlighet att indikera till vilka räntor man var beredd att sälja växlar. Pristransparensen hotade att snabbt försvinna. Växelräntorna var på väg ner mot onaturligt låga nivåer. Att de korta statspappersräntorna i USA var nerpressade under 0,5 procent av likartade skäl ökade trycket på oss att göra något. Risken fanns att även internationella aktörer skulle försöka ta till vara denna möjlighet att få tag på statspapper.

Vi behövde snabbt bedöma situationen och olika möjligheter. Här behövdes också information från våra återförsäljare. För att kunna inhämta information från marknadsaktörer och diskutera olika möjligheter var det nödvändigt att annonsera ett stopp för fortsatt marknadsstöd i form av repor i statsskuldväxlar under beslutsfasen. På så sätt förhindrade vi att någon aktör fick tillgång till bättre information än någon annan. Klockan 10 tillkännagav vi i ett pressmeddelande att detta stöd upphörde och att besked skulle lämnas klockan 15 om hur situationen skulle hanteras.

Det stod snabbt klart att marknadsstödet inte skulle fungera som avsett i den uppkomna situationen. Omfattningen skulle kunna bli orimligt stor och den i förväg fastställda prissättning vi tillämpar (som är knuten till Riksbankens reporänta) skulle inte fungera om växelräntan föll snabbt. Å andra sidan bedömde vi att utan vårt stöd skulle handeln i statsskuldväxlar sannolikt upphöra. Detta hade inte varit lyckat i den i övrigt osäkra situationen.

Täta auktioner i stället för repor

Vi beslöt att i stället tillgodose efterfrågan på statsskuldväxlar genom täta och stora emissioner. Primärmarknaden fick ersätta bortfallet av andrahandsmarknaden. I stället för att vända sig till återförsäljare på andrahandsmarknaden fick investerare möjlighet att (via återförsäljarna) köpa statsskuldväxlar i våra auktioner. För att detta skulle bli ett fungerande alternativ behövdes täta auktioner. Vi började emittera växlar flera gånger i veckan, utöver ordinarie växelauktioner som hålls en gång varannan vecka.

Auktionsformen har flera fördelar. Den är öppen för alla, volymerna är kända i förväg och prisbildningen helt transparent; vi bestämmer volym och marknaden räntan. Den investerare som är angelägen att köpa växlar kan då alltid göra det genom att lägga bud till låg ränta i auktionerna. En låg ränta är liktydig med ett högt pris.

Oron på räntemarknaden var och är global och inte begränsad vare sig till Sverige eller statsskuldväxlar. Den uppkomna situationen på växelmarknaden var snarast toppen av ett isberg.

Vårt beslut om hanteringen av situationen på marknaden för statsskuldväxlar fattades därför efter samråd med Riksbanken samtidigt som Regeringskansliet informerades under hand. Efter en helhetsbedömning av läget beslöt vi att inom de närmaste dagarna emittera 50 miljarder kronor i växlar. Vi annonserade också att vår bedömning var att den totala omfattningen av de extra emissionerna kunde uppgå till maximalt 150 miljarder kronor.

Genom att annonsera en så pass stor volym ville vi markera att det faktiskt fanns goda möjligheter att även fortsättningsvis köpa statsskuldväxlar.

Stor extra volym lugnar marknaden

Vid den första extra emissionen på 25 miljarder kronor kom det in bud motsvarande cirka 70 miljarder kronor. Buden (uttryckta i räntetermer) var emellertid inte alls panikartade och redan vid den andra auktionen, också den på 25 miljarder kronor, skar vi ned volymen. Flera bud lades till relativt hög ränta och speglade således inte någon exceptionellt stark efterfrågan.

Vår tolkning av utvecklingen är att när väl investerarna uppfattade att det inte skulle uppstå någon akut brist på statsskuldväxlar, kunde de tänka sig att avvakta snarare än att köpa växlar med mycket låg avkastning.

De extra emissionerna är i första hand ett sätt att upprätthålla en marknad för statsskuldväxlar i ett mycket turbulent läge. Emissionerna motsvarar inte något upplåningsbehov utan kan betraktas som en del av vår marknadsvård.

I normala fall använder vi vårt marknadsstöd i form av repor. Repor i statsskuldväxlar gör att den redovisade statsskulden ökar och att vi får in mer pengar som vi kan behöva placera. Men genom att emittera växlar i auktioner fick vi kontroll över hur stora volymer som skulle kunna komma i fråga, i stället för att låta efterfrågan på repor avgöra omfattningen. Åtgärden kan således ses som ett sätt att ersätta reporna med en beloppsbegränsad och kontrollerbar form av marknadsvård.

Placering genom lån av bostadsobligationer

Eftersom de extra emissionerna inte motsvarar ett upplåningsbehov måste vi placera överskotten på marknaden. Detta ska göras till bästa avkastning med hänsyn till risk. Möjligheten att placera stora överskott på till exempel dollarmarknaden begränsades både av höga kostnader för att skydda växelkursrisken i dollar och av att de tillgångar som då skulle bli aktuella föreföll osäkra ur kreditrisksynpunkt.

Det avgjort bästa alternativet var därför att placera likviden i bankerna med svenska säkerställda bostadsobligationer som säkerhet. Det gör vi genom omvända repor i bostadsobligationer, vilket innebär att vi köper bostadsobligationer i en affärstransaktion där vi samtidigt säljer dem med en senarelagd likviddag. Vi har i huvudsak placerat medlen från auktionerna på detta sätt. Löptiderna har också i huvudsak matchat löptiderna för de växlar som vi sålt. Denna placeringsform är väl beprövad och vi har använt den av och till tidigare.

I och med att vi placerar på detta sätt kan bankerna använda illikvida bostadsobligationer som säkerhet för lån från oss. De lånade pengarna använder de för att köpa statsskuldväxlar, men de befinner sig ändå i en mer gynnsam situation. Statsskuldväxlarna kan de nämligen använda som säkerhet för lån från andra motparter. Nettoresultatet av transaktionerna är således att bankerna slipper försöka belåna bostadspapper på marknaden och i stället kan använda statspapper som säkerhet för lån från till exempel andra banker. På så sätt underlättas deras löpande finansiering, trots att det hela (till synes) börjat med att de lånat ut pengar till staten.

Vi kunde i samrådet med Riksbanken före vårt beslut konstatera att våra åtgärder passade väl in i Riksbankens syn på vilka åtgärder som behövdes. En effekt av våra växelemmissioner blev att vi även kunde stödja bostadsfinansieringen genom att ge bankerna papper som fungerade bättre som säkerheter. I den stabilitetsplan som regeringen annonserade den 20 oktober ingår också en ändring i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning som ger ett otvetydigt lagstöd för vårt agerande.

I ett senare skede har Riksbanken lånat ut kronor i auktioner där banken mottagit bland annat säkerställda bostadsobligationer som säkerhet. Behovet av att göra omvända repor i bostadsobligationer med oss har därmed minskat och våra extra emissioner av växlar har fått ett mer enodlat syfte att stödja likviditeten på denna marknad.

Avvecklingen av de extra växlarna

De extra emissionerna kommer att avvecklas. Vid vilken tidpunkt och hur snabbt får avgöras av marknadsförhållandena.

Vid tidpunkten för beslutet om extra emissioner var den utestående stocken av statsskuldväxlar endast drygt 50 miljarder kronor. Den ovanligt låga volymen berodde på stora överskott i statens betalningar under månaderna innan. Samtidigt som efterfrågan steg snabbt var således utbudet mycket begränsat, vilket bidrog till problemen.

I december och januari kommer emellertid statens upplåningsbehov att vara stort. I det ordinarie låneprogrammet kommer därför relativt stora volymer statsskuldväxlar att säljas. Det finns då möjlighet att ersätta de extra emitterade växlarna med ordinarie.

Det större upplåningsbehovet under 2009 jämfört med förra prognosen från juni innebär också att den utestående stocken kommer att öka. Behovet av extra växlar borde därför minska även långsiktigt; se även upplåningsavsnittet. Den statliga planen för att säkerställa stabiliteten i det finansiella systemet kan också innebära att efterfrågan på extra emissioner minskar.

En annan fråga är hur andrahandsmarknaden ska kunna återgå till ett normalt funktionssätt och när en normal prisbildning på växlar ska återuppstå. Här kan man tänka sig att vi fortsätter med relativt täta auktioner. Det kan ske genom att volymerna i de ordinarie auktionerna sprids ut över fler tillfällen och görs tätare.

Täta ordinarie auktioner i en miljö utan extra växlar och utan vårt normala marknadsstöd i form av repor borde kunna bidra till en marknadssituation som balanserar vårt upplåningsbehov med investerarnas önskan att få tag på statsskuldväxlar. När en sådan prisbildning etablerats finns det förutsättningar för att andrahandsmarknaden åter ska kunna fungera. Det skulle i det läget också finnas möjlighet att åter införa ett marknadsstöd för att utjämna mer tillfälliga bristsituationer. Det här är frågor som vi kommer att beröra i en kommande dialog med marknadsaktörerna.

För att marknaden för statsskuldväxlar ska fungera tillfredsställande krävs också att det finns substitut i form av kortare papper som till exempel certifikat emitterade av företag och bostadsinstitut. Det handlar då både om att likviditeten och förtroendet på marknaden återställs, och att förvaltare utformar sina regler för hantering av kortare placeringar baserat på en verklighet där statsskuldväxlar utgör en begränsad del av möjliga placeringar.

*Thomas Olofsson
Upplåningschef*