

Regeringskansliet
Finansdepartementet
103 33 STOCKHOLM

Riksgäldens åtgärder för att tillgodose behovet av statslån i samband med finansorn och i framtiden

Riksgälden fick i beslutet om riktlinjer för statsskuldsförvaltningen 2009 regeringens uppdrag att analysera och redovisa de åtgärder som vi vidtagit i samband med finans- och kreditoron. Vi ska även redovisa hur ett mer långsiktigt och sammanhållet system kan utformas med hänsyn till de krav som ställs inom ramen för skuld- och marknadsvård att tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Dessutom bör vi redovisa ytterligare åtgärder som kan bidra till att säkerställa statspappersmarknadens funktion i tider av stress i det finansiella systemet.

Denna rapport utgör vår redovisning av de ovan nämnda uppdragen. Vi inleder med att beskriva vårt agerande under finanskrisens inledning i september 2008. Motiven för beslutet att ge ut extra statsskuldväxlar är sedan tidigare presenterade, bland annat i vår årsredovisning. Rapporten är därför relativt kortfattad i denna del. Det nya är att vi kan redovisa en samlad bedömning av effekterna av våra åtgärder i och med att de sista extraväxlarna förfallit. Därefter diskuterar vi de lärdomar inför framtiden som kan dras av finansorn. I det sammanhanget tar vi även upp ett antal mer långsiktiga frågor kring det regelverk som styr statsskuldsförvaltningen.

Extraemissioner av statsskuldväxlar¹

I mitten av september beslutade Riksgälden med mycket kort varsel att emittera mer statsskuldväxlar än vi behövde för att finansiera den egentliga statsskulden. Bakgrunden var den stora efterfrågan på statspapper som uppstått i spåren av oron på finansmarknaderna. Utlösande var sammanbrottet för den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers. Plötsligt var statspapper i stort sett det enda slags värdepapper som med säkerhet kunde säljas eller användas som säkerhet för ett kortfristigt lån. En lång rad aktörer blev oroliga för sin likviditetssituation och ville därför se till att skaffa just statspapper. Detta

¹ För en utförligare beskrivning av händelseförloppet, se *Statssupplåning – prognos och analys*, 2008:3, s. 13–15.

skapade starka spänningar i både statspappersmarknaden, där alla (förenklat uttryckt) ville köpa, och i marknader för andra räntebärande värdepapper, där alla ville sälja.

Efterfrågan på statspapper kunde i det läget inte hanteras inom ramen för Riksgäldens normala system för att låna ut statsskuldväxlar till återförsäljarna via så kallade marknadsvårdande repor. Den avgift vi tog ut för reporna blev försumbar i ett läge när efterfrågan var helt oelastisk. Vi riskerade att behöva låna ut extremt stora volymer växlar och därmed få in stora summor pengar. Det fanns inget formellt tak på de marknadsvårdande reporna, men vi kan inte låna ut hur mycket statsskuldväxlar som helst. Det skulle dra upp den redovisade statsskulden och leda till en orimligt omfattande kassahantering. Även om det finns (och måste finnas; se vidare nedan) viss flexibilitet i vår upplåning i förhållande till aktuella lånebehov är en utveckling som innebär att vi inte har kontroll över hur stora summor vi lånar oacceptabel.

Vi beslutade därför att med omedelbar verkan stänga möjligheten för återförsäljarna att göra marknadsvårdande repor i växlar. Efter några timmars analys och övervägande, inklusive samråd med bland annat Riksbanken, meddelade vi att vi i stället avsåg att förse marknaden med växlar med kort löptid genom stora och täta auktioner. Som övre gräns för hur mycket extra växlar vi kunde ha utestående satte vi 150 miljarder kronor. På så sätt kunde vi hålla igång statsskuldväxelsmarknaden via emissioner och samtidigt ha kontroll över hur stora mängder växlar som kom ut i marknaden. Vårt åtagande att göra marknadsvårdande repor stängdes tills vidare.

Placeringar i bostadspapper

Ger Riksgälden ut mer statspapper än vi behöver för att finansiera skulden får vi, som framgår ovan, pengar som måste placeras. I det här läget valde vi att i huvudsak placera i lån till banker med säkerställda bostadsobligationer som säkerhet. Lånen hade samma löptid som de extra växlarna. Därigenom stödde vi även bostadsinstitutens upplåning och bankernas likviditet. Det bidrog till att dämpa oron på räntemarknaden vid sidan av statspappersmarknaden.

Den andra sidan av den ökade efterfrågan på statspapper var nämligen att många aktörer inte längre ville befatta sig med andra räntepapper. Det drabbade även säkerställda bostadsobligationer. Trots att de har låg kreditrisk var det i det här osäkra läget svårt att hitta privata aktörer som var villiga att köpa säkerställda bostadsobligationer eller acceptera dem som säkerhet ens för kortfristiga lån.

Effekten av våra transaktioner var att aktörerna kunde byta ut värdepapper med låg likviditet mot statspapper som kunde användas som säkerhet för lån mellan aktörer i den privata sektorn. Trots att det började med att vi lånade mer pengar när vi gav ut extra växlar, underlättade vårt agerande således bankernas och bostadsinstitutens finansiering genom att vi placerade dessa pengar i penningmarknaden.

Finansiellt överskott för staten

Under hösten ökade Riksbanken gradvis sin extra utlåning till bankerna mot säkerhet i bland annat bostadsobligationer. Även om läget i finansmarknaderna fortsatt var osäkert gjorde det att bankernas behov av växlar och deras önskan att låna medel från Riksgälden med säkerställda obligationer som säkerhet minskade. Vi kunde därmed gradvis minska omfattningen av vår extra upplåning. Den sista extraauktionen hölls den 19 januari.

Totalt emitterade Riksgälden extra växlar för 167,7 miljarder kronor. Som mest var extra växlar för 120 miljarder kronor utestående. Vid årsskiftet hade stocken minskat till 57 miljarder kronor. Genom att vi genomgående gav ut korta växlar var effekten på statsskulden snabbt övergående. De sista extra växlarerna förföll i mars 2009. (Se bilaga 1 för en sammanställning av de extra emissionerna.)

Räntan på de placeringar vi gjorde var högre än den ränta vi behövde betala på den extra upplåningen. Transaktionerna var alltså lönsamma för staten även om det egentliga syftet inte var att tjäna pengar.

Lagstöd i efterhand

De syften för vilka Riksgälden har rätt att låna anges i lag. Med en strikt tolkning av reglerna för statens upplåning var det inte självklart att Riksgälden i september 2008 hade rätt att ge ut extra statsskuldväxlar på detta sätt, även om vi har i uppdrag att bedriva marknadsvård så länge det inte kostar något. Vårt viktigaste motiv för att bedriva marknadsvård är emellertid att minska kostnaderna för statsskulden: genom att erbjuda repor i våra statspapper minskar osäkerheten och risken för akuta bristsituationer på marknaden. God likviditet sänker kostnaderna för vår upplåning. Men vi bedömde att det var nödvändigt att agera även om vi därmed hamnade i en gråzon i förhållande till det formella regelverket. Följderna för statspappersmarknaden och för finansmarknaderna i stort hade i annat fall kunnat bli allvarliga.

Riktigheten i vår bedömning bekräftades genom att riksdagen i oktober antog regeringens förslag till ändring i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Numera gäller att Riksgälden, i samråd med Riksbanken, får ta upp lån för att tillgodose behovet av statspapper i syfte att motverka hot mot den finansiella marknadens funktion. Lagändringen gäller med retroaktiv verkan från den tidpunkt när vårt beslut fattades.

Här bör nämnas att lagstödet för vår upplåningsverksamhet rör den långfristiga finansieringen: den kortfristiga kassahanteringen berörs inte i lagstiftningen. I praktiken tar Riksgälden regelmässigt upp lån som på kort sikt inte har någon motsvarighet i ett finansieringsbehov. Det beror på att till exempel upplåning i statsskuldväxlar förutsätter att det kontinuerligt finns en marknad för statsskuldväxlar. Vårt kortfristiga lånebehov är i stor utsträckning koncentrerat till december, men för att kunna ta upp lån i statsskuldväxlar i december måste vi förse marknaden med statsskuldväxlar alla årets månader. Det innebär att vi emitterar statsskuldväxlar även de månader då vi har överskott.

Det är således inte unikt att vi ger ut statsskuldväxlar som i det korta perspektivet inte motsvaras av ett lånebehov. Det unika i den uppkomna situationen var snarast omfattningen av de extra växelemissionerna. Vi vill ändå framhålla att det kan anföras skäl för extra emissioner även inom ramen för vårt reguljära uppdrag i lägen där det finns anledning att upprätthålla fungerande marknader: investerare behöver veta att det alltid finns möjlighet att till exempel rulla placeringar i växlar även i lägen där det uppstår kraftiga bristsituationer. I annat fall finns det en risk att många investerare lämnar denna marknad.

Sammanfattande bedömning

Riksgälden bedömer att vårt snabba agerande bidrog till att dämpa oron i ett för finansmarknaderna kritiskt läge. Vi agerade möjligen i en gråzon i förhållande till vårt mandat som det är formulerat i lagen, men det var motiverat med tanke på det oroliga läge som rådde. Att regeringen och riksdagen delade vår bedömning att det var rätt att agera på detta sätt framgår av den lagändring som genomfördes i oktober. I och med att andra åtgärder gradvis sattes in var det naturligt att vi minskade omfattningen av de extra emissionerna.

Enligt den ändrade lagen ska beslut om extra emissioner fattas i samråd med Riksbanken. Varken Riksbanken eller vi har sett något behov av ytterligare upplåning för att motverka hot mot den finansiella stabiliteten utan stödet till bankernas kortfristiga likviditetshantering kan hanteras av Riksbanken. För stöd till deras längre upplåning finns sedan i oktober förordningen (2008:819) om statliga garantier till banker m.fl. Den ger Riksgälden möjlighet att på vissa villkor ingå avtal med banker om att garantera deras värdepappersupplåning.

Möjligheten för Riksgälden att ge ut extra statspapper för att motverka hot mot den finansiella stabiliteten är därmed vilande. Med tanke på den handlingsberedskap som nu finns och de övriga insatser som gjorts och görs är det i nuläget inte sannolikt att den behöver tas i anspråk i den pågående krisen. Vi bedömer dock att det är bra att bestämmelsen finns med tanke på det osäkra läge som alltjämt präglar finansmarknaderna.

I den akuta situation som uppstod i september kom de första krissignalerna just på marknaden för våra egna instrument – även om det grundläggande problemet var bristande likviditet i bostadspapper. Ett visst utrymme för Riksgälden att agera i syfte att skydda likviditeten på marknaderna för våra egna instrument är därför angeläget att behålla.

Avslutningsvis vill vi notera att ett komplement eller alternativ till att Riksgälden ger ut extra statspapper i marknaden är att vi lånar ut statspapper till Riksbanken som i sin tur lånar ut dem till banker i utbyte mot värdepapper med sämre likviditet. Detta alternativ kan vara aktuellt då den finansiella stabiliteten är hotad. Denna metod har exempelvis använts i Storbritannien. Det finns dock inget lagstöd för Riksgälden att på detta sätt låna ut statspapper till Riksbanken.

En fördel med detta alternativ är att man undviker extraupplåning och kassaflöden genom att gå direkt på grundproblemet, dvs. bankernas behov av att

(tillfälligt) byta illikvida mot likvida värdepapper. Principiellt är det även rimligt att exkludera statspapper som lånats ut till Riksbanken utan att staten lånat upp några pengar från beräkningen av statsskulden, dvs. det skulle gå att undvika uppblåsningen av den redovisade statsskulden. Genom att det är ett okonventionellt förfarande är det dock inte givet att det statistiska regelverket inom till exempel EU skulle hantera dessa värdepapperslån på ett sådant sätt.

Riksgälden har inga principiella invändningar mot att skapa förutsättningar för sådan utlåning av statspapper till Riksbanken och ser vissa praktiska fördelar. Men i och med att det i detta fall är Riksbanken som ansvarar för transaktionerna måste det ankomma på Riksbanken att bedöma om detta är ett instrument som banken vill ha tillgång till och att i så fall initiera en mer ingående analys av förutsättningarna, legalt och praktiskt, att tillämpa denna metod i Sverige.

Statsskuldsförvaltningens regler och behovet av statslån

Som ett andra led i uppdraget anger regeringen att vi ska redovisa hur ett mer långsiktigt och sammanhållet system kan utformas med hänsyn till de krav som ställs inom ramen för skuld- och marknadsvård och uppgiften att tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Vi bör även redovisa eventuella ytterligare åtgärder som kan bidra till att säkerställa statspappersmarknadens funktion i tider av stress i det finansiella systemet.

Riksgälden vill inledningsvis framhålla att vi har ett sammanhållet system för skuld- och marknadsvård. Under 1990-talet låg ansvaret för marknadsvården på Riksbanken. Mot bakgrund av att det rör marknader för våra egna instrument och därmed förutsättningarna för vår egen upplåning och att vi som emittent effektivt kan hantera marknadsvårdande transaktioner är det naturligt att det är vi som ansvarar för marknadsvården. Den grundläggande utformningen av detta är etablerad sedan många år och har via den återkommande utvärderingen av statsskuldsförvaltningen fått regeringens och riksdagens godkännande. Vi bedömer att systemet i huvudsak fungerar väl under normala förhållanden i de finansiella marknaderna.

Frågan här är vilka åtgärder som kan behöva vidtas för att statsskuldsförvaltningen ska kunna bidra mer till att motverka påfrestningar i det finansiella systemet, dvs. när förhållanden i något avseende inte är normala. Det är således något utöver normal skuld- och marknadsvård, som är medel för att uppnå Riksgäldens reguljära mål. I så måtto tangerar det större frågor som rör Riksgäldens uppdrag och mål.

När ska extraemissioner kunna ske?

Den nya bestämmelsen i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning är restriktivt formulerad. Riksgälden får ta upp lån för att tillgodose behovet av statspapper i syfte att motverka hot mot den finansiella marknadens funktion. Genom att det dessutom krävs Riksbankens samtycke framgår att det ska vara fråga om hot mot systemstabiliteten, inte bara ett mindre funktionsproblem i någon delmarknad. Med hänsyn till att lagändringen genomfördes som del i ett

paket av åtgärder som syftade till att säkerställa det finansiella systemets stabilitet, och dessutom med extremt kort beredningstid, är det att rimligt villkoren är kopplade till just en hotande systemkris. Det var också i ett sådant läge Riksgälden beslutade att agera; obalanserna i statspappersmarknaden var en spegelbild av spänningar i det övriga finansiella systemet.

Som framgått ovan bedömer Riksgälden att det är osannolikt att bestämmelsen ska behöva tas i anspråk under den pågående krisen. Det reguljära utbudet av statspapper ökar till följd av försvagningen av statsfinanserna, vilket minskar bristen på de mest likvida instrumenten. Samtidigt får bankerna omfattande stöd för sin kortfristiga finansiering från Riksbanken.

En fråga som aktualiseras av regeringens uppdrag är emellertid huruvida det finns skäl att vidga mandatet och ge Riksgälden möjlighet att ge ut statspapper även vid risk för mindre allvarliga störningar i de finansiella marknaderna. Till exempel: I ett läge där statsskulden är liten, bör Riksgälden fortsätta att emittera statspapper för att tillfredsställa efterfrågan från aktörer som behöver statspapper för sin verksamhet? Bör Riksgälden ge ut mer långa papper än vad som är motiverat utifrån målet för statsskuldsförvaltningen med hänvisning till att livbolagen har svårigheter att matcha sina långfristiga åtaganden?

Svaren på dessa frågor beror på synen på vad som bör vara statsskuldsförvaltningens uppgift och mål. Syftar verksamheten till att finansiera statsskulden till lägsta möjliga kostnad, med beaktande av risk, eller finns det ett vidare uppdrag?

Eftersom ett sådant vidare uppdrag förutsätter en ändring av målformuleringen i lagen, är det uppenbart att frågorna är alltför stora för att behandlas inom ramen för en regeringsrapport som denna. Det är snarare ett ämne för en samlad översyn av lagen om statens upplåning och skuldförvaltning.

Mot denna bakgrund lämnar Riksgälden inte några förslag om ytterligare ändringar i reglerna för vilka ändamål Riksgälden ska ha möjlighet att låna. Vi anser dock att det finns anledning att på sikt överväga en översyn av lagen om statens upplåning och skuldförvaltning. I det följande avsnittet utvecklar vi några av de gränsdragningsfrågor som finns i det nuvarande regelverket, med tonvikt på relationen mellan målet och de ändamål för vilka upplåning får ske.

Kassahantering och marknadsvård som motiv för upplåning

Riksgälden ger ut statsskuldväxlar via regelbundna auktioner under hela året. Den verksamheten är, som framgått ovan, inte strikt motiverad av det lånebehov vi har under alla delar av året utan periodvis lånar vi mer via växlar än vad vi behöver för att täcka de aktuella betalningarna. Vårt agerande avspeglar bland annat att statens lånebehov är extremt ojämnt fördelat över året. Störst är underskottet i december. Vi bygger därför upp en viss överskottskassa under de närmast föregående månaderna genom att ge ut växlar. De förfaller sedan snabbt när kassaflödena vänds till överskott under månaderna därefter.

För att hantera finansieringsbehovet i december är Riksgälden beroende av att det finns en fungerande växelmarknad. Dessutom ger tillgången till växelmarknaden oss större handlingsfrihet vid oväntade öknings i lånebehovet. Vi kan då snabbt öka växelemissionerna, i avvaktan på mer information om hur varaktig ökningen av statsskulden är.

Löpande upplåning i växlar är således väl motiverad utifrån målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Däremot finns det inte ett uttalat stöd för detta agerande i lagen om statens upplåning som anger för vilka syften Riksgälden får låna. Där nämns inte upplåning som är motiverad av hänsyn till behovet av en fungerande kassa- och riskhantering i statsskuldsförvaltningen.

På samma sätt är det till exempel med våra repofaciliteter. De behövs för att förbättra statspappersmarknadens funktionssätt och är förenliga med vårt marknadsvårdsuppdrag. Det gäller även i det avseendet att de ger staten en nettointäkt och således inte är förknippade med någon merkostnad. Samtidigt betyder reporna att vi lånar mer än vi behöver för att täcka lånebehovet. Under hösten 2007, när spänningar i finansmarknaderna först visade sig, lånade vi tillfälligt 60 miljarder kronor extra via repor.

När vi ger ut långfristiga instrument som till exempel syndikerade lån i utländsk valuta eller, för att ta ett aktuellt exempel, det lån med 30-årig löptid på motsvarande 38 miljarder kronor som gavs ut i mars 2009, kan det ge stora överskott under flera månader. Försäljningen av Vin & Sprit gav också upphov till överskott under flera månader. Under sådana perioder med överskott fortsätter vi låna enligt det normala schemat både i statsobligationer och statsskuldväxlar.

Riksgälden bedömer att dessa system och vår policy med regelbundet återkommande upplåning oavsett hur den aktuella kassasituationen ser ut, fungerar väl i praktiken. Vårt agerande vägleds av målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Det kan ändå konstateras att relationen mellan målet i lagens 5 § och de ändamål för upplåning som nämns i 1 § är otydlig. Där nämns varken kassahantering, riskhantering eller långsiktig kostnadsminimering som motiv för upplåning, trots att båda dessa aktiviteter är nödvändiga för en ändamålsenlig skuldhantering. Den nya bestämmelsen om extra upplåning för att tillgodose efterfrågan på statspapper när den finansiella stabiliteten är hotad lämnar också ett tomrum när det gäller upplåning i syfte att tillgodose efterfrågan på statspapper i lägen när den finansiella stabiliteten inte är hotad. Som framgått ovan gör vi detta regelmässigt i form av till exempel marknadsvårdande repor och regelbundna emissioner av statsskuldväxlar även under perioder med överskott.

Riksgälden anser att det i samband med en eventuell översyn av Riksgäldens uppdrag finns skäl att se över lagtextens formuleringar för att säkerställa att den överensstämmer med den praxis som utvecklats inom ramen för regeringens beslut om riktlinjer och de återkommande utvärderingarna från regering och riksdag.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Bo Lundgren beslutat, efter föredragning av avdelningschefen Thomas Olofsson. I den slutliga beredningen har även chefekonomen Lars Hörngren och analyschefen Erik Zetterström deltagit.



Bo Lundgren



Thomas Olofsson

Bilaga 1: Extra emissioner, miljarder kronor

Auktionsdag	Förfalldatum	Volym
2008-09-19	2008-10-16	25 000
2008-09-23	2008-10-16	10 217
2008-09-23	2008-11-19	12 500
2008-09-25	2008-11-19	9 999
2008-09-25	2008-12-17	9 999
2008-09-26	2008-11-19	5 000
2008-09-26	2008-12-17	10 000
2008-09-30	2008-12-17	10 000
2008-10-21	2008-12-17	5 000
2008-10-24	2008-12-17	3 000
2008-10-27	2009-01-21	4 997
2008-11-04	2009-01-21	3 000
2008-11-07	2009-01-21	5 000
2008-11-14	2009-01-21	3 000
2008-11-17	2008-12-17	5 000
2008-11-17	2009-01-21	5 000
2008-11-21	2008-12-17	5 000
2008-11-28	2009-01-21	3 000
2008-12-02	2009-01-21	3 000
2008-12-15	2009-01-21	10 000
2008-12-15	2009-03-18	9 997
2009-01-19	2009-02-16	9 999
Totalt:		167 708