

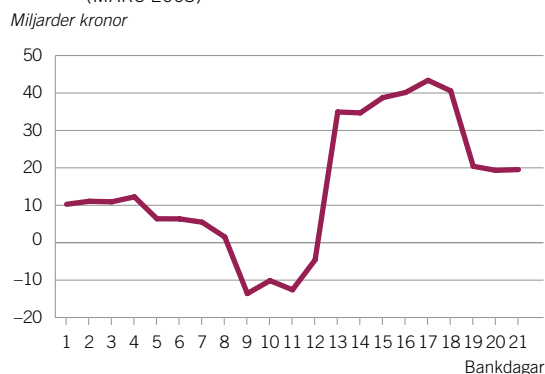


STATENS LIKVIDITETSFÖRVALTNING

Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning ska säkra att statens betalningar fullgörs i tid och bedrivs till så låga kostnader som möjligt med ett begränsat risktagande. Förvaltningen ska även främja likviditeten på marknaden och utformas så att eventuella störningar begränsas. Upplåning med korta statsskuldväxlar, repor och bankplaceringar (så kallade deposits) är de viktigaste instrumenten. Användningen av korta statsskuldväxlar och repor skapar förutsättningar för god och flexibel planering samtidigt som refinansieringsrisken begränsas.

Riksgäldskontoret finansierar i genomsnitt ett dagligt kassamässigt underskott på 15-20 miljarder kronor. Det innebär att ca 1,4 procent av statsskulden är finansierad med kortfristiga instrument i likviditetsförvaltningen. Det dagliga saldot varierar dock kraftigt. En fjärdedel av dagarna placeras ett överskott som ofta är 10-15 miljarder kronor, men vissa dagar kan överskottet vara så stort som 30-40 miljarder kronor. Underskotten är vissa dagar så stora som 40-50 miljarder kronor.

Figur 1. DAGLIGT UPPLÅNINGSBEHOV FÖR EN TYPMÅNAD (MARS 2003)



Statens långfristiga budgetunderskott finansieras i huvudsak med obligationer i svensk eller utländsk valuta och statsskuldväxlar. Denna finansiering har inte någon direkt koppling i tiden till faktiska betalningar. I likviditetsförvaltningen ska Riksgäldskontoret säkra att statens betalningar fullgörs i rätt tid. Likviditetsförvaltningens uppgift är att parera statens faktiska och förväntade dagliga kassaflöden så att statens saldo i slutet av varje dag är noll.

Ett vanligt instrument för kortfristig finansiering är bankplaceringar, så kallade deposits. Denna upplånings- eller placeringsform har nackdelen att mycket stora belopp måste sättas om varje dag, samtidigt som det kan uppstå stora kreditexponeringar vid placeringar. Riksgäldskontoret använder därför i stor utsträckning emissioner av statsskuldväxlar med kort löptid och numera även repor för att minska refinansierings- och kreditriskerna.

Från långsiktig prognos till avveckling av betalningar

Likviditetsförvaltningen utgör inte en avskild verksamhet inom upplåningen, begränsad till exempelvis vissa löptider, utan är en integrerad del av den övriga upplåningen. Låneprognoser och planering av all upplåning utnyttjas för att skapa en effektiv hantering av statens kassaflöden.

Med goda prognoser kan finansieringen planeras med god framförhållning och genomföras utan onödiga transaktionskostnader. Riksgäldskontoret gör egna oberoende prognoser av lånebehovet både i ett längre och kortare perspektiv. Vi finansierar inte bara budgetunderskotten utan också refinansieringen av statsskulden, dvs. vi betalar tillbaka förfallande lån.

Månadsfördelade prognoser görs ett till två år framåt. Dessa kompletteras med dagfördelade prognoser tre månader framåt. Prognoserna har god träffsäkerhet. Det är framför allt i februari och till viss del i december som osäkerheten i dagsprognoserna är som störst. Avvikelser på ibland tre miljarder kronor för en enskild dag förekommer. Detta kan till stor del förklaras av stora och svåröversägbare inbetalningar av kvar- och fyllnadsskatter under dessa månader.

Underskott i ett helårsperspektiv finansieras med emissioner av obligationer och statsskuldväxlar. I planeringen av dessa emissioner kan en del av de svängningar som uppkommer i likviditeten justeras. Genom att anpassa statsskuldväxelupplåningen till säsongsmässiga variationer i lånebehovet kan exempelvis kommande stora placeringsbehov minskas genom mindre emissionsvolym. Upplåningen med statspapper planeras så att det finns ett återstående lånebehov på 15-20 miljarder kronor i snitt per dag.

Generellt har staten stora lånebehov under januari och månaderna med de internationella standardförfallodagarna (de så kallade IMM-dagarna eller tredje onsdagen i mars, juni, september och december) då vi har stora förfall i statsskuldväxlar.

Det finansieringsbehov som återstår efter finansiering med statspapper, huvudsakligen kassamässiga variationer under en månad, hanteras med instrumenten för likviditetsförvaltningen.

Instrumenten

Likviditetsförvaltningen bedrivs i princip så att större underskott och överskott begränsas med emissioner av korta statsskuldväxlar (utöver emissioner vid ordinarie auktioner) och repor. Genom att i god tid finansiera stora underskott på detta sätt minskas behovet av omfattande finansiering via banklån (deposits).

Löpande försäljning av korta statsskuldväxlar

Statsskuldväxlar emitteras huvudsakligen i våra auktioner. Denna upplåning är en viktig del av den ordinarie skuldförvaltningen och volymerna styrs av det långsiktiga lånebehovet och vårt durationsmål (ett mått på löptiden).

Statsskuldväxlar används också i likviditetsförvaltningen. Inom ramen för denna emitterar vi löpande ("on tap-försäljning") de två statsskuldväxlar som har kortast återstående löptid. Denna upplåning kompletteras med statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider (s.k. likviditetsväxlar). Dessa emissioner görs också löpande. Vi visar våra intressen i form av löptid, volym och priser via Reuters. Försäljning sker via telefon och publicering av resultat sker direkt.

On tap-försäljningen är beroende av marknadsläget. Om efterfrågan på korta ränteinstrument är stark kan vi emittera större volymer, men i det omvända läget kan intresset för korta växlar vara begränsat. Vi använder då repor och deposits i större utsträckning.

Repor

Repor, eller återköpsavtal, innebär att vi säljer statspapper till en motpart samtidigt som vi gör en överenskommelse om återköp om ett visst antal dagar. Tidigare gjordes repor endast på initiativ från våra återförsäljare. Under hösten 2004 ändrades denna policy och i dag agerar Riksgäldskontoret aktivt på repomarknaden och upplåningen med repor görs numera helt marknadsmässigt.

Tidigare var deposits (se nedan) det viktigaste instrumentet för likviditetsförvaltningen. Genom att i större utsträckning använda repor kan kredit- och

refinansieringsrisken minskas och stora delar av det prognostiserade lånebehovet täckas i förväg. En ökad framförhållning ger ett större handlingsutrymme. Repor innebär också att placeringar görs mot säkerhet eftersom omvända repor innebär att vi samtidigt köper ett räntepapper. Vi kan också göra omvända repor med andra räntebärande värdepapper utgivna av andra emittenter eller köpa tillbaka utestående statsskuldväxlar med kort återstående löptid.

Våra repor görs normalt med löptider på 2-5 dagar eftersom staten vanligen inte har lånebehov längre än fem dagar i sträck. Under längre perioder med stora lånebehov försöker vi sälja statsskuldväxlar. Både hanteringsmässigt och från risksynpunkt är detta att föredra. Repor utgör därför i huvudsak en ersättning för deposits snarare än ett alternativ till upplåning med korta statsskuldväxlar.

Vårt mål att låna till så låga kostnader som möjligt innebär att vi försöker utnyttja variationer i efterfrågan på olika löptider eftersom "bristsituationer" ger upphov till lägre räntor. För att skapa en rimlig stabilitet och förutsättningar för repomarknaden begränsar vi emellertid omfattningen av våra repor med längre löptid än en dag till två miljarder kronor per statspapper och löptid. I annat fall skulle det finnas risk för minskad förutsägbarhet och onödig osäkerhet på marknaden.

Hantering av utländsk valuta

Riksgäldskontoret hanterar inte bara betalningar i kronor. Förfallande valutalån och räntebetalningar på valutaskulden måste betalas i utländsk valuta. Vid sådana betalningar växlas kortfristig upplåning i kronor till rätt valuta. Likviditetshanteringen parerar således även in- och utflöden på våra valutakonton.

Likviditetsförvaltningen görs normalt i svenska kronor och avvecklas i Riksbankens avvecklingssystem. Det innebär att kortfristig behållning i utländsk valuta växlas för att sedan förvaltas på kronmarknaden. Valutalån växlas således till kronor även om vi senare behöver valutan för betalning av förfallande valutalån.

En skillnad mellan likviditetshantering i kronor och utländsk valuta är att finansiering av underskott i kronor avslutas i "efterhand", dvs. vid dagens slut. Vid betalningar i utländsk valuta måste det finnas täckning för betalningarna redan vid dagens början.



Kortfristig upplåning i utländsk valuta (t.ex. commercial paper eller deposits) kan i princip även användas i likviditetsförvaltningen. Normalt är detta emellertid inte kostnadseffektivt men finns som en utväg om den kortfristiga kronmarknaden av någon anledning skulle manka.

Vid prognostiserade överskott som är större än 15 miljarder kronor placeras om möjligt det överskjutande beloppet på depositmarknaden i euro. Detta görs två dagar innan överskottet uppstår, dvs. avista, men kan även göras senare. På så sätt kan kreditexponeringen spridas på fler motparter.

Riksgäldskontoret både köper (vid förfall och räntebetalningar) och säljer (då valutalån tas upp) utländsk valuta. För att begränsa risken för att valutaväxlingar görs till en oförmånlig växelkurs sprids nettot av valutaväxlingarna relativt jämnt över tiden. Vid stora förfall köps exempelvis utländsk valuta på termin (förskjuten likvid) långt innan betalningen ska göras.

Bankplaceringar (deposits)

Det under- eller överskott som återstår efter att korta statsskuldväxlar och repor utnyttjats, beroende på efterfrågan och marknadsläge, täcks med deposits. Affärerna på depositmarknaden görs med en grupp motparter, bestående av såväl utländska som svenska banker. Affärerna löper normalt över natten, men även längre löptider förekommer.

Mål och restriktioner

Den överordnade uppgiften för likviditetsförvaltningen är att fullgöra betalningar i rätt tid. Denna uppgift ska utföras så att upplåningskostnaderna med hänsyn till risk blir i så låga som möjligt.

Vi anpassar löptiderna i likviditetsförvaltningen så att de dagliga prognostiserade saldon utjämnas. Exempelvis undviks upplåning som markant ökar ett prognostiserat överskott. De instrument och löptider som väljs för hanteringen av över- eller underskott beror således på prognosen för den kassamässiga utvecklingen över tiden. Detta är ett sätt att reducera riskerna, vilket också kan ses som en restriktion för den dagliga likviditetsförvaltningen.

Riksgäldskontorets roll som aktör på repomarknaden måste hanteras varsamt. Vi är nämligen samtidigt emittent av det papper som repas. Om vi alltid och i stor utsträckning skulle göra repor i löptider med särskilt låga räntor till följd av bristsituationer kan det uppstå stora variationer i tillgången på sådana papper: en kraftig ökning då vi har lånebehov och en drastisk minskning av tillgången då vi har överskott. Resultatet skulle bli en oönskad ryckighet i utbud och priser med ökad osäkerhet och försämrad förutsägbarhet som följd.

I vår kvantitativa utvärdering av likviditetsförvaltningen använder vi Riksbankens reporänta som jämförelseränta eftersom dagslån på depositmarknaden i regel görs till denna räntenivå. Utrymmet för att

FAKTA

Betalning och avveckling

Statens betalningar sköts av de banker som våra myndigheter utnyttjar för betalningar. Alla betalningsflöden i kronor konsolideras på statens konto i Riksbanken och finansieras av Riksgäldskontoret. Detta system innebär att staten endast finansierar eller placerar *nettot* av alla betalningar. På så sätt minimeras finansiering via tredje part och kassaförvaltningen kan ske effektivt utan onödiga transaktionskostnader. Detta är ett exempel på vad som brukar kallas ett "Treasury Single Account".

Betalning och avveckling görs sedan i Riksbankens system för betalning och avveckling. I slutet av varje dag då alla betalningar ska vara

gjorda ska saldot vara noll gentemot Riksbanken. Enligt EU:s fördrag och svensk lag får det inte finnas något underskott mot Riksbanken vid dagens slut, dvs. staten får inte låna i Riksbanken för att undvika misstanken att staten skulle kunna ta till "sedelpressfinansiering" av sina utgifter.

Samtliga statliga betalningar går via tre ramavtalsbanker med för närvarande tre avvecklingstidpunkter dagligen. Det dagliga prognossaldot uppdateras löpande två gånger under dagen. Vid dagens slut får vi ett slutgiltigt saldo, då vårt konto varken uppvisar ett under- eller överskott mot Riksbanken.

låna till räntenivåer under reporäntan är emellertid begränsat. Som tidigare nämnts styrs likviditetsförvaltningen i stor utsträckning av hur statens kassaflöden varierar över tiden, de restriktioner som följer av att vi vill undvika onödigt stora över- eller underskott och att vi vill bidra till väl fungerande marknader. Även kvalitativa kriterier bör därför beaktas vid en samlad utvärdering av likviditetsförvaltningen.

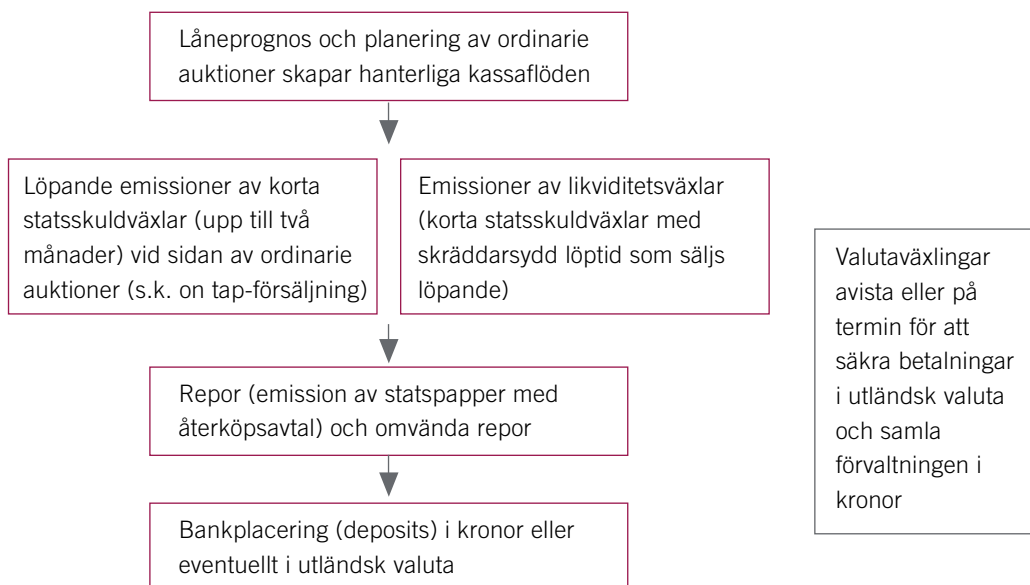
Förfallande valutalån och valutaupplåning är inte jämnt fördelade över tiden. Men vi ser till att fördela nettot av valutaväxlingarna relativt jämnt. I praktiken går det till så att ett prognostiserat behov av nettoväxlingar fördelas jämnt mellan de månader som återstår av ett kalenderår. Vi kan emellertid avvika från detta riktvärde med ± 500 miljoner kronor under en månad. Vi har denna policy, inte bara för att reducera risken för oförmånliga växelkurser, utan också för att uppfylla regeringens riktlinjer på en jämnt fördelad växlingstakt. På så sätt uppnås

förutsägbarhet på valutamarknaden. Eftersom vi nettoväxlar ungefär samma belopp varje månad vet marknaden i förväg i stora drag hur mycket kronor som staten kommer att nettosälja på marknaden. Onödiga spekulationer om eventuella marknads-effekter på kronkursen kan därmed undvikas.

Internationell utblick

Likviditetsförvaltningen görs huvudsakligen i svenska kronor. I förhållande till statens kassaflöden är den kortfristiga kronmarknad begränsad i volym och djup. Stora länder och medlemmar i eurozonen har tillgång till marknader av ett helt annat djup och storlek. Dessa skuldkontor har t.ex. tillgång till betydligt fler motparter och de mindre länderna är inte dominerande aktörer på det sätt som Riksgäldskontoret är på den svenska marknaden. Det skapar andra förutsättningar när det gäller refinansieringsrisker och flexibilitet.

Likviditetshanteringen – en översikt

F
A
K
T
A

Ovan ges en schematisk beskrivning av de instrument som Riksgäldskontoret använder i likviditetsförvaltningen. I första hand utnyttjar vi instrument med relativt lång löptid (statsskuldväxlar med upp till två månaders löptid) och repor. Det återstående lånebehovet täcks med kortfristig finansiering i banksystemet.



Skuldkontoren i andra länder använder oftast inte repor i sin likviditetsförvaltning. Storbritannien är ett undantag. Nederländerna och Frankrike använder visserligen också repomarknaden, men endast när de placerar överskott. Belgien har en mindre egen portfölj av statsobligationer med kort löptid som de använder för repor. Finland har för avsikt att öka sin användning av repor.

Några skuldkontor i eurozonen utnyttjar aktivt djupet i den korta räntemarknaden för att styra sin ränteeponering. I Nederländerna, som är tydligt exempel, emitteras T-bills som sedan swappas till kort ränteeponering. Önskad ränteeponering, upp till tolv månaders löptid på den s.k. Eoniamarknaden för korta swappar¹, väljs sedan baserat på en bedömning av Europeiska centralbankens (ECB:s) kommande räntebeslut.

Det är i princip samma jämförelsenorm som vår egen: Riksbankens reporänta ger ett mått på vinst eller förlust relativt depositmarknaden. Vi avstår dock från att ändra vår ränteeponering med hjälp av derivatmarknaden och skapa aktiva positioner. Det skulle krävas omfattande transaktioner på FRA- och/eller Stinamarknaden². Mycket talar för att dessa marknader inte opåverkat skulle kunna absorbera transaktioner

¹ På Eoniamarknaden handlas swappar i euro med kort löptid (upp till ett år).

² FRA betyder Forward Rate Agreement. De kontrakt som handlas är terminer på bankplaceringar eller -lån med löptid på tre månader. Stinamarknaden är den svenska motsvarigheten till Eoniamarknaden, dvs. handel med korta swappar i kronor.

av den omfattning som skulle göra en sådan hantering intressant för oss. Det är sannolikt lättare för mindre skuldkontor i eurozonen att agera utifrån bedömningar av den penningpolitik som beslutas i Frankfurt än det skulle vara för oss att agera utifrån bedömningar av beslut som fattas vid Brunkebergstorg.

Sammanfattning

Riksgäldskontoret utnyttjar låneprognoser, låneplanering och tillgängliga instrument i likviditetsförvaltningen för att parera statens kassaflöden till så låga finansieringskostnader som möjligt och med begränsat risktagande. Likviditetsförvaltningen är därför en integrerad del av den mer långsiktiga upplåningen. För att begränsa exponeringen på dagslånemarknaden, och därmed refinansieringsriskerna, försöker vi använda kortfristig finansiering med löpande försäljning av statsskuldväxlar och repor. Detta skapar förutsättningar för god och flexibel planering. Detta har hittills visat sig vara en framgångsrik strategi.

Anna Sjulander, skuldförvaltare

FAKTA

Marknadsvård

Riksgäldskontoret använder repor som en del av likviditetshanteringen. Dessa repor görs till marknadsmässiga priser. Då det finns ett ömsesidigt intresse för sådana repor bidrar vi till likviditet i statspapper i vår ordinarie upplåning. Repor är dock endast aktuella då vi har underskott att finansiera.

För att stödja marknaden erbjuder Riksgäldskontoret repor i statspapper på förfrågan.

Syftet är att minska risken för bristsituationer på marknaderna för statspapper. Sådana repor görs i nominella statsobligationer, statsskuldväxlar samt realobligationer och erbjuds mot en fastställd premie inom ramen för vår marknadsvård.

Villkor för marknadsvårdande repor och andra faciliteter finns närmare beskrivna på vår hemsida: www.rgk.se