

Statens upplåning i en överskottsmiljö

Sammanfattning av tal av Thomas Olofsson, upplåningschef på Riksgäldskontoret, på Nordeas Fixed Income Seminarium i Köpenhamn torsdagen den 18 maj 2006.

Svenska staten har sedan förra året ett överskott i budgeten. Vi räknar med ett överskott i år på 16 miljarder kronor. Det ser för närvarande inte ut som om överskottet skulle bli mindre – sedan förra prognosen i februari har prognosen överträffats med 11 miljarder kronor, även om det ännu är för tidigt att bedöma i vad mån detta påverkar prognosen för hela 2006. Det är naturligtvis positivt för svensk ekonomi. Samtidigt innebär överskott att staten lånar i en delvis annan miljö än när vi har underskott. Jag tänkte här i all korthet diskutera några av de utmaningar som detta innebär.

Starka statsfinanser är bra för staten, liksom för medborgarna och inte minst framtida generationer. Överskott i budgeten innebär att statsskulden minskar. Från Riksgäldskontorets perspektiv kan jag konstatera att vår finansiering underlättas: högsta kreditvärdighet i kombination med ett knapphetsvärde i våra låneinstrument bidrar till stark efterfrågan och gynnsamma lånevillkor. Det innebär inte att vi saknar utmaningar: det går alltid att utveckla skuldstruktur, upplåningstekniker och kommunikationen med marknaden i syfte att låna billigare och till lägre risk.

Samtidigt uppstår nya utmaningar eftersom det blir svårare att uppfylla alla delar av vår lånepolicy och våra åtaganden när utbudet av statspapper minskar vid mindre lånebehov. I lägen med stark efterfrågan på till exempel långa obligationer, för att matcha tillgångar och skulder, eller korta statspapper för kassaförvaltning, så kan vi inte alltid tillgodose alla önskemål. Sådana situationer får hanteras av prisbildningen på marknaden. Det betyder naturligtvis inte att marknaden alltid klarar sådana situationer utan friktioner, men i grunden är det inte frågan om något fundamentalt problem. Knapphet på statspapper bör återspeglas i lägre räntor. Det är därför av intresse att diskutera om det åtminstone periodvis kan uppstå bristsituationer på statspapper och vilka effekter detta kan få på räntebildningen och marknadens effektivitet.

För att marknaden på ett effektivt sätt ska kunna hantera ett lågt utbud av statspapper är det viktigt att marknadens aktörer förstår vår policy och hur vi hanterar små lånebehov. Vi vill undvika situationer där marknaden blir överraskad i onödan av vårt agerande.

Låt mig här skjuta in att vi åtminstone periodvis under våren även haft omvända situationer där efterfrågan i våra auktioner har varit liten. Detta är sannolikt mer tillfälliga problem som beror på det rådande marknadsläget med stigande räntenivåer.

En fråga som kanske är viktigare från vår horisont är hur vårt åtagande att bidra till likvida och väl fungerande statspappersmarknader ska hanteras under perioder med stora överskott.

Först måste jag betona att vi för närvarande kan hantera både finansiering och åtagande om likvida lån och likvida marknader utan några större störningar – trots att vi har överskott. I stort sett bekräftas det av den undersökning vi låtit Prospera göra om hur vår upplåning uppfattas av investerare och motparter. Det hindrar inte att marknaderna fungerar mer eller mindre väl under olika perioder, men i stort sett klarar vi av att genomföra vår policy och våra åtaganden. Vilka är då dessa?

Vårt mål är att låna så billigt som möjligt med beaktande av risk. Vi försöker fördela statsskulden på olika skuldslag och löptider just i syfte att uppnå detta mål. Avvägningen mellan kostnader och risk beslutas av regeringen. Dessutom försöker vi lämna vårt bidrag till en attraktiv och likvid marknad för statspapper. Vi strävar efter en bred, internationell investeraras och en väl fungerande marknad för våra låneinstrument. För att nå dit koncentrerar vi upplåningen till få och likvida benchmarklån. Vi försöker reducera osäkerheter genom att vara öppna och förutsägbara, ha en öppen och tydlig kommunikation med investerare och motparter samt stödja marknaden med olika marknadsvårdande åtaganden. En likvid och väl fungerande marknad med en bred investeraras bör på sikt bidra till att reducera våra upplåningskostnader.

Vilka effekter får budgetöverskott på våra möjligheter att uppnå detta?

Litet förenklat kan man säga att då vi har budgetöverskott kan vi fortfarande låna för att finansiera förfallande lån, men hela skulden kan inte refinansieras. En del av förfallen kommer att finansieras med budgetöverskottet.

Om vi antar att budgetöverskottet är så stort att det räcker till för att betala alla förfallande obligationslån så blir även bruttolånebehovet negativt. Det innebär inte att vi slutar ge ut obligationer. Utrymmet för detta får då skapas genom att den utestående stocken av statsskuldväxlar minskas. Vi behöver hela tiden låna i obligationer – alldeles oavsett överskottets storlek – eftersom löptiden i skulden annars skulle bli för kort.

Det man aldrig kommer ifrån är att vid stora överskott blir upplåningen sammantaget i alla instrument mindre och den utestående statsskulden och utestående lånestocker också mindre. Detta kan naturligtvis innebära att likviditeten på marginalen blir lidande. Vår uppgift blir då att göra vad vi kan för att minimera effekterna på likviditet och marknader. Det är också vad vi faktiskt redan gjort mot bakgrund av att vi redan har överskott i budgeten. Om överskottet skulle bli väsentligt större finns det flera möjligheter att hantera detta. Låt mig ge fem exempel.

- Det blir än viktigare att koncentrera upplåningen till nya lån för att bygga upp tillräcklig likviditet. Vi kan till exempel lägga ännu fler av våra auktioner i de löptider som är nya eller som behöver tillskott av likviditet. För närvarande gör vi ungefär hälften av våra auktioner i den tioåriga löptiden. Det är fullt möjligt att öka denna andel ytterligare.
- I dag ger vi ut en ny tioårig obligation varje år. Detta har varit möjligt eftersom lånebehoven varit tillräckligt stora för att varje år bygga upp en god likviditet i dessa lån. Det är naturligtvis möjligt att glesa ut nyintroduktionerna något. Detta har vi gjort tidigare. Ett sådant emissionsmönster ger större möjligheter att successivt bygga upp större volymer i våra benchmarklån.
- Vi utnyttjar derivat som t.ex. swappar för att kunna emittera våra tioåriga obligationer med tillräckligt stora volymer. Swappar gör det möjligt att emittera obligationer utan att den genomsnittliga löptiden blir för lång. Vi kan utnyttja vår relativa styrka som låntagare i obligationer utan att behöva betala den högre räntan som lång obligationsupplåning normalt innebär. Swappar kan således utnyttjas i situationer då lånebehovet är litet för att hålla uppe obligationsupplåningen.
- Ett viktigt sätt att bygga upp nya likvida lån med begränsade lånebehov är byten av nya lån mot gamla. Vi köper tillbaka äldre kortare lån samtidigt som vi säljer nya längre lån, normalt ett nytt tioårigt lån. Vid behov kan man naturligtvis överväga att göra byten i en större omfattning än vad som nu är fallet.
- Uppköp som ett sätt att skapa utrymme för ny upplåning är med andra ord en viktig del av vårt sätt att låna och kan utnyttjas utan att ha en direkt koppling till byten. Vår finländska motsvarighet är ett exempel på ett skuldkontor som använt sig av återköp för att göra det möjligt att emittera nya obligationer. När jag här pratar om uppköp är det viktigt att poängtera att det är frågan om uppköp som bygger på ett intresse från investerarna och som genomförs utan egentlig prispåverkan.

I de mer spekulativa diskussionerna på marknaden om framtida lånebehov och finansiering nämns ibland eventuella privatiseringar. Jag tänkte inte här lämna några slags besked om hur sådana skulle komma att hanteras. Det är svårt att i förväg beskriva hur intäkterna från en privatisering skulle komma att hanteras: förutsättningarna kan se olika ut från fall till fall och därmed komma att hanteras olika. Vi kommer ändå vid ett senare tillfälle att återkomma med något mer konkreta besked om hur vi kan tänkas agera vid större privatiseringar, åtminstone ange några principer som kan ge viss vägledning för marknaden. Jag tänkte här inskränka mig till några allmänna reflektioner.

Intäkter från privatiseringar är ur vårt perspektiv i princip inte annorlunda än skatteintäkter. Övriga stora intäkter, oavsett det är fråga om skatter eller från privatiseringar gör ingen skillnad. Förra året blev budgetsaldot 52 miljarder kronor bättre jämfört med prognosen vid början av 2005. Avvikelse av sådan storleksordning innebär visserligen att vi måste revidera våra låneplaner, men detta kan vi hantera utan större påfrestningar. Med god framförhållning finns möjligheter att anpassa upplåningen så att stora kast i emissionerna undviks: det gäller såväl skatte- som privatiseringsintäkter. En skillnad kan dock vara att vid privatiseringar kan det komma stora intäkter på en och samma dag. Intäkter som behöver hanteras inom ramen för vår likviditetsförvaltning.

Under år 2000 köpte Riksgäldskontoret tillbaka obligationer för ca 40 mdkr i samband med delprivatiseringen av Telia. Dessa återköp genomfördes för att få utrymme för fortsatta emissioner utan att överskrida de kreditlimiter vi själva satt upp. Här var det alltså restriktioner i vår likviditetsförvaltning som var den primära orsaken till uppköpen. Erfarenheterna av uppköpen var inte de allra bästa. De kritiserades av aktörer på marknaden och både vi och regeringen drog slutsatsen att det fanns viktiga lärdomar att göra av hanteringen. Regeringen pekade bl.a. på att vi kunde ha övervägt en något mer flexibel hantering av kreditlimiterna.

Här kan det förtjäna att påpekas att jämfört med för fem år sedan har vi i dag större möjligheter att placera stora överskott inom ramen för likviditetsförvaltningen. Bland annat har vi nu tillgång till kassahantering i utländska valutor. En av de frågor vi har anledning att fundera på är bland annat vilka möjligheter vi har att kassamässigt hantera stora intäkter. Som jag redan sagt avser vi att vid ett senare tillfälle, och något mer konkret, återkomma till frågan om hur eventuella framtida privatiseringar och stora överskott kan hanteras. Det jag här har sagt får ses som något mer allmänna reflektioner.

Avslutningsvis vill jag understryka att vi trots att vi för närvarande har överskott i budgeten förmår upprätthålla ett relativt normalt

upplåningsmönster med emissioner i löptider och instrument som är tillräckliga för att klara våra policymässiga åtaganden.