

Upplåningspolicy vid ett medlemskap i valutaunionen

Ett medlemskap i valutaunionen skulle innebära nya utmaningar för Riksgäldskontorets lånestrategi. Upplåning på en stor internationell marknad ställer krav på likviditet och koncentration i upplåningen. Upplåningen vid auktionerna skulle bli större och äga rum mer sällan. Nya låneformer kan komma att behövas.

Ett medlemskap i valutaunionen innebär att Riksgäldskontoret i huvudsak skulle låna utomlands. Den inhemska investerarsbasen skulle krympa väsentligt. Även om ett medlemskap är aktuellt först 2006 kommer anpassningen till euron att påbörjas redan i höst om det blir ett ja i folkomröstningen. I den här artikeln diskuteras några av de nya förutsättningar som upplåningspolitiken skulle ställas inför.

Ändrade valutarisker

Valutaskulden reduceras

Vid ett medlemskap kommer valutaskulden att krympa. Den del av valutaskulden som är denominerad i euro blir då inhemska valuta och valutarisken försvinner. Redan under övergångstiden fram till medlemskap, med fast växelkurs mot euron inom ERM2, minskar valutariskerna i eurosulden. Vid ett medlemskap, men även under ERM2-fasen, finns också flexibilitet att med hjälp av derivatinstrument snabbt ändra exponeringen mellan euro och andra utländska valutor som dollar och yen. Det blir då möjligt att snabbt anpassa valutaskulden till önskad nivå.

Bredare investerarsbas

Investerarna får motsvarande förändring av valutaexponeringen i sina tillgångsportföljer. Valutariskerna i placeringar i europapapper försvinner för svenska placerare då euron blir inhemska valuta. Det finns inte längre något valutariskargument att välja svenska statsobligationer i stället för obligationer utgivna av andra medlemsstater. Detta kommer att påverka svenska placerares portföljsammansättning. Samtidigt kommer utländska placerare med euro som hemvaluta att kunna köpa statspapper utgivna av Riksgäldskontoret utan att ta någon valutarisk.

Ett medlemskap i valutaunionen kommer därmed att medföra anpassningar i svenska och utländska placerares obligationsportföljer. Svenska placerare kommer i större utsträckning att köpa utländska obligationer och tvärt om.

Det finns ingen tillförlitlig statistik över hur stor del av obligationsstocken som i dag ägs av utländska placerare. Riksbanken redovisar en andel på ca 50 procent. Till detta kommer den direkta valutaupplåningen på ca 14 procent.¹ Den utländska investerandelen av hela statsskulden blir därmed ca 40 procent. Sannolikt ger dock Riksbankens

statistik en överdriven bild av hur stor den utländska ägarandelen är.

I mindre euroländer brukar andelen utländska investerare i nyemissioner vara knappt 80 procent. En del av dessa placeringar brukar efter ett tag säljas till inhemska placerare. Baserat på utländska erfarenheter skulle den utländska investerandelen av obligationsstocken i Sverige så småningom, efter att gamla lån ersatts med nya, kunna bli i storleksordningen 75 procent.

Erfarenhetsmässigt finns det således en tendens att inhemska investerare håller en större andel av den inhemska statsobligationsstocken än vad som skulle vara motiverat av den svenska andelen på ca 3,4 procent av den utestående statsobligationsstocken i euro. Denna s.k. hemmabias är sannolikt ännu större när det gäller realobligationer och statsskuldväxlar.

Ökad flexibilitet

Sverige blir en medelstor låntagare på en stor marknad

Förutsatt att Sverige blir medlem i valutaunionen kommer svenska statsobligationer inte att vara referenslån vid prissättning av räntepapper. I stället kommer framför allt den tyska avkastningskurvan att vara referensräntor för svenska och andra medlemsländers ränteinstrument. I dag är avkastningskurvan för statsobligationer referenskurva för räntebildningen i kroninstrument.

Svenska staten kommer som aktör i valutaunionen att låna på en mycket större marknad med en bredare investerarsbas jämfört med i dag. Riksgäldskontoret har i dag ett ansvar för att vårda den svenska obligationsmarknaden i och med att vi är den dominerande aktören. Inom valutaunionen blir vi en viktig men relativt sett mindre aktör. Det betyder att flexibiliteten kommer att öka.

Förutsägbarhet kontra flexibilitet

Argumenten är starka för att Riksgäldskontoret ska fortsätta bygga sin upplåningsstrategi på transparens, öppenhet och

¹ En stor del av skulden i utländsk valuta består av kronupplåning som via skuldbytesavtal (swappar) omvandlats till valutaexponering. Totalt är valuta-skulden ca 28 procent av den totala statsskulden uppdelad på 14 procent direkt valutaupplåning och 14 procent skuldbytesavtal.

förutsägbarhet. Upplåningen skulle därmed, liksom i dag, inriktas på att bygga upp stora och likvida benchmarklån för statsobligationer. Argumenten är att det skapar god likviditet samt en bred och stabil investerarbas. Under sådana förutsättningar bör upplåningen kunna ske till lägre kostnader än om upplåningen bedrivs helt flexibelt. Detta är också den policy som kommit att bli dominerande bland mindre statliga låntagare inom euroområdet.

Ett radikalt, men fullt tänkbart, alternativ vore annars att överge ambitionen att upprätthålla likvida benchmarklån för svenska statspapper. Upplåningen skulle i princip kunna bedrivas på ett helt flexibelt, eller opportunistiskt, sätt. Riksgäldskontoret skulle kunna sluta auktionera benchmarkobligationer och i stället ta upp lån baserat på marknads-läge, nischer och efterfrågan. Val av valuta och löptid skulle bestämmas av vad som från tid till annan är billigast. Argumenten för en sådan lånepolicy är starkast för låntagare med mycket god kreditvärdighet, ett känt namn och begränsad skuldsättning och lånebehov. Vid de tillfällen då marknaden försämrats finns i princip alltid möjlighet att ge ut stora likvida benchmarklån. Sverige är ett så pass känt namn att det med kort varsel är möjligt att ge ut sådana.

Sveriges lånebehov är dock väl stort för att detta alternativ ska vara realistiskt – åtminstone som huvudstrategi. Periodvis skulle strategin kunna fungera väl, men under marknadsmässigt mer ogynnsamma perioder skulle upplåningskostnaderna kunna bli höga. Det skulle inte finnas en stabil investerarbas som regelmässigt och aktivt köper svenska benchmarklån. Sannolikt skulle upplåningskostnaderna, under de perioder vi skulle tvingas ge ut likvida benchmarklån, bli så pass höga att strategin över tiden inte skulle vara förenlig med målet om kostnadsminimering. Strategin skulle dessutom medföra ökade risker i upplåningen.

Andra aspekter på flexibiliteten

En förutsägbar strategi innebär inte att all upplåning behöver göras mekaniskt enligt ett fastställt schema. Poängen är att strategin ska vara tydlig och förutsägbar. Vid val av t.ex. löptider och emissionsvolymen vid enskilda auktioner kan, inte minst mindre länder, tillämpa viss flexibilitet.

Inslag av mer opportunistisk upplåning kan vara ändamålsenlig och rymmas inom en strategi som i huvudsak byggs på förutsägbar upplåning med likvida benchmarklån.

Även om huvuddelen av upplåningen görs på de standardmässiga löptiderna som till exempel 10 år, finns goda möjligheter att via derivat som ränteswappar eller räntefutures skapa den exponering i duration eller fördelning på löptider som är önskvärd från risksynpunkt. Det finns med andra ord möjlighet att separera frågan om på vilka löptider det är billigast att låna och den exponering man vill uppnå med hänsyn till kostnader och risker.

Riksgäldskontoret kommer, som konstaterats, inte att bli en dominerande aktör inom valutaunionen. Vi kan därmed inte påverka benchmarkkurvan i euro. I och med

att våra egna emissionsplaner inte påverkar eurokurvan och Riksgäldskontoret inte har insideinformation om penningpolitiken så finns förutsättning att agera flexibelt när det gäller val av duration och exponering för valutakursförändringar. Det går således att argumentera för en mer aktiv hantering av t.ex. durationen beroende på lånebehov och marknads-läge än vad som är möjligt i nuläget.

Obligationsupplåning

God likviditet och bred investerarbas

Det finns goda skäl att bibehålla strategin med förutsägbarhet och transparens även vid ett medlemskap i valutaunionen. Riksgäldskontoret bör sträva efter att skapa relativt stora, likvida lån placerade hos en bred, internationell investerarkrets.

God likviditet i utestående lån ger en låg likviditetspremie och därmed låga upplåningskostnader. Likviditetspremien blir, relativt sett, en viktigare faktor för lånekostnaderna jämfört med i dag. Förväntningar om penningpolitiken påverkar exempelvis inte alls ränteskillnaderna mellan medlemsstaterna. Den rörliga växelkurspolitiken skapar i dag ett eget utrymme för den inhemska ränteutvecklingen.

För att uppnå den likviditet som behövs för att minimera likviditetspremien krävs stora lån och många, helst aktiva, investerare. Lånen bör kanske ha en storlek på 6–7 miljarder euro. En nedre gräns är 5 miljarder euro som behövs för att noteras i det mest likvida handelssystemet, Euro MTS. Det innebär att Riksgäldskontorets nuvarande statsobligationslån i princip är tillräckligt stora. Investerarbasen behöver emellertid breddas. Det gör att Riksgäldskontoret sannolikt behöver utveckla mer aktiva investerarrelationer. Även om marknads-mekanismerna i sig kommer att generera en mer internationell investerarbas, behövs information och kommunikation med investerarna för att skapa tillräcklig uppmärksamhet och kunskap om statsobligationer för att nå en tillfredsställande spridning.

Större auktioner mer sällan

Med tanke på de många emissioner som äger rum inom euroområdet måste antalet auktioner begränsas för att skapa tillräckligt intresse. I dag har Riksgäldskontoret auktioner i statsobligationer varannan vecka. Inom valutaunionen bör auktionerna ligga glesare, kanske varje eller varannan månad. Det innebär samtidigt att volymerna vid varje auktion blir större. Större auktioner vid färre tillfällen bidrar till att skapa större fokus och uppmärksamhet.

Syndikering ett möjligt komplement

Syndikering är en vanlig metod i mindre länder som deltar i valutaunionen, åtminstone vid introduktioner av nya lån. Syndikering innebär att en grupp av banker (ett syndikat) får i uppdrag att sälja ett obligationslån. Med syndikering utnyttjas bankernas specialistkompetens med ett brett kontaktnät ►

► och säljare av många instrument till olika kundkategorier. Med syndikering kan lånet redan vid introduktionen få en stor volym spridd på många investerare över i princip hela världen. Det ger också möjlighet att få uppmärksamhet och publicitet för ett nytt lån. Detta skapar förutsättningar för en likvid andrahandsmarknad och en bas för emissioner i efterföljande reguljära auktioner. Emissionerna kan också styras mot en väl avvägd blandning av slutplacering, aktiva och passiva, och banker.

Även om syndikering har blivit vanlig bland mindre länder som deltar i valutaunionen, är försäljningsformen långt ifrån oproblematisk. Trots att provisionerna till ledarbanker i syndikeringar har minskat under senare år, är det fortfarande fråga om stora belopp. Det behöver dock inte nödvändigtvis bli dyrare för emittenten om upplåningen blir framgångsrik. Många syndikeringar som genomförts under det senaste året har gett en "all-in"-kostnad, dvs. kostnader inklusive provisioner, som ligger i närheten av marknadsnoterade räntor. Den likviditet och låga likviditetspremie som skapas vid syndikeringen kan sedan utnyttjas vid efterföljande auktioner. Det kan alltså vara så att kostnaderna i slutänden till största delen bärs av investerarna.

Incitamenten för att få vara återförsäljare och få möjlighet att bli ledarbank i syndikeringar är för närvarande så starka att reguljära auktioner kan tendera att prissättas under rådande marknadsräntor, s.k. "over-bidding". Konsekvensen blir att hela emissionsvolymen köps av återförsäljarna, dvs. slutplaceringarna deltar inte i auktionerna. För investerarna blir det billigare att köpa på andrahandsmarknaden. Kostnadsfritt är detta i sig inte något problem för emittenterna, men det försämrar effektiviteten på marknaden i och med att prisbildningen snedvrids. Informationsinnehållet i räntebildningen försämrars.

Det finns goda argument för att auktionsformen, även vid ett inträde i valutaunionen, bör vara en dominerande försäljningsform. Auktioner ger en transparent och marknadsmässig upplåning med låga administrations- och försäljningskostnader. Det finns skäl för att i viss utsträckning, åtminstone vid introduktion av nya lån, använda syndikering. Det gäller särskilt för att bredda investerarsbasen. Det finns samtidigt frågetecken när det gäller negativa marknadseffekter. Mot denna bakgrund är det långt ifrån säkert att Riksgäldskontoret kommer att använda sig av denna försäljningsform.

Strategi för refinansiering och emissioner

För att genomföra en strategi med stora och likvida lån krävs att finansieringsbehovet är tillräckligt stort. Ett stort finansieringsbehov ger möjlighet att ge ut lån på flera löptider. Det kan också skapa utrymme för flexibel upplåning vid sidan av benchmarkupplåningen. I princip behövs också en relativt jämn förfalloprofil.

För att få störst utdelning i likviditet och upplåningskostnader bör emissionerna främst ske i standardlöptiderna,

dvs. framför allt 5- och 10-åriga löptider. 15-åriga löptider har även blivit relativt vanliga. Nederländerna emitterar även 3-åriga lån, vilket är ett exempel på att andra löptider är möjliga.

Den nuvarande statsobligationsstocken räcker knappt till för att ge ut en 10-årig obligation per år. Det finns naturligtvis möjlighet att ge ut tioåriga obligationer med en frekvens av t.ex. 1,5 år. Statsskuldens storlek ger dock ett begränsat utrymme för att varje år ge ut stora likvida lån på flera långa löptider. En möjlighet är att skapa finansieringsbehov via byten eller uppköp. Byten har varit en del av den Riksgäldskontorets policy för att snabbt bygga upp likviditet i nya lån. I Finland används regelmässigt stora uppköp av lån som har dålig likviditet för att skapa finansieringsutrymme och därmed stora emissioner i benchmarklån.

Realobligationsupplåning

Riksgäldskontorets långsiktiga åtagande att öka andelen realobligationer är oförändrat även vid ett medlemskap i valutaunionen. Inflationskompensationen är knuten till KPI. Detta är ett åtagande från statens sida och något byte till ett annat index är inte möjligt. Däremot finns det i princip möjlighet att emittera nya realobligationer knutna till det europeiska HIKP och eventuella genomföra byten mellan KPI och HIKP-indexerade realobligationer.

Från statens synvinkel är KPI-indexeringen en fördel. Statens inkomster och utgifter beror på den svenska prisutvecklingen. Eftersom målet för penningpolitiken i valutaunionen är prisstabilitet för hela euroområdet kan den svenska inflationen komma att avvika från den genomsnittliga inflationen. Även svenska placeringar har anledning att primärt skydda sig mot svenska prisökningar snarare än de genomsnittliga prisökningarna i valutaunionen.

Det finns således argument för att behålla realobligationerna med dess nuvarande konstruktion. Det skulle innebära att realobligationsmarknaden skulle fortsätta att vara i huvudsak domestik.

Denna policy måste naturligtvis vägas mot kostnaderna. Om det skulle visa sig att investerarna i realobligationsmarknaden i euroområdet i framtiden tenderar att föredra HIKP-indexering får detta effekter för upplåningskostnaderna.

Kort upplåning och likviditetshandling

Intresset för att emittera korta statspapper, motsvarande svenska statsskuldväxlar, tycks ha ökat i de länder som nu deltar i valutaunionen. Räntan på korta statspapper har en nära koppling till ECB:s styrränta. Korta räntepapper emitterade av stater inom valutaunionen utgör närmare substitut än obligationer med olika emittenter. Det finns en starkare tendens att växelmarknaden i huvudsak blir hemmabaserad jämfört med obligationsmarknaden.

Mot bakgrund av erfarenheterna i små euroländer

förefaller det möjligt och naturligt att Sverige fortsätter sin korta upplåning med statsskuldväxlar. Finland emitterar inte skuldväxlar i auktioner, utan använder sig av ett on tap-förfarande. Eftersom Sverige har en inarbetad tradition när det gäller statsskuldväxlar finns sannolikt förutsättningar att fortsätta med auktioner för vår del. Det finns inte heller lika starka argument att göra auktionerna mindre frekventa som det finns på obligationsmarknaden. Eftersom skuldväxlarna i huvudsak är en del av kassaförvaltningen talar detta för rätt täta auktioner.

Likviditetshanteringen förenklas på flera sätt vid ett medlemskap. Marknaden blir väsentligt djupare och Riksgäldskontoret kan vända sig till fler motparter än i dag. Inte minst kan vi använda andra skuldkontor som motparter. Det innebär även att kreditexponeringen mot enskilda motparter under perioder med kassaöverskott minskar i ett läge då Riksgäldskontoret får fler motparter i likviditetshanteringen.

Gradvis anpassning av investerarbasen

Det är rimligt att utgå från att förändringar i investerarbasen sker gradvis, även om prissättningen anpassas omedelbart efter ett ja i folkomröstningen. Anpassningen till nya marknadsförutsättningar för upplåningen kommer därmed att ske successivt. Frågan är hur snabbt och när de största förändringarna äger rum. Det går att urskilja tre faser efter ett ja i folkomröstningen.

Under perioden efter folkomröstningen och fram till medlemskap i ERM2 kommer det att råda vid osäkerhet om vilken centralkurs mot euron som EU kommer att besluta om. Denna period blir emellertid sannolikt förhållandevis kort. Under perioden på knappt två år från medlemskap i ERM2 med en fastställd centralkurs mot euron fram till beslut om konverteringskurs något halvår före medlemskapet kommer knappast några spekulationer mot valutakursen att äga rum, så länge trovärdigheten för den ekonomiska politiken är stark. Då konverteringskursen fastställs inför medlemskapet är i princip valutakursosäkerheten helt eliminerad.

För närvarande handlas 10-åriga obligationer utgivna av länder som Finland, Spanien och Belgien i stort sett på samma nivåer som Tyskland. Ränteskillnaden brukar vara 1–3 baspunkter (hundredels procent). En orsak till den begränsade ränteskillnaden är sannolikt Tysklands ekonomiska problem och den jämförbara likviditet som de andra länderna uppnått. Svenska obligationer kommer vid ett medlemskap att handla likvärdigt med dessa länder. Vid ett medlemskap och en trovärdig fast växelkurs mot euron, kommer dagens ränteskillnad på ca 50 baspunkter att krympa så att den motsvarar förväntningar om skillnader i penningpolitiska styrräntor fram till medlemskapet. Likviditeten i svenska statspapper är en annan viktig faktor.

Svenska placerare har ingen anledning att sälja ut

svenska statsobligationer i en takt som påverkar avkastningen negativt. En utförsäljning skulle öka ränteskillnaden mot Tyskland och ytterligare försvaga de ekonomiska incitamenten. Sannolikt kommer den utländska nettoefterfrågan på svenska statsobligationer att öka vid ett ja. Det betyder att ränteskillnaderna skulle tendera att minska. Om obligationsräntorna handlas ned till nivåer i närheten av de lägsta europeiska räntorna ökar incitamenten för inhemska placerare att sälja svenska statspapper.

Svenska placerare kommer sannolikt att gradvis sälja svenska statsobligationer, men endast i den takt som det finns ett starkt köpintresse från utländska placerare. Det kommer med andra ord knappast att vara något större problem att emittera obligationer vid ett ja i folkomröstningen. Det tycks därmed inte finnas något akut behov av större omedelbara förändringar av upplåningen vid ett ja till medlemskap i valutaunionen i höst.

I takt med en fortsatt internationalisering av investerarbasen kan det vara motiverat med färre auktionstillfällen redan före ett medlemskap. Det är emellertid svårt att på förhand ange en lämplig tidpunkt för en sådan förändring.

Riksgäldskontoret har i riktlinjeförslaget inför 2003 sagt att det finns argument för att reducera amorteringstakten på valutaskulden under övergångsperioden. Valutaskulden reduceras med automatik då euron blir inhemsk valuta. Vid ett medlemskap skapas också flexibilitet för att snabbt anpassa valutaexponering till en långsiktigt önskvärd nivå. Om amorteringarna minskar efter ett ja till valutaunionen, så innebär det att valutaupplåningen, som refinansieras förfallande lån, ökar. Detta påverkar inte valutaskuldens storlek utan den skulle då hållas oförändrad.

I dag är inte likviditetsaspekten eller överväganden om investerarbasens sammansättning avgörande för valutaupplåningen. Varje lån kostnadsbedöms var för sig. Under 2002 och 2003 har det inneburit att lån tagits upp huvudsakligen i dollar. Om det blir ett ja i folkomröstningen finns det anledning att se över inriktningen på valutaupplåningen. Direkta valutalån i euro är en möjlighet. Utgångspunkten för hur valutaupplåningen tas upp i detta läge blir, liksom nu, de långsiktiga kostnaderna som olika alternativ kan erbjuda.

Återförsäljare och elektronisk plattform

Riksgäldskontoret har strävat efter att bredda kretsen av återförsäljare och engagera även utländska investmentbanker. Det har emellertid visat sig svårt. I nuvarande läge bedömer de flesta utländska banker att fördelarna med återförsäljarskap inte uppväger de resursinsatser som behövs. Internationella banker upplever att de får tillräckligt god service hos de nuvarande återförsäljarna. I och med att Sverige har en egen och flytande valuta kräver ett återförsäljarskap större resurser än om Sverige deltog ▶

- ▶ i valutaunionen. Intresset för att bli återförsäljare kommer således att öka vid ett medlemskap. Priserna kan ställas av datoriserade program och direkt länkas till elektroniska plattformar för andrahandsmarknaden.

Fler återförsäljare innebär att likviditeten förbättras. Fler internationella investmentbanker skulle också bidra till att bredda investerarbasen. Samtidigt bör man ha i minnet att flera stora investmentbanker redan i dag är aktiva i handeln av svenska statsobligationer, trots att de inte är återförsäljare.

En väsentlig del av den huvudstrategi som diskuterats här är att det finns ett effektivt och väl spritt system för elektronisk handel i statsobligationer mellan återförsäljarna, dvs. interbankhandeln. Systemet bör också ha en öppenhet när det gäller de priser och räntor som obligationerna handlas på. Handeln ska vara transparent. Det finns således skäl att se över den nuvarande plattformen för elektronisk handel vid ett medlemskap i valutaunionen.

Sammanfattning

Sverige kommer att hålla en folkomröstning om medlemskap i valutaunionen den 14 september 2003. Om det blir ett ja kommer låne marknaden i vår egen valuta blir avsevärt större och djupare. Investerarbasen breddas och endast en mindre andel av statsskulden kommer att hållas av svenska placerare.

Detta får konsekvenser för upplåningen. Likviditetsaspekten blir viktigare för att minimera lånekostnaderna. Auktionerna kommer inte att kunna äga rum lika ofta,

vilket innebär att auktionsvolymerna blir större. Det kan inte uteslutas att auktioner kan behöva kompletteras med andra upplåningsformer, som t.ex. syndikerings vid introduktion av nya lån. Likviditet ställer krav på en begränsning av utestående lån och upplåningsinstrument. Kraven kommer att öka på information och kommunikation med investerarna. Återförsäljarkretsen bör vidgas och omfatta fler internationella investmentbanker. Det finns också skäl att se över frågan om elektroniska plattformar för primär- och interbankmarknad.

Thomas Olofsson, upplåningschef