

Långa obligationer på den svenska statspappersmarknaden

Det pågår en diskussion om vilken effekt de ändrade placeringsreglerna för pensionsfonder och livbolag får. Sannolikt kommer efterfrågan att öka och därför får Riksgälden ofta frågan om vi kommer att möta denna efterfrågan.

Jag ska kort beskriva Riksgäldens uppdrag, hur vårt ramverk ser ut och vilka avvägningar som ligger bakom vår upplåningspolicy samt vad den har resulterat i för exponering i långa obligationer fram till idag. Avslutningsvis kommer jag att kort berätta om dynamiken i ramverket och hur vi ser på eventuella framtida förändringar.

Målet för svensk statskuldsförvaltning är att, enligt lag, minimera långsiktiga kostnader med beaktande av risk och penningpolitikens krav. Vi ska också bidra till en väl fungerande svensk statspappersmarknad men, detta får inte bidra till ökade kostnader.

Uttolkningen av hur detta mål ska nås görs dels genom de riktlinjer som regeringen beslutar ska gälla för Riksgäldskontoret och dels genom hur vi lägger upp vår upplåningspolicy för att nå de uttalade målen. I de riktlinjer som gäller idag har regeringen, på förslag från Riksgäldskontoret, angivet målandelar för de olika skuldslagen samt ett durationsmål.

I statskuldsförvaltningen har vi valt att definiera vår ränterisk som refinansieringsrisk dvs hur ofta vi, i genomsnitt vill omsätta vår skuld. Med det menar vi risken att ränteläget är oförmånligt när vi ska omsätta våra förfallande obligationer. För den långsiktiga styrningen och kostnadsutvärderingen är vi inte intresserade av marknadsräntornas rörelser och värdeförändringar som följer av dessa. Det är för oss viktigt att sprida förfallen för att på så sätt ha en rimlig nivå på vår refinansieringsrisk. En kort löptid ger normalt lägre kostnader men är också förknippat med högre refinansieringsrisk eftersom vi behöver omsätta våra lån oftare. I valet av löptid ställs vi således inför en avvägning mellan kostnad och risk.

Hur stor refinansieringsrisk en regering är villig att ta bestäms till en del av vilken budget- och skuldsituation landet generellt befinner sig i. Ju större skuld, desto mindre villig är man normalt att ha stora fluktuationer i räntekostnader och vill därmed ha en lägre refinansieringsrisk (längre löptid).

RGK och regerings bedömning i höstas var att en liten ökning av risken genom en förkortning av löptiden ger lägre kostnader på sikt, och att den samlade risken i statsskulden ändå är väl avvägd. Detta bland annat mot bakgrunden av att vi i samma riktlinjer också föreslog åtgärder som skulle minska risken; ökad realandel till 20-25% samt minskad valutaandel till 15%. Den minskade durationen i den nominella skulden ska också ses mot bakgrund av att den totala skuldens löptid har ökat över tiden bland annat eftersom andelen realobligationer har ökat och att dessa har en längre löptid.

Självfallet ligger också i vårt uppdrag att bidra till en väl fungerande svensk statspappersmarknad och det ska ses som ett sätt att nå kostnadseffektiv upplåning. Ju likvidare vår marknad, desto mer effektivt prissatt är vår upplåning och därmed uppnås lägre kostnader. Vår upplåningsstrategi har under lång tid lagts upp för att tillse att den svenska avkastningskurvan ska vara likvid och effektivt prissatt. Vår ambition är att hela tiden vara transparenta och förutsägbara.

Svensk statspappersmarknad uppfattas idag av både inhemska och internationella investerare och banker som likvid och väl fungerande. Det har vi fått bekräftat senast i den survey vi gjorde vid årsskiftet 2004. Resultaten finns tillgängliga på vår hemsida, rgk.se.

Vi har olika verktyg att nyttja för att kunna tillgodose både behovet av obligationer på längre löptider och önskan om lägre kostnader (lägre duration) i skulden. Riksgälden har sedan 1996 använt sig av swapar i svenska kronor i förvaltningen. Ursprungligen kunde swaparna användas för att skapa kostnadseffektiv valutaupplåning samtidigt som emissionsvolymerna på den svenska obligationsmarknaden kunde upprätthållas även när lånebehovet har varit lågt. Volymerna ligger mellan 20 och 40 mdr per år.

Under de två senaste åren har direkt kapitalmarknadsupplåning i utländsk valuta kunnat utföras till en mycket låg kostnad och då har istället kronswaparna kunnat utnyttjas för att skapa finansiering med kort räntebindningstid, så kallade syntetiska statsskuldväxlar. Den praktiska hanteringen är upplagd så att Riksgäldens handlare har ett årligt mandat där swaparnas löptid ska överensstämma med löptiden på de emitterade obligationerna i genomsnitt över året. Kronswapar erbjuder således fortsatt en möjlighet att skapa kostnadseffektiv upplåning samtidigt som en likvid avkastningskurva upprätthålls.

Svenska nominella obligationer har utestående volymer av nästan 500 mdr varav 155 mdr på löptider med mer än 5 år. Man bör dock hålla i minnet att det samlade utbudet av långa statsobligationer har ökat under senare år som en följd av att andelen realobligationer har ökat. Idag finns realobligationer motsvarande 196 mdr på löptider mellan 3 och 23 år. I en

internationell jämförelse ser vi att löptider på de svenska realobligationerna överensstämmer väl med de internationella realobligationsmarknaderna. Däremot kan vi direkt se på utestående volymer att den svenska realobligationsmarknaden i dagsläget har passerats storleksmässigt av de övriga europeiska emittenterna.

I vår omvärld pågår en diskussion om obligationer med ultralång löptid. Nu senast har Storbritannien emitterat en obligation med en löptid på 50 år. Frankrike fattade samma beslut tidigare i vår. Båda dessa länder har en statsfinansiell situation som väsentligen skiljer sig från Sverige; med stora underskott i budgeten finns ett stort behov av finansiering. För Storbritannien gäller dessutom att de sedan flera år har en negativ avkastningskurva. Ytterligare andra länder väljer att göra helt andra avvägningar; Kanada har, liksom vi, gått ut med beslutet att förkorta löptiden. I Europa ser vi olika länder agera på olika sätt, ibland beroende på vilken budgetsituation landet står inför men också med bakgrund av vilket åtagande man bedömer sig kunna genomföra och underhålla existerande avkastningskurvor.

Hur kan RGK agera inom det gällande ramverket?

I vårt uppdrag ligger självklart att löpande bevaka om räntorna hamnar i ett läge där de finns möjlighet att minska statskuldens kostnader ytterligare genom att tillfälligt ändra skuldens löptid. Vi har med anledning av de låga långa räntorna fört en diskussion om att utnyttja det avvikelsemandat för durationen som regeringen har gett oss, men vi har hitintills gjort bedömningen att räntorna mycket väl kan stanna kvar på låga nivåer under förhållandevis lång tid framöver. Avkastningskurvans lutning har varit så pass brant att en sådan position har bedömts för kostsam.

RGK lämnar förslag till riktlinjer varje år. En poäng med att uppdatera vår strategiska syn så pass ofta är att det ger oss möjlighet att anpassa inriktningen på statskuldspolitiken beroende på större förändringar i vår bedömning av den framtida utvecklingen på marknaderna. Om det till exempel är så att efterfrågan på långa obligationer blir så stark att avkastningskurvan blir väsentligen flackare eller t o m negativt lutande, så ligger det i vårt uppdrag att överväga om det inte vore rimligt att åter förlänga skulden. Vårt ramverk är inte statiskt, det kommer att förändras beroende på den marknadsmiljö som råder och i enlighet med vår syn på framtiden. Återigen, statskuldspolitiken mål är att låna billigt.

Till detta kan läggas att svenska statsobligationer inte ens efter en eventuell flackning av avkastningskurvan och en därpå följande förlängning av durationen skulle räcka för att tillfredsställa en ökad efterfrågan av den omfattning som det ibland talas om. Låt mig poängtera att detta inte överhuvudtaget diskuterats men om vi antar en förlängning av durationen med sex månader till ett år skulle det ge 50-170 mdr mer i obligationer.

Förutsättningen för en tillräckligt stor tillgång på långa obligationer är att fler aktörer också ökar sitt utbud. Bostadsinstitutet är en på svensk marknad stor aktör som under flera år har lånat med kort löptid till följd av att svenska privatpersoner har valt rörliga lån till sina bostäder. Om avkastningskurvan blir flackare kommer antagligen utbudet av bostadsobligationer att öka. Fler hushåll väljer bundna räntor (för skillnaden mellan korta räntor och längre minskar) och bostadsinstitutet ökar följaktligen sin upplåning i längre obligationer. Detta är en relation som ändras beroende av ränteläget och skiftena går relativt snabbt. Om förhållandet mellan bundna och rörliga lån hos privatpersoner går tillbaka till det som gällde för 8 år sedan, skulle utbudet av långa bostadsobligationer öka med ca 300 mdr från dagens nivå.

Statsskuldspolitiken är inte och kommer inte att vara statisk. Den kommer att utformas och förändras beroende på den marknadsmiljö som råder och bedöms råda i framtiden. Låt mig emellertid återigen slå fast att vår uppgift är som tidigare poängterats, att låna billigt. Vi fattar våra portföljbeslut med utgångspunkt i det målet.