

## Statens roll som emittent av långa obligationer

Tal av Thomas Olofsson, upplåningschef, fredag den 17 juni 2005 på

Alfred Berg Kapitalförvaltnings Pensionsseminarium – De nya placeringsreglerna: vilka är de och vad blir effekterna?

### *Inledning*

Utvecklingen på obligationsmarknaden har diskuterats intensivt under våren. En fråga som kommit i fokus är kommande förändringar av regleringar av pensionsinstitut och livbolag och eventuella konsekvenser för efterfrågan och utbud. De svenska obligationsräntorna är historiskt låga och för närvarande även lägre än de tyska. Låga obligationsräntor är emellertid inte bara ett svenskt fenomen utan karaktäriserar också den internationella räntemarknaden. De amerikanska obligationsräntorna har fallit parallellt med styrräntehöjningar – en utveckling som inte följer historiska mönster.

Vilka statsskuldspolitiska konsekvenser får denna utveckling? Är de förändringar vi har sett under våren tillfälliga eller bestående förändringar? Påverkar utvecklingen statens avvägning mellan kostnad och risk i statsskuldförvaltningen?

Jag kommer här inte att ge några svar om den framtida statsskuldspolitiken, utan snarare försöka beskriva vår policy och vårt ramverk. På så sätt hoppas jag att ni ska få bättre förutsättningar att både förstå statsskuldspolitiken och ge bidrag till utformningen av politiken framgent.

### *Mål och strategi för statsskuldförvaltningen*

Det övergripande målet för statsskuldförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaderna för statsskulden samtidigt som riskerna beaktas. Detta är ett lagfäst mål som beslutades av riksdagen 1998.

Kostnaderna för statsskulden kan approximeras med våra genomsnittliga upplåningsräntor. Eftersom avkastningskurvan normalt har positiv lutning är det i genomsnitt billigare att låna med relativt kort löptid.

Riskerna är förknippade med ränteomsättningsrisk och refinansieringsrisk: en skuld med mycket kort löptid måste omsättas ofta, med risk att räntorna periodvis kan bli höga eller att emissionerna i vissa speciella marknadssituationer inte blir fulltecknade. Vi vill därför inte gärna rulla en

skuld på ca 1250 mdkr på dagslånemarknaden, och för den delen inte heller med enbart statsskuldväxlar.

För den reala skulden finns däremot inga riktlinjer för löptiden. Eftersom den reala andelen av statsskulden ökat de senaste åren och den reala upplåningen har längre löptid än den nominella, så har löptiden i den totala skulden successivt förlängts. Statsskulden som andel av BNP har minskat samtidigt som vi amorterat ned valutaskulden. Denna minskning av risken i hela skulden som denna utveckling inneburit, har utnyttjats för att sänka de förväntade kostnaderna genom en förkortning av durationsmålet för den nominella skulden från 2,7 till 2,5 år. Denna förkortning, som beslutades av regeringen på vårt förslag i slutet av förra året, ska vara uppnådd i slutet av 2005.

Jag vill här också påminna om vår beslutprocess. Riksgäldskontoret lämnar förslag till riktlinjer för statsskuldspolitiken senast den 1 oktober varje år och regeringen fattar beslut om riktlinjer för komma år senast den 15 november. Under våren utvärderar sedan regeringen vår verksamhet under det gångna året och den senaste femårsperioden. Regeringen lämnar sin utvärdering till riksdagen som i sin tur bedömer statsskuldspolitiken i allmänhet och om målet är uppnått i synnerhet.

#### *Långsiktighet i en föränderlig värld*

En viktig tendens de senaste åren har varit att många investerare strävat efter att uppnå en förbättrad matchning mellan skulder och tillgångar. De ändringar i regleringarna för pensionsinstitut och livbolag som nu diskuteras tenderar att gå i just denna riktning. En vanlig slutsats av denna process är att efterfrågan på obligationer med längre löptid kommer att öka.

Vårt uppdrag är att minimera kostnader med beaktande av risk. Det finns anledning att överväga strategiändringar först när efterfrågan påverkar relativräntor och risker så att kostnader och risker ser annorlunda ut, dvs. om förutsättningarna för vår analys har förändras.

Under våren har vi kunnat notera märkbara förändringar i obligationsräntorna. Inte minst är att hela den svenska avkastningskurvan lägre än den tyska. Detta har säkert flera orsaker: penningpolitiska förväntningar är en.

Det kan inte uteslutas att räntan på de längsta svenska obligationerna även påverkas av ett förändrat efterfrågemönster. Till exempel prissätts en implicit termin på en femårig obligation om tio år i storleksordningen 70 räntepunkter under motsvarande tyska. Osäkerheten om tysk ekonomi och tyska statsfinanser är större än någon gång i modern tid. Ändå är det inte självklart att våra femåriga obligationsräntor kommer att vara så pass mycket lägre än de tyska om tio år. En annan tänkbar förklaring är att

prissättningen är ett uttryck för en bristsituation på den långa obligationsmarknaden.

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken baseras på en bedömning av de långsiktiga kostnaderna och riskerna i statsskuldförvaltningen. Mycket förenklat kan vi tänka oss att vi lånar med statsskuldväxlar och tioåriga obligationer. Kostnaderna för obligationsupplåningen blir då skillnaden mellan tioåriga obligationsräntor och växelräntorna. Denna skillnad varierar normalt under en räntecykel.

Visserligen är de långa räntorna, både i ett historiskt perspektiv och gentemot Tyskland, mycket låga, men även de korta räntorna är mycket låga. Relationen mellan en sexmånadsränta och en tioårsränta är i varje fall inte just nu särskilt annorlunda än den varit historiskt.

Eftersom våra riktlinjer är fleråriga handlar det om att bedöma den genomsnittliga skillnaden mellan korta och långa räntor i ett längre och framåtblickande perspektiv. Om sådana bestående förändringar har inträffat eller kommer att inträffa i framtiden kan vi ha mer eller mindre säkra uppfattningar om. Detta är hur som helst nyckelfrågan som Riksgäldskontoret och i sista hand regeringen får att ta ställning till.

#### *Riksgäldskontorets långa obligationer*

Den reala upplåningen har sedan introduktionen av realobligationer gjorts i långa löptider. Tanken har varit att investerarna är beredda att betala mer för inflationsskyddet ju längre löptiden är. Vår bedömning var att efterfrågan på långa obligationer framför allt fanns i det långa segmentet. Efterfrågan på inflationsskydd handlar primärt inte om placeringshorisonter på några få år. Vårt längsta lån, lån 3104 som nu är ca 24 år, var när det gavs ut 1998 ett 30-årigt lån. Tidigare riktlinjer för realupplåningen innebar också att vi inte gav ut lån som var kortare än tio år.

I dag är den restriktionen borttagen. Våra och andra emittenters erfarenheter har visat att det inte bara finns intresse i det långa segmentet av den reala avkastningskurvan. Samtidigt har vi givit ut ett femtonårigt nominellt lån. Den reala och nominella avkastningskurvan skiljer sig för närvarande endast i att det finns ett tjugofyraårigt reallån som inte har någon nominell motsvarighet.

I grunden tror jag att det finns rationella skäl att efterfråga just långa reala obligationer: livscykelssparandet handlar om att spara för att kunna konsumera när man lämnat arbetsmarknaden. Realobligationer erbjuder ett unikt inflationsskydd för denna typ av sparande och en diversifiering av statsskulden.

Efterfrågan på realobligationer har varit svag det senaste halvåret. Detta kan ha flera orsaker: osäkerheten på marknaden om de framtida

placeringsreglerna för pensionsinstitut kan vara en förklaring. Vi har utgått från att efterfrågan kommer tillbaka när osäkerheten minskar under hösten. Men det kan naturligtvis inte uteslutas att det kan komma att ske mer bestående förändringar i efterfrågestrukturen och kostnadsrelationerna mellan långa nominella och reala obligationer.

#### *Förutsägbarhet och aktivt positionstagande*

Riksgäldskontoret har även möjlighet att mer eller mindre kortsiktigt utnyttja marknadssituationer som kan sänka kostnaderna för statsskulden. Aktiva positioner inom den mer operativa förvaltningen görs emellertid i princip bara i valutaskulden. På de internationella marknaderna kan vi agera utan större marknadspåverkan och med stora positioner.

I förvaltningen av kronskulden är däremot vår policy att vara förutsägbara och främja likvida och väl fungerande marknader för våra instrument.

Våra möjligheter att agera kortsiktigt på kronmarknaden är dock begränsade. Statsobligationsmarknaden utgör en viktig bas för räntebildningen på den svenska marknaden. Genom att bygga upp en stabil investerarbas för likvida statsskuldväxlar och statsobligationer räknar vi med att skapa en attraktiv marknad med för staten låga räntekostnader. Skulle vi försöka oss på större positioner på kronmarknaden kan vårt agerande få oönskade effekter på räntebildningen. Marknaden skulle riskera att bli mindre förutsägbar och mer svårbedömd ur investerarnas synvinkel, vilket kan försämra förutsättningarna för vår upplåning. Upplåningen är också så pass liten i förhållande till storleken på statsskulden att det tar tid att uppnå en signifikant omallokering av kronskulden baserad på mer kortsiktiga marknadsbedömningar.

Av dessa skäl bedriver vi en långsiktig, öppen och förutsägbar lånepolicy, bidra till likvida marknader och skapa en bred och stabil investerarbas. Möjligheterna att uppnå billig upplåning genom räntebedömningar i den svenska räntemarknaden är därför begränsade.

Här vill jag ligga till att vi de senaste två åren haft diskussioner om möjligheterna att ta en position på stigande långräntor. En förutsättning i diskussionerna har då varit att agera i de utländska räntemarknaderna. Så här långt har vi avstått. Eftersom avkastningskurvan har varit så pass brant, med låga finansieringskostnader i de korta löptiderna, skulle en sådan position kräva en relativt kraftig eller snar uppgång för att den ska kunna räknas hem. Vi har även varit tveksamma till styrkan i konjunkturen: sannolikheten för en räntenedgång har framstått som lika stor. Vi har så här långt inte haft anledning att ångra oss.

#### *Möjligheterna att skapa likviditet på många löptider är begränsade*

Statsskulden i kronor fördelas mellan statsskuldväxlar, nominella obligationer och realobligationer. För att åstadkomma en tillfredsställande

likviditet tvingas vi koncentrera upplåningen till ett begränsat antal löptider.

Stora länder som i absoluta tal har en större statsskuld än vi, har också större möjligheter att skapa likviditet i många löptider och skuldslog. För att kompensera vår relativa litenhet arbetar vi med att bygga upp lån som vi successivt kan bygga upp storleks- och likviditetsmässigt. För ett relativt litet land som Sverige kommer det alltid att finnas en begränsning när det gäller möjligheten att skapa likviditet för ett stort antal lån:

Om vi ger ut obligationer med lång löptid måste detta, vid givet durationsmål, kompenseras med mindre emissionsvolym. Om vi till exempel emitterar mer i det utestående 15-åriga nominella obligationslånet förlängs, allt annat lika, durationen. Detta måste då motverkas med minskad obligationsupplåning och större växelupplåning. Upplåning i långa obligationer innebär således att vi måste acceptera att våra möjligheter att tillföra likviditet till marknaden minskar. Detsamma gäller antalet lån: ju fler löptider vi lånar på desto mindre blir varje utestående lån.

Jag säger detta för att understryka att Riksgäldskontorets möjligheter att skapa god likviditet för växlar, reala och nominella obligationer på ett stort antal löptider är begränsade. Den svenska statsskulden är i detta hänseende – men enligt min uppfattning bara i detta hänseende – för liten. Vi måste alltså prioritera och välja.

### *Swappar*

Våra mål och restriktioner för upplåningen kan till viss del också uppnås med swappar. Upplåningen i statsskuldväxlar kan t.ex. ersättas med obligationsupplåning kombinerat med ränteswappar. Eftersom vi har en relativ fördel som emittent i det långa segmentet är detta ett billigare sätt att skapa kort upplåning jämfört med växelupplåning. Om villkoren i valutaupplåningen är mindre förmånliga kan vi även skapa valutaupplåning genom att swappa obligationsupplåning till exponering i utländsk valuta.

Obligationsupplåning med swappar bidrar till likviditeten på obligationsmarknaden. Samtidigt begränsas refinansieringsrisken genom att den korta ränteexponeringen uppnås med en syntetisk FRN (lång löptid med rörlig ränta) i stället för med statsskuldväxlar.

Den svenska swappmarknaden har dock begränsningar. Våra swappvolymerna begränsas därför av djupet i marknaden. Om vi gör alltför stora volymer blir vi en alltför stor och dominerande aktör på marknaden och trycker ned swappräntorna relativt obligationsräntorna, vilket minskar kostnadsfördelarna. I praktiken innebär detta att om vi använder swappar i valutaupplåningen så minskar utrymmet att använda swappar i stället för

statsskuldväxlar. Möjligheten att emittera obligationer och sedan swappa exponeringen till kort ränta är också av dessa skäl begränsad.

### *Sammanfattning*

Riksgäldskontoret ger ut långa obligationer för att minska ränteomsättnings- och refinansieringsriskerna. Detta innebär normalt sett något högre kostnader jämfört med kortare upplåning. Långsiktigt lägre kostnader för obligationsupplåningen relativt kort upplåning kan ge nya förutsättningar för vår mix mellan lång och kort upplåning.

Vi har gjort bedömningen att statsskuldspolitiken med nuvarande förutsättningar är väl avvägd. Relationen mellan korta räntor och längre obligationsräntor är egentligen inte annorlunda än de varit tidigare – även om obligationsräntorna för närvarande är låga i ett historiskt perspektiv. Förutsättningarna för statsskuldspolitiken kan naturligtvis förändras och då påverkas även statsskuldspolitiken.

Riksgäldskontoret är en stor aktör på den svenska räntemarknaden. Våra möjligheter till kortsiktighet och att förse marknaden med likviditet i måna olika instrument och löptider är därför begränsade. Vi måste agera utifrån långsiktiga bedömningar och med hänsyn till den under lång tid uppbyggda investerarbasen som utgör grunden för kostnadseffektiv upplåning med låg risk. Vi måste analysera hur marknader och likviditet i våra viktigaste skuldslag påverkas av olika lånestrategier och vilka som är möjliga att genomföra med hänsyn till statsskuldens storlek och kommande nettolånebehov.

Jag har försök redogöra för vår policy och vilka faktorer som kan tänkas påverka vår framtida strategi. Vi vill gärna ha en dialog med marknaden om de framtida förutsättningarna för vår upplåningsstrategi och hur den bör vara utformad för att vi på bästa sätt ska kunna uppfylla våra mål.