

Lånestrategi med anledning av riktlinjeförslaget 2001

Med anledning av att vi igår presenterade riktlinjeförslaget för statsskuldförvaltningen tänkte jag säga något om hur vårt agerande på marknaderna kan komma att se ut. Jag inleder med några ord om statsskuldväxel- och obligationsupplåningen. Därefter beskriver jag hur vi hittills använt s.k. kron- valutaswappar och hur detta - i ljuset av ökad valutaamortering - kan komma att se ut i framtiden.

Våra beräkningar tyder på att bruttolånebehovet nästa år hamnar i storleksordningen 30 miljarder kr högre än i år. Merparten av denna nettoökning beräknas finansieras genom ökad obligationsupplåning, men även statsskuldväxelstocken kan under delar av nästa år komma att vara något större än under 2000. Givet dessa prognoser uppskattas upplåningen via nominella obligationer uppgå till ca 4-6 miljarder kr per månad under 2001. Denna volym kan dock komma att ändras exempelvis till följd av lånebehovets utveckling, marknadssituationen samt kontorets aktivitet på swapmarknaden, något som jag återkommer till senare.

Emissionsverksamheten på obligationsmarknaden kommer under nästa år bl. a. att inriktas på att bygga upp det nya tioåriga benchmarklånet, 1045, med förfall 2011. Genom att kontoret tidigare beslutat att inte ge ut något lån med förfall 2010 förändrades den tidigare lånestrategin något, genom att förfalloprofilen inte har ett benchmarklån med varje år ut till tio år. Kontoret kommer under hösten att utreda vilka löptider upplåningen företrädesvis skall ske i under nästa år.

I den fortsatta analysen av lånestrategin under kommande år är antalet lån - och därmed storleken på varje enskilt lån - intressant. Fördelen med färre löptider är att det kan tänkas öka likviditeten något då handeln koncentreras till färre löptider, vilket också kan följa av övergången till elektronisk handel. Å andra sidan har Sverige redan relativt stora lån, och fördelarna med ytterligare koncentration av upplåningen måste vägas mot nackdelar, såsom ökad refinansieringsrisk och en mindre komplett avkastningskurva. Jag tror inte att kommande års lånestrategi kommer att avvika i någon större omfattning mot den som råder idag, men mot bakgrund av fallande statsskuld finns det anledning att pröva argumenten ytterligare. I detta arbete är en dialog med olika marknadsaktörer central.

Ränteswappar

Riksgäldskontoret använder sedan 1996 s.k. kron-/valutaswappar för att skapa önskad valutaexponering. Genom att emittera i kronor och samtidigt ingå swappar där kontoret erhåller fast ränta i kronor och betalar rörlig ränta i euro, skapas valutaexponering till förmånliga villkor. Kron-/valutaswapparna består egentligen av två led. Det ena leDET utgörs av en ränteswap, där kontoret erhåller lång och betalar rörlig ränta i svenska kronor. Det andra leDET utgörs av en s.k. basswap, genom vilken kontoret erhåller rörlig ränta i svenska kronor och betalar rörlig ränta i euro. Kron- valutaswappar har ökat som andel av valutaupplåningen de senaste åren, och i år kommer all valutaupplåning att ske via swapmarknaden. Det finns huvudsakligen två skäl för detta. För det första innebär den stora skillnaden mellan långa statspappersräntor och swapräntor - den s.k. swapspreaden - att utlandsupplåning via den svenska obligationsmarknaden är mycket billig jämfört med direkt utlandsupplåning. För det andra har transaktionerna också lett till större emissionsvolym i den svenska obligationsmarknaden, vilket ur likviditetssynpunkt varit positivt i en miljö med lägre lånebehov. I årets riktlinjeförslag föreslås en ökning av amorteringen av valutaskuld. Det innebär att refinansieringsbehovet i utländsk valuta minskar. Med en amortering på 35 miljarder kr nästa år och förfallande valutaskuld på ca 46 miljarder kr behöver bara 11

miljarder kr refinansieras. I år kommer kontoret att genomföra ca 30 miljarder kr i s.k. kronvalutaswappar, något som hittills skett utan märkbara marknadseffekter. Det skulle således, givet förfalloprofil och något högre amortering av valutasuld under nästa år, finnas ett "marknadsutrymme" att använda vanliga kronränteswappar i förvaltningen av kronskulden.

Tanken skulle vara att låna i kronobligationer och sedan swappa detta till rörlig ränta. Därmed utnyttjas i större utsträckning kontorets relativa kostnadsfördel på längre löptider. Med nuvarande marknadsförhållanden leder detta till en avsevärd kostnadsbesparing jämfört med kort upplåning via statsskuldväxlar. Kostnadsbesparingen kan uppskattas genom att jämföra långa och korta swapspreddar; idag uppgår skillnaden till ca 60 baspunkter. Kostnadsfördelen är också ett uttryck för den kreditexponering som följer av swaptransaktioner. Men med hjälp av s.k. CSA-avtal - där värdeförändringar i utestående kontrakt löpande regleras med marginalsäkerheter - kan denna kreditexponering hållas på en låg nivå.

Den relativt stora kostnadsbesparingen talar således för användning av ränteswappar i förvaltningen av kronskulden. Det är dock viktigt att undersöka effekterna av denna strategi på respektive marknad. I detta sammanhang är det viktigt att belysa både likviditets-, utbuds- och efterfrågeeffekter.

Sådan användning av ränteswappar skulle innebära att statsskuldväxelstocken minskar samtidigt som obligationsstocken ökar i samma omfattning. Som utgångspunkt för diskussion kan en volym på 20 miljarder kr vara rimlig. De övergripande låneplanerna med högre upplåningsbehov pekar dock på att det finns utrymme att omfördela upplåning från statsskuldväxlar till statsobligationer utan att minska den genomsnittliga statsskuldväxelstocken under år 2001 jämfört med innevarande år.

Vad gäller obligationsmarknaden torde en ökning av emissionsvolymerna vara positiv ur likviditetssynpunkt. Om strategin genomförs hamnar emissionsvolymerna i storleksordningen 6-8 miljarder kr per månad med nuvarande prognos för lånebehovet. Även om detta är väsentligt högre än årets volymer så är en del av dessa kopplade till en motverkande ränteswap, vilket innebär att ränterisken i marknaden som helhet inte ökar.

Det är idag mycket diskussioner bland marknadsaktörer kring hur bl.a. AP-fondernas nya placeringsregler och de svenska försäkringsbolagens fortsatta diversifiering till utländska tillgångar skall påverka den svenska räntemarknaden de närmaste åren. Effekterna är dock oklara då man tar hänsyn till hur eventuellt motverkande flöden (utländska placerare, nya placerarkategorier) kompletterar bilden. Ökad obligationsupplåning kan tolkas som ökat utbud, men då detta kopplas till ett motsvarande intresse av att erhålla fast ränta i swappar blir nettoresultatet mer neutralt. Bostadsinstitutens utlåning sker för närvarande på kortare löptid, vilket minskar deras behov av obligationsemissioner. Detta talar också för ett utrymme att i viss utsträckning kunna använda kronswappar för att sköta kronskulden. Det är emellertid viktigt att peka på den flexibilitet som jag menar bör präglade vårt agerande. I det fall det skulle finnas tecken på att marknaden har svårt att absorbera större obligationsemissioner eller det finns behov av att öka statsskuldväxelstocken kan strategin snabbt anpassas. Till detta kommer naturligtvis att regeringens beslut om riktlinjer kommer att påverka strategin.

Sammanfattningsvis kommer kontoret att fortsätta använda swapmarknaden i kronor i samband med valutaupplåningen, dvs. då förfallande valutalån refinansieras. Det finns nu också anledning att pröva möjligheterna och effekterna av att använda ränteswappar i samband med upplåningen i kronor. Sammantaget kommer swapvolymerna, om detta genomförs, att vara i linje med de senaste årens aktiviteter i swapmarknaden - dvs. 30-40 miljarder kr - och strategin kommer att utformas med beaktande av likviditets-, utbuds och efterfrågeförhållanden i marknaderna.

Kontoret avser att senare i år redogöra för dessa planer mer utförligt. I vårt arbete med detta tar vi gärna del av synpunkter från marknadsaktörer.