

Utmaningar för obligationsmarknaden i en stabil ekonomisk miljö

Anförande av Thomas Franzén på OM:s seminarium den 8 maj 2001:
RäntEvent – En renässans för räntemarknaden

Välkommet om tvåprocentsmålet överskrids

Överskottet i hela den offentliga sektorn i år kommer att bli 3,6 procent av BNP och statens budgetsaldo beräknas bli 3,2 procent i år enligt vårpropositionen. I början av 90-talet motsvarade upplåningsbehovet ca 17 procent av BNP. Sverige befinner sig således i väsentligt bättre situation idag. Förbättringen av trovärdigheten för finanspolitiken har varit centralt för tillväxt, låg inflation och minskad arbetslöshet.

Det vore dock äventyrligt att blåsa faran över och lätta på de budgetpolitiska ambitionerna. De stora överskotten i statsbudgeten de senaste åren beror till väsentlig del på s.k. engångseffekter. Förra åren fick staten stora intäkter från delprivatiseringen av Telia. I år påverkas statsbudgeten av överföringen från AP-fonderna. Tillfälliga effekter av större kapitalinkomster ger också ett icke försumbart bidrag. Justerat för större tillfälliga betalningar förbyts årets överskott på knappt 70 miljarder kronor till ett underliggande *underskott* på 10 miljarder kronor enligt regeringens prognos. En annan viktig orsak till de stora överskotten har varit den snabba ekonomiska tillväxten. Denna har under en period, då arbetslösheten fallit kraftigt, varit förenlig med prisstabilitet. I ett framåtblickande perspektiv är sådana höga tillväxttal knappast uthålliga. En återgång till mer normala tillväxttakter kommer att leda till att den offentliga sektorns resurser ökar i lugnare takt.

Överskottet i den offentliga sektorns finansiella sparande har blivit större än målet om 2 procent av BNP. Ibland får man intrycket att de stora överskotten tolkas som utrymme för utgiftsökningar eller skattesänkningar. Men bortser vi från tillfälliga betalningar och ser några år framåt så beror överskotten på att vi bygger upp ett sparande för att kunna betala våra framtida pensioner. Sparandet i pensionssystemet beräknas nästa år visa överskott om cirka 3 procent av BNP. Men statsbudgeten beräknas visa *underskott* om knappt 1 procent av BNP.

Den demografiska utvecklingen utgör inte bara en utmaning för pensionssystemet. En åldrande befolkning innebär också att utgifterna för bl.a. sjukvård kommer att öka. Åldrekvoten, dvs. antalet personer över 64 år i relation till antalet personer i yrkesverksam ålder, bedöms öka från ca 30 till ca 40 procent år 2030. Konsekvensen blir att försörjningsbördan för den sysselsatta andelen av befolkning snabbt ökar.

I det scenario som presenteras i vårbudgeten faller den offentliga bruttoskulden från ca 55 till knappt 40 procent år 2020. Därefter ökar skulden snabbt åter till ca 55 procent till följd av den demografiska utvecklingen.

Regeringens och riksdagens mål att hålla överskotten i den offentliga sektorn på 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel är inte för ambitiöst. Det finns därför anledning att välkomna att målet överskrids. Det ökar säkerhetsmarginalen inför framtiden. Skall vi känna ordentlig trygghet för våra framtida pensioner borde nog tvåprocentmålet uppfattas som ett minimikrav och kompletteras med ett mål om balans i statsbudgeten över en konjunkturcykel.

Statsskulden ökar på en stabil marknad

1. Det ökade förtroendet för den ekonomiska politiken gör att *räntorna har blivit mer stabila och omsättningen i statsobligationer har minskat*. För bara tre år sedan omsatte handeln i statsobligationer ca 50 miljarder kronor per dag. Idag är omsättningen ungefär hälften. Samma ränteförändringar som i dag betraktas som uppseendeväckande, var vardagsmat och noterades knappt för några år sedan. Räntemarknaden har således normaliserats. Den strukturella ränteskillnaden mot omvärlden för obligationer med längre löptid är i stort sett eliminerad. Även om ränteskillnaden nu varit försumbar under en längre tid bör vi ändå visa en viss ödmjukhet. Ränteskillnaden på avistamarknaden beror delvis på faktiska ränteskillnader i den korta ändan av avkastningskurvan. Tittar man på vad som är prissatt om fem år impliceras en räntenivå som för svensk del är i stort sett densamma som för t.ex. Danmark och flertalet länder inom euroområdet. Detta inte sagt för att nedvärdera de framgångar som uppnåtts. Ränteskillnaden mot hårdvalutaländer beror numera i stället på normala faktorer som konjunkturläge, upplåningsbehov, penningpolitik samt kredit- och likviditetspremier.

I och med den ökade stabiliteten har substituerbarheten ökat mellan obligationer emitterade i kronor och t.ex. euro. Detta har bidragit till att minska omsättningen, inte bara för kronobligationer utan även för obligationer emitterade av andra mindre länder. Riskhanteringen kan i större utsträckning ske i den tyska futuremarknaden. Även om denna metod för hedging medför viss risk om den utnyttjas över flera dagar, är detta ett exempel på hur ökad stabilitet påverkar likviditeten i den svenska marknaden

Förändringen innebär visserligen att vinst- och förlustmöjligheter i vissa fall kan ha minskat. I dag är det färre placerare som deltar i aktiv handel. Möjligen har marknaden blivit tråkigare och mindre glamorös. Den viktigaste skillnaden är dock att obligations- och kreditmarknaden nu kan fokusera på sin samhällsekonomiskt viktigaste funktion: att bidra till finansiering och allokering av krediter till samhällsekonomiskt lönsamma investeringsprojekt.

2. *Statsskulden kommer att öka* – om än i långsam takt. Därmed befinner vi oss i en situation där statsskulden kommer att finnas kvar, samtidigt som statens upplåningsbehov och skuldsättning inte längre tränger ut privat kreditefterfrågan. Detta är en utveckling som alla vinner på. Kredit- och obligationsmarknaden kan nu bättre bidra till en effektiv finansiell marknad. Från att i stor utsträckning ha varit en källa för finansiering av statliga budgetunderskott som trängt undan andra kreditbehov, skapas ett utrymme för andra låntagare. Prisbildningen speglar bättre balansen mellan sparande och investeringar i ekonomin i stort. Genomlysningen och förutsägbarheten har blivit bättre. Statsobligationer blir i en sådan marknad en stabil referenspunkt för att sätta räntor på andra låneinstrument.

Den nya handelsplatsen

Stabiliteten och de lägre vinstmarginalerna jämfört med tidigare har tvingat fram strukturella förändringar och antalet aktörer har minskat. Efter att ha stått i skuggan av aktiemarknaden tycks intresset ha ökat för obligationsmarknaden. En väl fungerande marknad behöver dock ständigt anpassa sig till nya krav.

Riksgäldskontoret har tagit aktiv del i utvecklingen av den nya handelsplatsen. I och med starten kommer kontoret att ingå nya återförsäljaravtal. Återförsäljare åtar sig nu också att vara marknadsgarant i det elektroniska systemet. Återförsäljaren skall när systemet är i full drift ställa bindande köp- och säljräntor med en spread på två baspunkter i tre statsobligationslån med två, fem respektive tio års löptid. Riksgäldskontoret kommer vidare att betala provisioner till återförsäljarna. Provisionerna baseras på deltagande i både primär- och andrahandsmarknaden.

Introduktionen av en elektronisk handel i interbankledet kommer att effektivisera marknaden. Marknaden får

- bättre transparens,
- lägre inträdeskostnader,
- bättre anpassning till internationella förhållanden,
- bredare investerarbaser.

Verksamheten blir mindre personalkrävande i och med att man inte samtidigt måste ringa till andra prisställande aktörer för att avhända sig

risk. Prisbildningen blir bättre i och med att alla aktörer som deltar samtidigt kan observera faktiska avslut på hela interbankmarknaden. Det nya systemet innebär en anpassning till internationell praxis. I kombination med att inträdeskostnaden blir lägre blir det intressantare för fler aktörer att ta på sig rollen som prisställare och återförsäljare i marknaden. Fler aktörer innebär att likviditeten blir bättre. På sikt kommer också investerarbaser att breddas då nya återförsäljare med nya kontaktytor deltar.

Den nyvunna stabiliteten på obligationsmarknaden innebär att den blir en del av den internationella marknaden i en annan betydelse än hittills. Tidigare har det internationella inslaget delvis varit av spekulativ natur. Det har varit möjligt att utnyttja det svenska höga och volatila ränteläget för att ta del av den extra avkastning som genererats i takt med att de svenska räntorna konvergerat till internationell nivå. Det internationella intresset är nu mer av långsiktig natur och en del av diversifieringen av tillgångsportföljer. Här har svenska placerare legat i fronten och varit tidiga med att diversifiera sina portföljer. Så småningom kommer säkert utländska placerare att följa samma mönster. Det bör innebära ett fortsatt och eventuellt växande internationellt intresse för den svenska obligationsmarknaden.

I denna miljö är det viktigt att skapa bättre förutsättningar för utländska aktörer att bli återförsäljare och prisställare på obligationsmarknaden. Introduktionen av en elektronisk börs kommer att underlätta denna process.

Marknadsgaranterna åtar sig, som jag tidigare nämnt, att ställa priser i 2, 5 och 10 årssegmenten. Det finns anledning för Riksgäldskontoret att i emissionspolitiken beakta detta för att säkerställa en tillräckligt god likviditet. Det kan vara rimligt att i större utsträckning emittera och samtidigt förbättra repofaciliteten i dessa löptider. En ökad användning av byten är också en möjlighet. Samtidigt bör likviditet i övriga benchmarklån upprätthållas. Här är en dialog med aktörerna på marknaden värdefull.

Den elektroniska handelsplatsen ersätter endast till en början telefonmarknaden mellan prisställarna på statsobligationer. Detta är ett första steg. Priserna kommer att bli tillgängliga i realtid för hela marknaden, liksom omsättning. Detta kommer att ge ytterligare bidrag till genomlysningen av marknaden och till en tydligare prisbildning. Så småningom kommer fler instrument att handlas i systemet. Något beslut om det har ännu inte fattats. Men jag tror att det är bra om även statsskuldväxlar kommer med. Bostadsobligationer borde nog också handlas i samma system som statsobligationer. Effektiviteten kommer med andra ord att successivt bli bättre och fler aktörer på marknaden kommer att stärka likviditeten.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis vill jag understryka vikten av att hävda den vunna ekonomisk politiska trovärdigheten. Den demografiska utvecklingen ställer krav på fortsatt disciplin i hanteringen av budgetpolitiken. Även under sådana förutsättningar kommer statsskulden att finnas kvar under överskådlig framtid. Förutsättningarna för obligationsmarknaden har normaliserats och den kan därmed ge ett bättre bidrag till skapandet av högre välfärd. Detta är en utveckling som gagnar oss alla. De strukturförändringar på obligationsmarknaden som nu påbörjas kommer att ge ytterligare bidrag. Låt oss ta till vara dessa möjligheter.