

## Upplåningsstrategi 2002

Anförande av upplåningschefen Thomas Olofsson vid ett investerarmöte anordnat av Danske Consensus den 1 oktober 2001

Riksgäldskontoret har nu lämnat sitt förslag till riktlinjer för statsskuldspolitiken år 2001. Efter att regeringen fattat beslut skall kontorets styrelse i slutet av december besluta om den policymässiga tillämpningen av riktlinjerna. Det är således för tidigt att ge besked om upplåningsstrategin för nästa år. Jag tänkte ändå försöka antyda de avvägningar som behöver göras inför beslutet om strategin för nästa år. Förhoppningsvis kan strategin utformas efter en dialog med aktörerna på obligationsmarknaden.

### Obligationsupplåningen

Introduktionen av den elektroniska handelsplatsen på interbankmarknaden har inneburit ökad fokusering på vad som kan kallas för superbenchmarklån, dvs. obligationer med 2, 5 och 10 års löptid. Det är i dessa lån som deltagarna i e-handeln har åtagit sig att ställa priser. Kontorets policy är att upprätthålla god likviditet i samtliga benchmarklån. Samtidigt finns det skäl att låta upplåningspolitiken bidra till likviditeten i superbenchmarklånen. Det skulle innebära att emissionerna enbart eller huvudsakligen görs i dessa lån – dvs, en ”on the run-policy”. I princip skulle det vara möjligt att dessutom genomföra byten av lån som är på väg att lämna superbenchmarkstatus mot de som är på väg att ta över denna roll.

En fokusering på superbenchmarklånen kan ses som en del av kontorets marknadsvårdande insatser. Samtidigt tenderar prissättningen i superbenchmarks att skapa förhållandevis billig upplåning för staten, vilket också är ett skäl för en sådan inriktning.

Kontorets emissionsbeslut baseras på en sammanvägning av flera faktorer, med effekterna på kostnaderna som gemensam nämnare: marknadsförhållanden, durationsrestriktionen för statsskulden, e-handelns likviditetsbehov, det förhållande att kontoret swappar en del av obligationsemissionerna till kort ränta och vår policy att sprida upplåningen över avkastningskurvan. Samtidigt skall strategin präglas av långsiktighet, transparens och förutsägbarhet.

Kontorets uppdrag att låna billigt och vårda statsobligationsmarknaden innebär att upplåning på obligationsmarknaden prioriteras. En del av den korta upplåningen erhåller kontoret via ränteswappar. I år beräknas ca 35 mdkr per år av den korta upplåningen ersättas av obligationsemissioner som transformeras till kort ränta på swappmarknaden. Med denna upplåningsteknik utnyttjas statens komparativa fördelar som låntagare samtidigt som likviditeten på obligationsmarknaden stärks. Marknadsförhållandena blir avgörande för volymerna nästa år. I dag finns det inga starka skäl som talar för en förändring av omfattningen.

Kontoret håller för närvarande på att se över även emissionspolitiken för statsskuldväxlar. Frågan är vilket bidrag kontoret kan ge för att förbättra likviditet och prisbildning på växelmarknaden. En idé är att begränsa antalet utestående lån och enbart emittera växlar med förfall på IMM-datum upp till 18 månader. Detta skulle innebära att marknaden regelmässigt får några växlar med något längre löptid, som kan bli intressanta att handla i marknaden.

Riksgäldskontorets policy innebär sammanfattningsvis en prioritering av obligationsmarknadsupplåning med koncentration till superbenchmarklån. Valet av lån påverkas av marknadsförhållandena. Inför varje emissionsbeslut har vi kontakter med våra återförsäljare om vilka löptider som bör emitteras. Vid beslutet görs en avvägning baserad på bl.a. efterfrågan, osäkerheten i marknaden och priset inom ramen för andra statsskuldpolitiska restriktioner som t.ex. riktmärket för durationen.

Inför nästa år kommer vi att försöka precisera och tydliggöra upplåningspolitiken ytterligare. Det behöver knappast sägas att synpunkter från placrare och återförsäljare är mycket värdefulla.

## **Realupplåning**

Riktlinjeförslagets slutsats är att realobligationer väl fyller sin plats i statsskuldportföljen och att en ökad andel reallån skulle minska riskerna i statsskulden. Även om den strikta modellanalysen inte kunnat påvisa några tydliga diversifieringsvinster för staten, visar den kvalitativa analysen och beräkningar på historiska data att en ökad andel reallån minskar riskerna. Upplåning i realobligationer skall utvärderas mot kostnader och risk i annan upplåning. Även om analysen påvisar fördelar från risksynpunkt innebär målet om kostnadsminimering att betalningsviljan för att öka reallåneandelen är begränsad. Det innebär att även framgent kommer kostnaderna för att emittera realobligationer att ha stor betydelse för hur snabbt den reala andelen ökar. Det är således svårt att motivera stora emissionsvolymmer i lägen då instrumentet framstår som dyrt jämfört med annan upplåning.

Emissionsvolymerna kommer sannolikt att variera över tiden. Under perioder då efterfrågan är stor och placerarna är beredda att betala för att

minska inflationsriskerna i sina portföljer blir det möjligt att emittera större volymer. Omvänt kan kontoret tvingas att i stort sett endast markera närvaro då upplåningsinstrumentet ter sig oförsvarligt dyrt. Ibland brukar kontorets dilemma uttryckas så att minskade emissionsvolymer försämrar likviditeten med effekten att realobligationer ter sig som en ännu dyrare upplåningsform. Det skulle med andra ord föreligga risk för en negativ spiral om kontoret inte i alla lägen erbjöd stora emissionsvolymer. Det ligger säkert något i detta resonemang. Å andra sidan kan kontoret inte motivera stora emissionsvolymer till höga kostnader med en vag förhoppning om att ökad likviditet i en mer eller mindre avlägsen framtid skulle pressa ned realräntorna jämfört med de nominella. Det ligger helt enkelt inte inom ramen för vårt uppdrag. Vid ogynnsamma marknadsförhållanden bör slutsatsen bli att kontoret kommer att upprätthålla en viss emissionsverksamhet, men undvika att emittera stora belopp.

Mot bakgrund av rådande marknadsförhållanden gör kontoret bedömningen att den utestående stocken av realobligationer kommer att fortsätta öka även nästa år. Kunskapen om och intresset för realobligationer bör kunna öka. Vi räknar med att efterfrågan utvecklas positivt och att fortsatta emissioner kan motiveras kostnadsmässigt.

Av riktlinjeförslaget framgår att kontoret vill ha en något större flexibilitet när det gäller val av löptider vid emissionerna. A priori finns det skäl att anta att kostnadsfördelarna är störst i de längsta löptiderna, eftersom betalningsviljan för att slippa inflationsrisken borde vara störst på lång sikt. Om efterfrågan på realobligationer under perioder är koncentrerad på något kortare löptider, säg 5 till 15 år, menar kontoret att det skall finnas tillräcklig flexibilitet att emittera även i dessa löptider om det är kostnadsmässigt motiverat.

Sammanfattningsvis är Riksgäldskontoret berett att fortsätta satsa på upplåning i realobligationer. Val av löptider och volymer kommer dock att bli beroende av efterfrågeläget och prisbilden. Emissionsbesluten kommer som hittills att tas efter att förslag inhämtats från kontorets återförsäljare.

Riksgäldskontoret har bidragit till realobligationsmarknadens likviditet genom att tillhandahålla en bytesfacilitet för återförsäljare. Under perioder har denna emellertid utnyttjats i en utsträckning som inneburit att auktionernas roll som styrinstrument för realobligationsstockens sammansättning riskerar att urholkas. De mest frekventa bytena har under sådana perioder framför allt skett till de kortaste realobligationerna. För att stärka auktionernas ställning för realobligationsstockens sammansättning planerar kontoret att begränsa eller upphöra med försäljningen av de kortaste obligationerna via byten. I och med att likviditeten i dessa papper därmed sannolikt minskar kan det vara motiverat att kontoret erbjuder marknaden uppköp eller byten dessa mot längre realobligationer.

Kontoret kommer efter att regeringen beslutat om riktlinjer att återkomma med en mer preciserad policy för realemissionerna och marknadsvårdande insatser. Det är angeläget att aktörerna på marknaden bidrar till den diskussion som behövs för utformningen av den policy som skall tillämpas nästa år.

## **Valutaupplåning**

Mot bakgrund av dagens marknadsläge är det möjligt att kontoret, om regeringen ger utrymme för detta, under en period framöver upphör att nettoamortera på valutaskulden. Nästa år förfaller valutalån och valutaswappar motsvarande ett belopp på 50 miljarder kronor. Det innebär att staten i bruttotermier behöver öka valutaexponeringen med samma belopp. Under innevarande år räknar vi med att ingå skuldbytesavtal (valutaswappar) för ca 35 miljarder kronor brutto. Om samma teknik skulle användas även nästa år skulle omfattningen av swappaktiviteten öka väsentligt. Det är bedömningsfråga om det från ett kostnads- och kreditriskperspektiv utgör det bästa alternativet. Vår bedömning i dagsläget är att swappvolymer inte bör öka i någon större omfattning. En ökning kan dock komma ifråga om marknadsförhållandena, framför allt djupet i marknaden, skulle tillåta detta.

Det finns således skäl att överväga om inte någon del av bruttolånebehovet i utländsk valuta borde tas upp i form av direkta valutalån. Det är för tidigt att uttala sig om hur fördelningen mellan olika upplåningsformer kommer att bli. Kostnaderna för de olika upplåningsformerna blir utslagsgivande. Som situationen ser ut i dag talar övervägande skäl för att merparten av den valutarisk som kontoret brutto behöver bygga upp, liksom tidigare, kommer att tas på swappmarknaden. Detta instrument har visat sig vara kostnadseffektivt samtidigt som det bidrar till att upplåningen på kronmarknaden kan hållas uppe och stärka likviditeten. Om det skulle bli fråga om att utnyttja andra instrument än valutaswappar kommer omfattningen att bli begränsad. I den mån direkt valutaupplåning utnyttjas påverkas volymen i obligationsemissionerna i motsvarande utsträckning.

Det är inte möjligt att i dag säga något om storleken på obligationsemissionerna under nästa år. Den 9 oktober publicerar kontoret nästa prognos för nettolånebehovet och tillhörande finansieringsplaner. Då kommer även eventuella ändringar av finansieringsbehovet att vägas in.